



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**Politica monetaria internazionale: tra Grande
Recessione e crisi da Covid-19**

**International monetary policy: between the
Great Recession and Covid-19's crisis**

Relatrice: Prof.ssa Giulia Bettin

Giulia Bettin

Rapporto Finale di: Lorenzo Apis

Lorenzo Apis

Anno Accademico 2019/2020

INDICE

Introduzione	5
Capitolo 1: Le grandi crisi degli anni Duemila	
1.1 La Grande Recessione	7
1.2 La crisi da Covid-19	14
Capitolo 2: L'esperienza della Federal Reserve	
2.1 La gestione della Grande Recessione	18
2.2 Le manovre durante la crisi da Covid-19	22
Capitolo 3: L'esperienza della Banca Centrale Europea	
3.1 La risposta della Bce alla crisi finanziaria	24
3.2 Le misure della Bce nella crisi da Covid-19	29
Capitolo 4: L'esperienza della Bank Of England	
4.1 Grande Recessione: la politica monetaria della BoE	32
4.2 Il programma della BoE nella crisi da Covid-19	37
Capitolo 5: L'esperienza della Bank of Japan	
5.1 La Grande Recessione: come la BoJ ha combattuto la crisi	39
5.2 Gli strumenti della BoJ nella crisi da Covid-19	44

Capitolo 6: L'esperienza della People's Bank of China

6.1 La politica monetaria cinese durante la Grande Recessione 46

6.2 La crisi pandemica in Cina e la risposta della BPC 49

Conclusioni 52

Bibliografia 54

Sitografia 56

INTRODUZIONE

Negli ultimi cinquant'anni l'umanità è andata incontro a un periodo di sviluppo tecnologico come mai probabilmente era avvenuto nella storia. In particolare l'avvento di Internet ha permesso di ridurre le distanze tra Paesi che prima sembravano distanti e di comunicare quasi in tempo reale con persone dall'altra parte del pianeta. A ciò ha fatto seguito un rilevante infittirsi ed allargarsi delle reti commerciali, rendendo l'economia mondiale sempre più somigliante a un grande mercato globale, anche grazie ad un continuo processo di abbattimento delle barriere economiche, giuridiche ma anche culturali che avevano caratterizzato gli anni del secondo dopoguerra. In un tale contesto di globalizzazione dell'economia, le banche centrali acquistano un ruolo ancora più importante che in precedenza, infatti, in un mercato così complesso, instabilità di origine reale o di origine finanziaria diventano sempre più frequenti ed impattanti, proprio per via della forte interdipendenza tra i vari mercati nazionali. Di conseguenza le azioni di politica monetaria, messe in atto proprio dalle banche centrali, risultano necessarie e centrali per riportare l'equilibrio nei mercati, riducendo l'impatto delle crisi e dando l'impulso necessario per una rapida ripresa.

Nell'ultimo quindicennio l'economia mondiale ha dovuto confrontarsi con due avvenimenti di portata enormemente destabilizzante: la cosiddetta Grande Recessione, esplosa in America nel 2008 e che si è espansa a macchia d'olio a livello globale negli anni successivi, e la crisi dovuta alla diffusione del virus Sars-CoV-2, che stiamo tutt'ora

vivendo. In tali situazioni le banche centrali hanno dovuto ricorrere ad interventi convenzionali e non per rilanciare l'economia, in particolare quella reale, così duramente colpita. Questo sarà il tema della seguente trattazione: le manovre effettuate dalle cinque più importanti banche centrali al mondo – Federal Reserve, Banca Centrale Europea, Bank of Japan, Bank of England e People's Bank of China- e i loro risvolti sull'economia reale dei Paesi in cui operano per contrastare gli effetti delle due crisi sopracitate.

La tesi sarà articolata in sei capitoli: nel primo capitolo si approfondiranno più nel dettaglio la genesi e le caratteristiche della crisi del 2008 e quella dovuta alla pandemia da Covid-19, oltre che i loro risvolti nell'economia mondiale. Nei seguenti cinque capitoli si andranno ad illustrare nello specifico le misure adottate dalle banche centrali sopra citate per risollevare le economie nazionali a seguito degli ingenti danni riportati nell'economia reale.

Capitolo 1

LE GRANDI CRISI DEGLI ANNI DUEMILA

1.1 La Grande Recessione

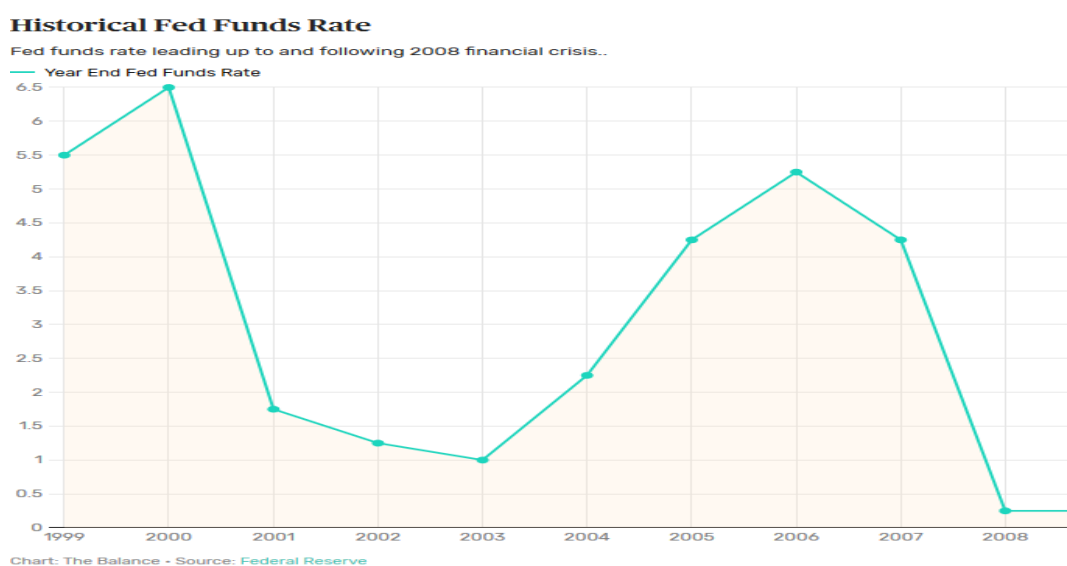
La Grande Recessione è stata sicuramente la peggior crisi finanziaria che il mondo si è trovato ad affrontare dagli anni '30 ad oggi, sia per portata che per effetti destabilizzanti sull'economia globale. E' difficile individuare un singolo avvenimento al quale è ricollegabile il vero e proprio inizio della crisi, piuttosto si possono individuare una serie di fattori che, combinandosi insieme, hanno creato terreno fertile a tutta una serie di comportamenti da parte degli operatori tali da spingere oltre i limiti i delicati equilibri del sistema finanziario, provocando conseguenze disastrose. Bisogna innanzitutto procedere a una contestualizzazione: a partire dagli anni '70, negli Stati Uniti stavano sempre più prendendo piede idee che predicavano un allentamento delle restrizioni e dei controlli sulle istituzioni bancarie che erano stati imposti in seguito alla crisi del '29, portando come motivazione la situazione di inflazione venutasi a creare per via dell'iper-interventismo americano in ambito militare, l'uscita dagli accordi di Bretton Woods e la conseguente mancata convertibilità del dollaro in oro. Infatti alle banche non era concesso di applicare tassi sui depositi superiori al 5,25%, secondo il *Regulation Q of the Banking Act* del 1933, e, in un contesto di inflazione anche del 10%, per investitori e famiglie era poco conveniente depositare denaro, rendendo più competitive altre forme di utilizzo della liquidità che offrivano rendimenti maggiori. Oltre a ciò negli anni si erano venuti a creare

una serie di strumenti finanziari che avevano reso molto labile il confine tra attività bancaria tradizionale e banche di investimento, prime tra tutti le partecipazioni in fondi comuni monetari che assicuravano un buon rendimento e la possibilità di smobilizzare il proprio investimento in tempi rapidi, tutto a fronte di una rischiosità veramente contenuta. Per questi motivi le banche facevano pressione per far sì che fosse eliminata la distinzione tra banche di investimento e banche commerciali, oltre al divieto per quest'ultime di non poter sottoscrivere alcuno strumento finanziario, secondo quanto previsto dal *Glass-Steagall Act* del 1933. Tutto ciò, unito al fatto che le istituzioni americane temevano che le banche sarebbero andate ad impiegare i loro capitali all'estero dove vigevano regimi meno stringenti, portò a un processo di graduale deregolamentazione che culminò con il *Gramm-Leach-Bliley Act* del 1999: con questa legge il *Glass-Steagall Act* venne definitivamente abrogato.

In aggiunta a questo, negli anni seguenti, il Congresso e l'amministrazione Clinton bocciarono proposte che proponevano di regolare il mercato di una serie di strumenti finanziari piuttosto complessi che stavano iniziando ad essere molto popolari tra gli investitori: i derivati. I derivati sono prodotti finanziari il cui valore deriva, appunto, da un'attività o dal verificarsi di un evento verificabile oggettivamente, che prendono il nome di sottostante. La catena delle cause scatenanti non è però giunta al termine: a partire dagli anni '90, gli Stati Uniti iniziano a registrare un crescente saldo negativo nella bilancia dei pagamenti, in particolare nei confronti della Cina, compensato da un afflusso di capitali esteri investiti in particolar modo nei buoni del tesoro statunitensi, aumentando il loro prezzo di acquisto e diminuendo di conseguenza il rendimento finale. Oltre a ciò nei primi anni 2000, sempre negli Stati Uniti vanno a verificarsi due eventi che costringono la FED

a tagliare drasticamente i tassi di interesse (vedi Figura 1.1): la bolla speculativa delle Dot-Com e l'attentato alle Torri Gemelle dell'11 settembre 2001.

Figura 1.1: Tassi applicati dalla Fed sui finanziamenti dal 1999 al 2008



Fonte: Fed

Nel primo caso si parla della bolla speculativa che si verificò tra fra gli anni '90 e gli anni '00 legata al sorprendente sviluppo di aziende operanti nel settore Internet o, più in generale, nel settore informatico, chiamate *Dot-com companies*. L'euforia generale derivante dai concetti di 'sviluppo', 'progresso' e 'crescita', associati a un settore all'avanguardia come quello della *new economy*, alimentò le aspettative di futuri e continui aumenti del valore dei titoli emessi dalle aziende del comparto, a prescindere dalle informazioni espresse dai tradizionali indicatori di redditività. Tutto ciò finché la bolla non esplose nel marzo 2000: con la pubblicazione dei bilanci, ci si rese conto che moltissime di queste aziende, non solo non conseguivano risultati eccellenti come atteso,

ma anzi erano prive di piani aziendali e addirittura di qualsiasi forma di profitto. A questa situazione già di per sé molto problematica per i mercati e di conseguenza per l'economia americana si aggiunse il tragico attacco alle Torri Gemelle nel settembre 2001 che generò un'ondata diffusa di panico, tanto che il giorno seguente all'attentato la borsa di New York perse il 14%.

In quegli anni quindi le banche si trovavano davanti a una situazione nella quale, a causa dei tassi molto più bassi che in passato e del rendimento minore dei titoli di stato americani, era difficile portare a casa i grandi profitti che avevano caratterizzato gli anni precedenti. Per far fronte a questa situazione le banche iniziarono ad abusare di un modello nato in quegli anni, anche grazie alla diffusione dei derivati: il modello *Originate-to-distribute* (OTD). Con ciò si indica una pratica con la quale un soggetto trasforma strumenti finanziari non trasferibili in altri strumenti finanziari negoziabili e trasferibili. Le banche americane sfruttarono la crescita del mercato immobiliare che sembrava pressoché inarrestabile, anche favorita da un periodo prolungato di bassi tassi di interesse per i motivi già citati, per concedere mutui a qualsivoglia soggetto li richiedesse, a prescindere dal suo merito creditizio, anche ai cosiddetti *subprime*, ossia coloro che presentavano un altissimo rischio di non poter rimborsare interamente il prestito ricevuto. Questa scelta fu dovuta principalmente a due fattori: il primo è che contavano di finanziare l'acquisto di un asset il cui valore era in costante aumento e sul quale erano certi di potersi rivalere in caso di inadempienza del debitore, mentre il secondo, e anche il più rilevante, è che la rischiosità di questi prestiti non rimaneva in capo alle banche erogatrici. Infatti attraverso, un processo di cartolarizzazione, mutui di bassa qualità venivano rivenduti attraverso obbligazioni chiamate *Asset Backed Securities* (ABS) o

Mortgage Backed Securities (MBS). Per effetto delle cartolarizzazioni, le banche rientravano in tempi rapidi nella disponibilità del denaro prestato, che potevano riutilizzare per erogare altri mutui a clienti la cui affidabilità veniva valutata in maniera sempre meno accurata. Una modalità alternativa di cartolarizzazione prevedeva l'emissione dei cosiddetti Collateralised Debt Obligations (CDO) tramite apposite società veicolo (spesso indicate anch'esse con la sigla CDO). I CDO erano derivati il cui sottostante era una combinazione di migliaia di mutui e altri prestiti, inclusi i pagamenti per le auto, le rate scolastiche e i debiti delle carte di credito. Grazie alla cartolarizzazione, le istituzioni finanziarie poterono espandere enormemente le attività in rapporto al capitale proprio (fenomeno del *leverage*). Ciò consentiva loro di realizzare profitti molto elevati, ma le esposeva anche al rischio di perdite ingenti. Oltretutto molti investitori anche esteri erano attratti da questi prodotti finanziari, spesso valutati erroneamente dalle agenzie di rating come AAA, poichè rendevano mediamente di più rispetto a titoli che possedevano lo stesso rating, proprio perché in realtà i mutui che ne finanziavano le scadenze erano stati emessi a tassi di interesse elevati, coerentemente con la loro reale rischiosità. Tra il 2003 e il 2004 la Fed iniziò ad innalzare i tassi di interesse, in risposta alla ripresa dell'economia statunitense. I mutui divennero sempre più costosi e aumentarono i casi di insolvenze delle famiglie incapaci di restituire rate sempre più onerose. La domanda di immobili si ridusse, con conseguente scoppio della bolla immobiliare e contrazione del valore delle ipoteche a garanzia dei mutui esistenti. In questo periodo circolavano nel mercato CDO per un valore di 500 miliardi di dollari, la cui metà era composta da MBS e circa tre quarti di quest'ultimi erano *subprime*. Il mercato delle CDO collassò lasciando le banche di investimento con centinaia di miliardi

di dollari in prestiti, CDO e immobili che non potevano vendere. Si venne a creare una situazione nella quale tutte le banche statunitensi ebbero bisogno contemporaneamente di liquidità ma, in un contesto di scarsa chiarezza circa la distribuzione dei titoli strutturati nel sistema finanziario, nessuna istituzione bancaria era disposta a fornirla, con un conseguente disastroso blocco del mercato interbancario.

Il culmine si raggiunse il 15 settembre 2008, con il fallimento di una delle più grandi banche di investimento americane: Lehman Brothers. La crisi, che era inizialmente nata come crisi finanziaria, si estese ben presto all'economia reale per via di una stretta creditizia delle banche che, nonostante avessero liquidità a disposizione in seguito all'intervento della Fed, visto il clima di estrema incertezza preferivano non erogare prestiti. Questo portò al fallimento di moltissime aziende, a una crescente disoccupazione e a un ulteriore crollo dei consumi da parte delle famiglie. L'impatto sull'occupazione fu disastroso. Per quanto riguarda i maggiori Paesi aderenti all'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OECD), negli anni subito successivi alla crisi si registrò un aumento della disoccupazione del 41% dal 2007 al 2011, passando dal 5,6% al 7,9% e toccando il picco dell'8,3% nel 2010 (vedi Tabella 1.1).

Tabella 1.1: Tasso di disoccupazione, popolazione sopra i 15 anni

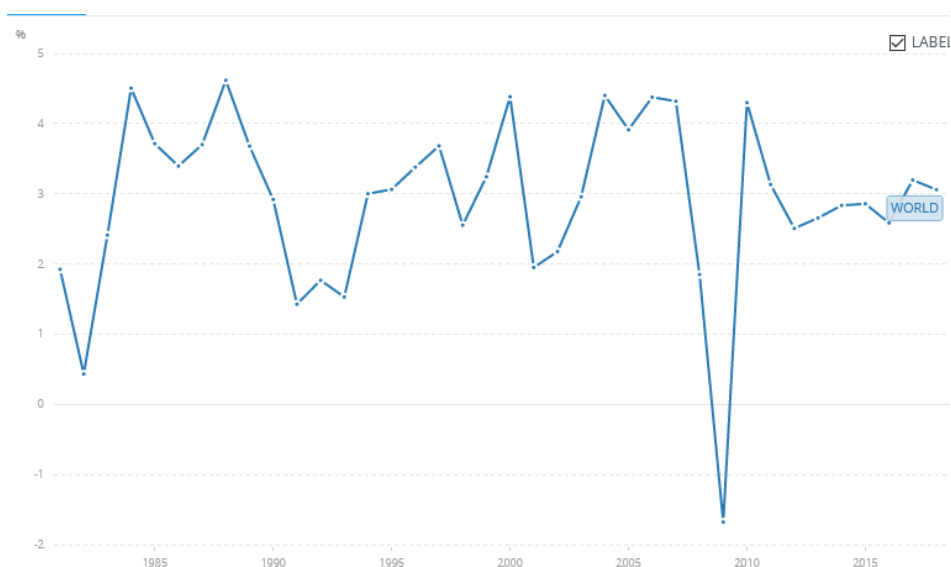
Paese	2007	2008	2009	2010	2011
<u>Australia</u>	4,4	4,2	5,6	5,2	5,1
<u>Austria</u>	4,9	4,1	5,3	4,8	4,6
<u>Belgium</u>	7,5	7,0	7,9	8,3	7,1
<u>Canada</u>	6,1	6,1	8,4	8,1	7,5
<u>France</u>	7,7	7,1	8,7	8,9	8,8
<u>Germany</u>	8,7	7,5	7,7	7,0	5,8
<u>Greece</u>	8,4	7,8	9,6	12,7	17,9
<u>Ireland</u>	5,0	6,8	12,6	14,5	15,4
<u>Italy</u>	6,1	6,7	7,7	8,4	8,4

<u>Japan</u>	3,8	4,0	5,1	5,1	4,6
<u>Netherlands</u>	4,2	3,7	4,3	5,0	5,0
<u>Spain</u>	8,2	11,2	17,9	19,9	21,4
<u>United Kingdom</u>	5,3	5,6	7,5	7,8	8,0
<u>United States</u>	4,6	5,8	9,3	9,6	9,0
<u>European Union (28 countries)</u>	7,2	7,0	8,9	9,6	9,6
<u>OECD - Total</u>	5,6	5,9	8,1	8,3	7,9

Fonte: OECD (2020).

L'impatto sull'economia reale fu talmente grande che per la prima volta dal dopoguerra il Pil mondiale mostrò una crescita negativa nel 2009, facendo registrare un -1,678% (vedi Figura 1.2).

Figura 1.2: Tasso di crescita del Pil mondiale (anni 1981-2018)



Fonte: World Bank

1.2 La crisi da Covid-19

Tra il dicembre 2019 e il gennaio 2020, in Cina e, in particolare, a Wuhan, la città più popolata della parte orientale, perno per il commercio e gli scambi, si registrano casi anomali di polmoniti dalle cause non ascrivibili ad altri patogeni noti. Dalle prime indagini era emerso che i contagiati erano frequentatori assidui del mercato *Huanan*

Seafood Wholesale Market a Wuhan, chiuso il 1 gennaio 2020, di qui l'ipotesi che il contagio potesse essere causato da qualche prodotto di origine animale venduto nel mercato. Il 10 gennaio l'OMS individua il nuovo patogeno come appartenente alla famiglia dei coronavirus. Di lì a poco la situazione si fa più preoccupante a Wuhan: i contagi iniziano a crescere in maniera molto sostenuta e per evitare un'ulteriore diffusione il governo cinese dichiara lo stato di *lockdown* per la città e successivamente per tutta la provincia di Hubei, raggiungendo le 60 milioni di persone in quarantena, nel tentativo di contenere l'epidemia. Nonostante le misure restrittive a febbraio il virus inizia a diffondersi al di fuori della Cina, facendo registrare sporadici casi anche in Europa, in Giappone, in Corea del Sud e in Iran. Tra la fine di febbraio e i primi di marzo la situazione inizia a peggiorare in maniera esponenziale vista la grande trasmissibilità del virus e la scoperta di nuovi presunti focolai, in particolare nel nord Italia. L'11 marzo l'OMS dichiara lo stato di pandemia. Moltissimi Paesi asiatici ed europei attuano misure restrittive, chiudendo attività non essenziali, invitando ad uscire il meno possibile, a limitare i contatti personali e gli spostamenti fino a giungere in alcuni casi ad un lockdown forzato della popolazione, come in Italia, prima nazione in Europa ad attuare questo provvedimento per arginare il contagio che si stava espandendo a macchia d'olio. Con l'avanzare dei giorni il modello italiano viene applicato anche in altri Paesi europei, come la Spagna, l'Inghilterra, e la Francia ma non solo: di lì a breve anche la Russia, l'India ed alcuni Stati americani dichiarano la quarantena obbligatoria per la popolazione. Il 3 aprile 2020, secondo l'agenzia di stampa France-Presse, metà della popolazione

mondiale, corrispondente a circa 4 miliardi di individui, risulta in uno stato di lockdown¹. All'inizio di giugno 2020 i casi registrati di Covid-19 a livello mondiale sono 6.603.329 e le morti ben 391.732. In questi 6 mesi è come se la Terra si fosse fermata, la vita delle persone messa in pausa. Risulta subito evidente come una situazione del genere possa avere effetti catastrofici sull'economia globalizzata. Ci troviamo di fronte ad una crisi dalle caratteristiche diverse rispetto a tutte quelle affrontate fino ad ora. Non è una crisi finanziaria propagatasi poi nell'economia reale come nel 2008, e nemmeno una crisi dovuta ad uno shock della domanda cioè una situazione nella quale c'è prodotto ma sono i consumatori a non acquistare e le imprese a non voler investire, oppure ad uno shock di offerta, in cui l'offerta complessiva è ridotta per vincoli alla produzione, ossia c'è chi vuole comprare ma non c'è prodotto. L'attuale emergenza economica è contemporaneamente una crisi di domanda e di offerta e, in più, è accompagnata da una fortissima incertezza nei mercati finanziari. Oltretutto, se nelle altre crisi era solitamente il settore finanziario a contagiare quello reale, questa volta è esattamente l'opposto²: le banche si trovano creditrici nei confronti di imprese e famiglie che in molti casi non sono in grado di far fronte alle loro obbligazioni, quantomeno nei tempi previsti. Infine un altro fattore da sottolineare è la rapidità della diffusione di questa crisi: nelle situazioni precedenti, come nel 2008, le crisi si espandevano ad ondate, permettendo ad alcuni Paesi di riprendersi prima di altri e di subire in maniera meno violenta gli effetti. In questo caso la diffusione è risultata quasi simmetrica e rapidissima, coinvolgendo quasi tutte le grandi

¹<https://www.dailymail.co.uk/news/article-8181001/3-9-billion-people-currently-called-stay-homes-coronavirus.html>

²https://www.huffingtonpost.it/entry/economia-di-guerra-perche-la-crisi-covid-19-e-veramente-diversa_it_5e8c57d4c5b6e1d10a69a917

economie mondiali pressoché contemporaneamente. Per dare una misura della gravità dell'emergenza è sufficiente rifarsi ai dati del Fondo Monetario Internazionale che nel World Economic Outlook traccia i contorni di una crisi senza precedenti: secondo le previsioni, il Pil mondiale calerà del 3%³, con perdite di circa 9000 miliardi di dollari per il 2020. Un valore superiore a quello delle economie di Germania e Giappone messe insieme. Una previsione estremamente cupa che va a delineare una situazione decisamente peggiore della crisi del 2008 (Pil -1,678%). Oltre a ciò, sulla base di possibili scenari dell'impatto del COVID-19 sulla crescita del Prodotto Interno Lordo globale, le stime dell'OIL (Organizzazione Internazionale del Lavoro) indicano un aumento della disoccupazione globale tra 5,3 milioni (scenario a basso impatto) e 24,7 milioni (scenario ad impatto medio-alto). Anche la povertà lavorativa dovrebbe aumentare significativamente, poiché, secondo l'OIL, "l'impatto sui redditi derivante dal declino dell'attività economica avrà effetti devastanti per i lavoratori e le lavoratrici che hanno un reddito prossimo o inferiore alla soglia di povertà", infatti si stima che tra 8,8 e 35 milioni di persone in più si troveranno in condizioni di povertà lavorativa in tutto il mondo, rispetto alla stima di inizio anno che prevedeva un calo di 14 milioni nel 2020.⁴ Ciò si tradurrà in una riduzione dei consumi di beni e servizi che, a loro volta, danneggeranno le imprese e le economie nazionali.

³https://www.ansa.it/sito/notizie/economia/2020/04/14/-fmi-giu-del-3-il-pil-del-mondo-nel-2020-la-peggiore-recessione-dal-1930_6ea282da-363c-46af-af09-b2a03bc3a609.html

⁴https://www.ilo.org/rome/risorse-informative/comunicati-stampa/WCMS_738986/lang--it/index.htm

Capitolo 2

L'esperienza della Federal Reserve

2.1 La gestione della Grande Recessione

La FED è la Banca Centrale degli Stati Uniti d'America, istituita nel 1913 su proposta del presidente Woodrow Wilson e approvata dal Congresso degli Stati Uniti. Gli obiettivi perseguiti dalla FED possono essere desunti dal Federal Reserve Act, il quale riporta: *“The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of the maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates.”*⁵ Risulta subito evidente come gli obiettivi siano diversi tra loro e non necessariamente compatibili, di conseguenza la FED sceglie di volta in volta quello che risulta più urgente, sulla base della situazione economica americana contingente. Negli anni precedenti la Grande Recessione, la FED non si accorse della gravità della situazione che si stava delineando, continuando a perseguire come obiettivo la lotta all'inflazione e mantenendo quindi i tassi ad un livello molto più alto che nei primi anni '00. Tutto ciò trova conferma nel fatto che, quando nel 2007 iniziarono a manifestarsi esplicitamente grossi segnali di sofferenza nei mercati e in particolare in quello

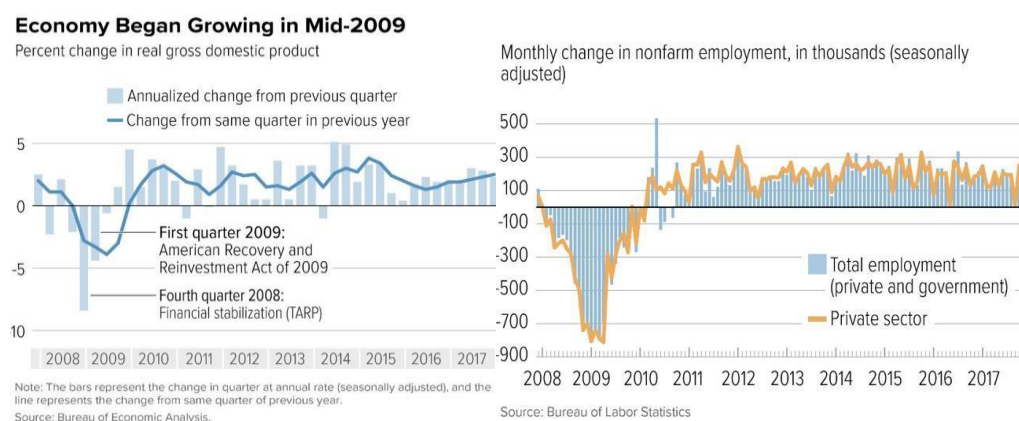
⁵ <https://www.federalreserve.gov/>

interbancario, la FED attuò un netto e repentino taglio dei tassi, che passarono dal 5,17% dell'inizio del 2007 allo 0,16% del 2009, nel tentativo di rifornire di liquidità alle banche in estrema difficoltà. In aggiunta, la banca centrale americana adottò due misure (Term Discount Window Program e Term Auction Facility) con cui estese il tetto massimo della linea di credito d'emergenza per le banche in difficoltà e diminuì i costi connessi all'utilizzo di tale strumento. Il ricorso a queste misure, specialmente la seconda, fu molto ingente e raggiunse il picco di 500 miliardi di dollari dopo il crollo della Lehman Brothers. Inoltre, per allentare le pressioni sul mercato secondario, la Fed adottò una serie di misure volte a scambiare titoli più illiquidi con titoli di Stato americano (Term Security Lending Facility o TSLF e Primary Dealers Credit Facility o PDCF). Infine, sempre per stabilizzare il mercato interbancario, istituì linee di swap tra banche centrali per attenuare nei mercati esteri le pressioni sul finanziamento soprattutto in dollari. Dopo il fallimento della Lehman Brothers, la FED decise di intervenire in maniera ancora più massiccia annunciando il 25 novembre 2008 un piano di *quantitative easing*, denominato QE1, per 700 miliardi di dollari. Tale misura riguardò sostanzialmente l'acquisto di titoli obbligazionari e di mortgage-backed securities (o MBS, cioè titoli derivati collegati ai mutui obbligazionari) emessi dalle agenzie governative (government sponsored enterprise) ritenuti tossici in quanto non più scambiabili sul mercato. Nel marzo 2009 gli acquisti raggiunsero la cifra di 1.150 miliardi di dollari (tra cui 300 miliardi di titoli di Stato USA a lungo termine), una somma pari circa al doppio della base monetaria negli Stati Uniti.

A distanza di anni possiamo sicuramente asserire che gli interventi della banca centrale americana furono indispensabili per scampare una catastrofe dalle dimensioni

colossali. Permisero di evitare una corsa agli sportelli e il fallimento di molti più istituti bancari che la sola Lehman Brothers, tra l'altro lasciata fallire anche per farne un monito ad evitare azzardi morali sulla logica del *"Too big to fail"*. E' anche vero però che la ripresa fu estremamente faticosa, nonostante le politiche fiscali espansive attuate dal governo Obama a partire del 2009. Proprio nel 2009 l'economia statunitense riprese a crescere ad un tasso relativamente basso seppur sostenuto e in concomitanza a ciò anche il mercato del lavoro diede segnali di ripresa (vedi Figura 2.1 e 2.2).

Figura 2.1: Crescita percentuale del Pil americano Figura 2.2: Variazione degli occupati negli Stati Uniti



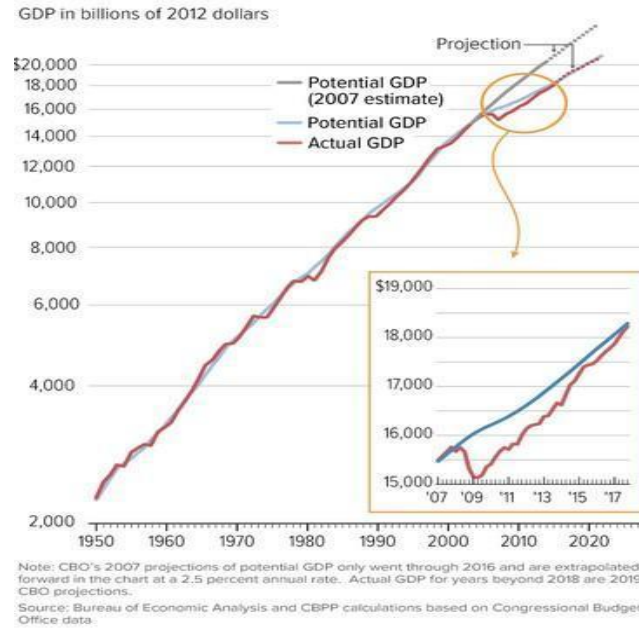
Fonte: Bureau of Economic Analysis

Fonte: Bureau of Labor Statistics

Nonostante ciò bisogna rilevare che gli effetti della crisi hanno creato una preoccupante e rilevante spaccatura tra il Pil potenziale americano e quello effettivamente registrato (vedi Figura 2.3), dovuto probabilmente agli alti e persistenti livelli di disoccupazione strutturale rilevati negli anni e in particolare al bassissimo tasso di crescita relativo dei salari (vedi Figura 2.4). Infatti, secondo uno studio del Centre on Budget and Policy

Priorities, il salario medio del lavoratore americano è cresciuto solamente di circa il 2% dagli anni post crisi al 2017, a fronte di poco più dell'1% di inflazione media.

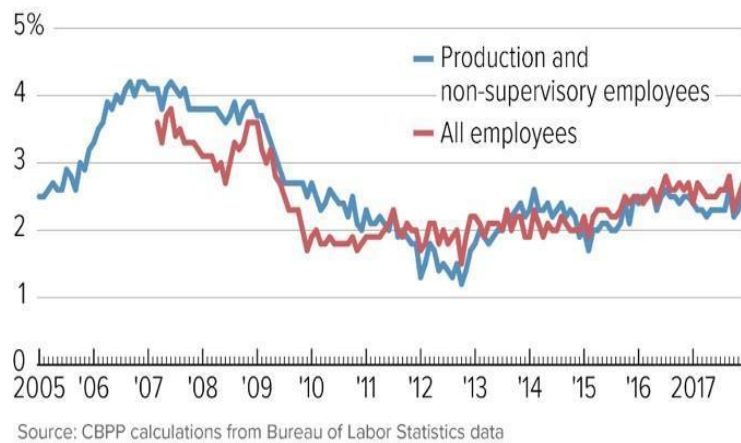
Figura 2.3: Differenza tra le proiezioni di crescita del Pil e Pil effettivamente registrato



Fonte: Bureau of Economic Analysis

Figura 2.4: Crescita percentuale dei salari nel settore privato

Change in private sector average hourly earnings from one year earlier



Fonte: Bureau of Labor Statistics

2.2 Le manovre durante la crisi da Covid-19

Se durante il periodo della Grande Recessione la FED fu accusata di essersi mossa in maniera troppo prudente, ritardando l'attuazione di misure di contenimento della crisi e intervenendo in maniera quantitativamente insufficiente, difficilmente si faranno le stesse osservazioni nella valutazione del comportamento della banca centrale nei confronti della situazione economica generata dalla pandemia da Covid-19. Infatti, a partire da metà marzo la FED è intervenuta tagliando i tassi di interesse fino allo 0,25% e annunciando di volerli mantenere tali finché non si assisterà a segnali di ripresa. A ciò si è affiancato un piano di interventi pressoché illimitato per puntellare i mercati e cercare di frenare spirali incontrollate di crisi finanziaria ed economica. Una sorta di “*whatever it takes*” da parte della Fed, necessario per ridare stabilità e fiducia al mercato. Nel concreto le misure prese sono un QE illimitato - solo nella settimana dell'annuncio delle misure ha indicato che rileverà 375 miliardi in titoli del Tesoro e 250 miliardi di bond garantiti da mutui-, la possibilità per le banche di ricevere liquidità a breve termine, col solo limite della disponibilità di titoli da offrire come collateral, detto programma Primary Dealer Credit Facility (PDCF), il Main Street Lending Program per sostenere prestiti a qualificate aziende di piccole e medie dimensioni, la riapertura del Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF), un programma di finanziamento a condizioni estremamente vantaggiose per gli investitori che comprano titoli legati a debito su carte di credito e in generale debito contratto dai consumatori. Inoltre la Fed ha varato due programmi, il Primary Market Corporate Credit Facility (Pmccf) e il Secondary Market Corporate Credit Facility (Smccf), che prevedono il primo l'acquisto diretto nel mercato primario di

bond aziendali di alta qualità, mentre il secondo l'acquisto nel mercato secondario di Etf che contengono obbligazioni corporate di alta qualità. Infine ha potenziato il programma di Cpff (Commercial Paper Funding Facility) col quale la Fed, attraverso una società veicolo, acquista obbligazioni di breve termine dalle aziende che rispettano certi requisiti.⁶

⁶<https://www.ilsole24ore.com/art/fed-qe-illimitato-contro-devastazioni-economiche-e-finanziarie-coronavirus-ADJcLJF>

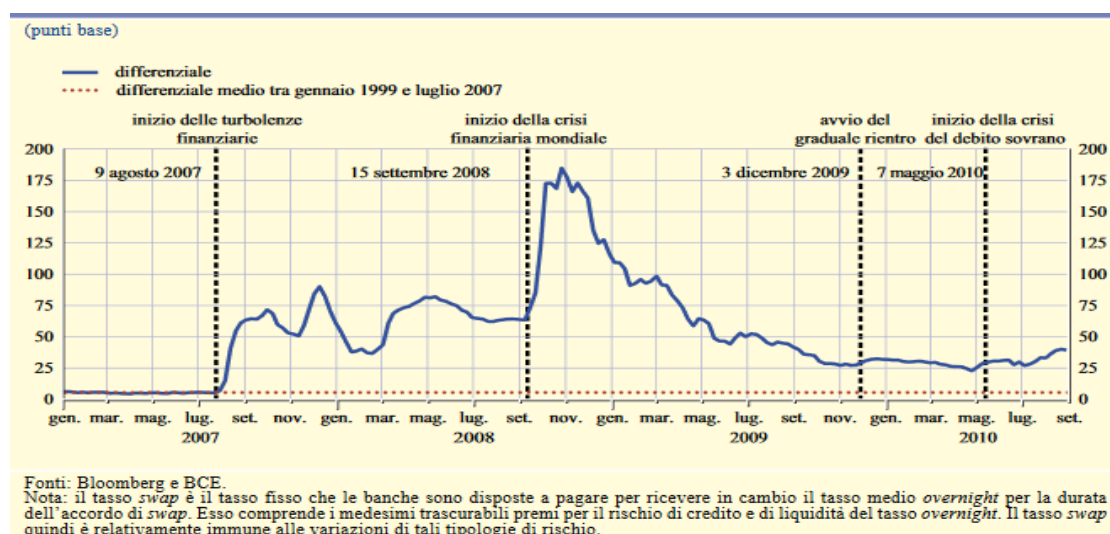
Capitolo 3

L'esperienza della Banca Centrale Europea

3.1 La risposta della Bce alla crisi finanziaria⁷

Il 9 agosto 2007, le forti tensioni sul mercato interbancario che stavano colpendo gli Stati Uniti hanno raggiunto anche il mercato europeo. Una generale crisi di sfiducia si è diffusa tra le istituzioni bancarie, facendo impennare il tasso Euribor (vedi Figura 3.1).

Figura 3.1: Differenziale tra l'Euribor a 3 mesi e il tasso dei contratti swap su indici overnight



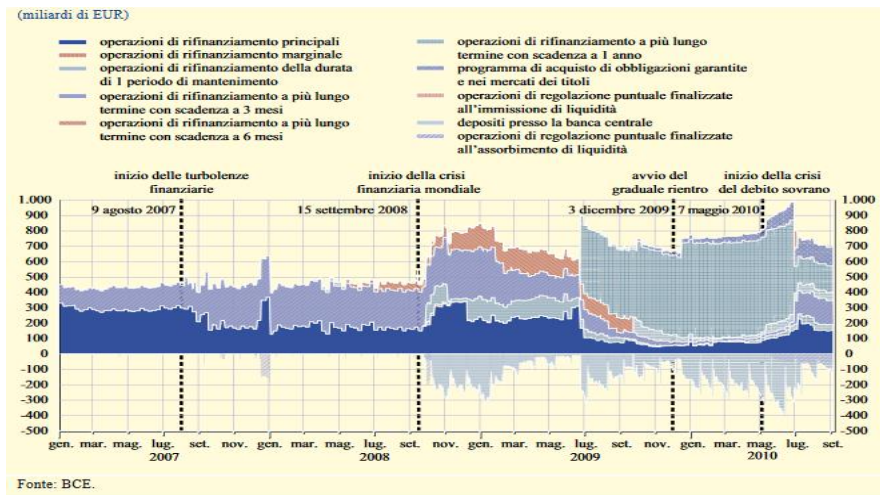
Fonte: Bloomberg e Bce

⁷ Si veda: BCE (2010). "La risposta della Bce alla crisi finanziaria", Bollettino Mensile, Ottobre, pp. 61-78.

La BCE ha reagito immediatamente e, nello stesso giorno, ha consentito alle banche dell'area dell'euro di ottenere a fronte di garanzie l'intero ammontare di liquidità di cui avevano bisogno, su base *overnight*, al tasso in essere sulle operazioni di rifinanziamento principali. Nel complesso, le banche hanno ottenuto liquidità per 95 miliardi di euro, a indicazione della gravità dello shock. Nei mesi successivi la BCE ha condotto operazioni supplementari di rifinanziamento con scadenza a tre e sei mesi. Inoltre, in considerazione delle tensioni nel mercato valutario e sulla base di un accordo di *swap* con il Federal Reserve System, la BCE ha anche iniziato a fornire liquidità in dollari statunitensi a fronte di garanzie denominate in euro. A luglio 2008 però, la Bce temendo aspettative inflazionistiche ha alzato i tassi di interesse - dal 4% al 4,25%-, una mossa difficilmente giustificabile in una situazione nella quale sembrava ormai chiaro che di lì a brevissimo la situazione negli Stati Uniti sarebbe precipitata, portando con sé diversi istituti di credito anche europei che avevano investito in derivati. Col fallimento di Lehman Brothers si è aperto un periodo di grandissima incertezza nel quale le banche hanno costituito ingenti riserve di liquidità, rimuovendo nel contempo i rischi dai bilanci e inasprendo le condizioni di offerta dei prestiti, facendo sì che la crisi si propagasse nel settore reale. Conseguentemente la Bce, in un'azione concordata e sincronizzata con altre banche centrali quali la Fed e la BoE, l'8 ottobre ha ridotto i tassi di 50 punti base. Nei mesi seguenti i tassi di interesse sono stati ulteriormente ridotti, con il risultato che tra ottobre 2008 e maggio 2009 la BCE ha abbassato nel complesso il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 325 punti base, portandolo all'1%. Inoltre, temendo che le banche riducessero rapidamente l'offerta di prestiti e trasmettessero il conseguente aumento dei costi di finanziamento da loro sostenuti alle famiglie e alle

imprese sotto forma di interessi più elevati sul credito, bloccando così il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, la Bce ha attuato tre misure eccezionali, catalogate in seguito come “non convenzionali”: in primo luogo, l'Eurosistema ha iniziato ad applicare una procedura d'asta “a tasso fisso e con piena aggiudicazione degli importi” in tutte le operazioni di rifinanziamento, assicurando un'offerta illimitata di liquidità della banca centrale al tasso applicato sulle operazioni di rifinanziamento principali e a fronte di adeguate garanzie, in secondo luogo, la lista delle attività stanziabili in garanzia nelle operazioni di rifinanziamento è stata estesa per agevolare ulteriormente l'accesso alle operazioni dell'Eurosistema nell'intento di ridurre i vincoli dal lato dell'attivo di bilancio delle banche. Allo stesso tempo, l'elenco delle controparti ammesse alle operazioni di regolazione puntuale è stato ampliato, con un incremento da circa 140 controparti idonee ad approssimativamente 2.000. In terzo luogo, ha provveduto a introdurre operazioni di rifinanziamento a più lungo termine; le scadenze più lunghe hanno consentito alle banche di contenere il disallineamento nel proprio bilancio tra investimenti e finanziamenti. Infine, nel maggio 2009 la Bce ha annunciato un programma di acquisto di obbligazioni garantite denominate in euro emesse nel periodo fino a giugno 2010 per un importo di €60 miliardi.

Figura 3.2: Immissione e assorbimento di liquidità da parte dell'Eurosistema

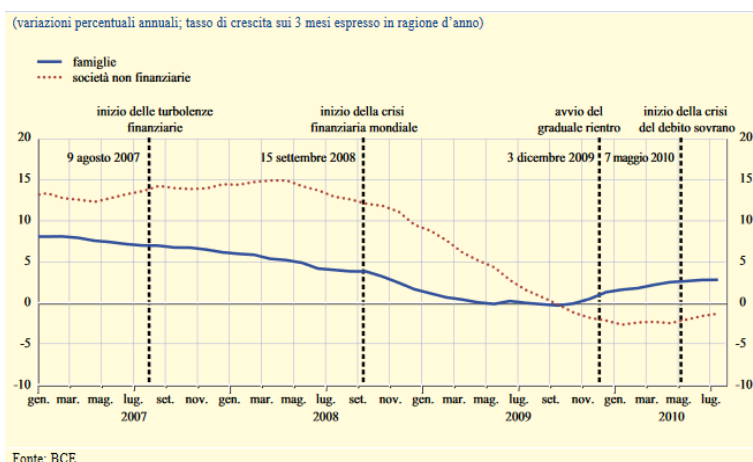


Fonte: BCE

Nel corso del 2009 i mercati finanziari hanno mostrato segnali di crescente stabilizzazione. I differenziali nel mercato monetario si sono gradualmente ridotti, mentre i mercati azionari e obbligazionari si sono riattivati. Anche i tassi sui prestiti bancari sono diminuiti sostanzialmente in linea con i tassi di mercato, dimostrando che l'attuazione delle misure non convenzionali della BCE è stata efficace nel preservare il normale funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Allo stesso tempo, le misure straordinarie di politica monetaria sono riuscite a sostenere l'offerta di credito all'economia reale attenuando le difficoltà di raccolta nel settore bancario. La crescita dei prestiti alle famiglie ha registrato una ripresa contestuale a quella dell'attività economica. L'espansione dei prestiti alle società non finanziarie, che a luglio 2010 si situava ancora in territorio negativo, ha evidenziato uno sfasamento temporale rispetto a tale evoluzione in linea con i profili storici. Questa differenza tra settori è riconducibile a

un incremento della domanda di mutui da parte delle famiglie quando i prezzi delle abitazioni e i tassi di interesse scendono e si rafforzano le aspettative di una ripresa. Le società, invece, per finanziarsi preferiscono solitamente avvalersi dei fondi interni prima di ricorrere al finanziamento bancario⁸ (vedi Figura 3.3). Infine, il ruolo favorevole del maggiore sostegno al credito della BCE si rispecchia altresì nei risultati dell'indagine sul credito bancario per l'area dell'euro che evidenzia come le preoccupazioni delle banche nella concessione di prestiti sia man mano diminuita, permettendo un miglior funzionamento del meccanismo di trasmissione di politica economica (vedi Figura 3.4).

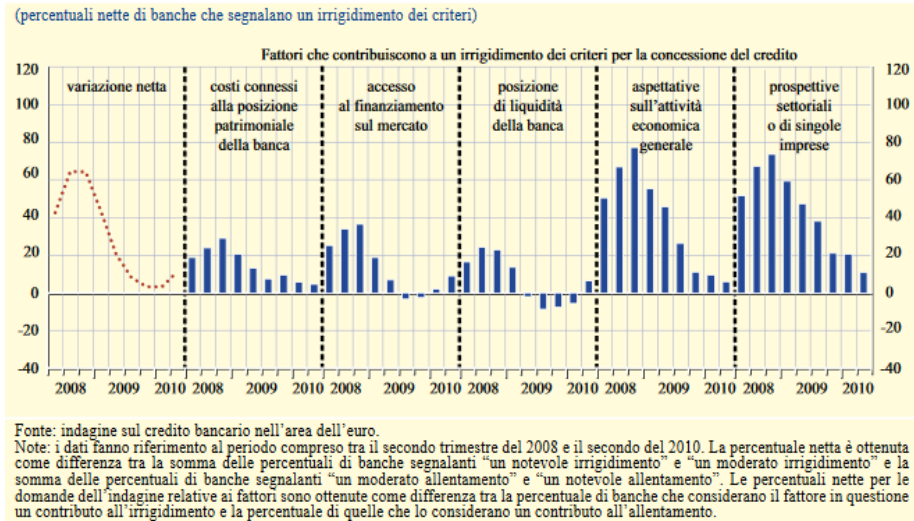
Figura 3.3: Prestiti al settore privato



Fonte: BCE

⁸ Bollettino mensile Bce ottobre 2010, pag 74

Figura 3.4: Variazioni dei criteri applicati per l'approvazione di prestiti o linee di credito alle imprese



Fonte: BCE

3.2 Le misure della Bce nella crisi da Covid-19

Per contenere la diffusione del virus, in Europa sono state applicate misure di quarantena obbligatoria in molti dei principali Paesi: Francia, Germania, Olanda, Italia e Spagna. Conseguentemente la crisi dovuta allo stallo delle attività produttive e della domanda di beni e servizi da parte dei consumatori ha avuto un effetto estremamente impattante. Per alcuni settori trainanti, come quello industriale, è prevista una perdita del 40% dovuta alle misure di *lockdown*.

Perdite settoriali iniziali dovute a misure rigide di lockdown

(in percentuale del valore aggiunto lordo)

Settore	Perdita
Agricoltura	10
Industria (esclusi settore manifatturiero e costruzioni)	40
Settore manifatturiero	40
Costruzioni	40
Commercio al dettaglio, trasporti, servizi di alloggio, attività di ristorazione	60
Informazione, comunicazione	10
Attività finanziarie e assicurative	10
Attività immobiliari	20
Attività professionali, scientifiche, amministrative e tecniche	30
Pubblica amministrazione	10
Attività artistiche, di intrattenimento, ricreative e altre attività	30

Fonte: esperti della BCE.

Per far fronte a tale situazione la BCE ha adottato misure prevalentemente non convenzionali, anche per via del livello dei tassi di interesse dell'area euro che già da diversi anni navigano in territorio negativo, rendendo poco efficace, se non dannoso, un ulteriore abbassamento. Il provvedimento sicuramente più importante è il Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP). Si tratta di un programma di *quantitative easing* della portata di 1350 miliardi di euro⁹ con il quale la BCE andrà ad acquistare titoli di Stato - per la prima volta anche greci- in base alle cosiddette *capital keys*, *commercial paper*, ossia strumenti di finanziamento a breve termine utilizzati dalle imprese per finanziarie fabbisogni di capitale circolante, obbligazioni aziendali, titoli cartolarizzati e obbligazioni bancarie garantite. Lo scopo di questa misura dalle dimensioni imponenti è “ridurre i costi di finanziamento e di incrementare il credito

⁹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200604~a307d3429c.it.html>

nell'area dell'euro. Ciò, a sua volta, dovrebbe aiutare i cittadini, le imprese e le amministrazioni pubbliche ad accedere ai fondi di cui possono avere bisogno per affrontare la crisi.”¹⁰ In aggiunta al PEPP, la BCE si è occupata di far sì che le banche avessero la liquidità necessaria, impedendo che l'incertezza sulle aspettative future e in generale sull'andamento dell'economia bloccasse il fluire della moneta all'economia reale. Per far ciò si sono attuate operazioni di rifinanziamento strutturale a lungo termine (LTRO) e *pandemic emergency longer-term refinancing operations (PELTROs)* a condizioni particolarmente vantaggiose, tanto che per quest'ultime il tasso di interesse sarà 25 punti base in meno rispetto al tasso medio applicato dall'Eurosistema, attualmente pari a zero¹¹. Inoltre, per potenziare il sostegno all'economia reale è stato varato un terzo programma di *targeted longer-term refinancing operations (TLTRO III)*, prevedendo prestiti alle banche fino al 50% del credito concesso da quest'ultime a società non finanziarie e alle famiglie.¹² Infine sono stati abbassati i requisiti dei *collateral* che gli istituti finanziari devono portare alla BCE per ricevere dei finanziamenti.¹³

¹⁰ <https://www.ecb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.it.html>

¹¹ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200430_1~477f400e39.en.html

¹² https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200312_1~39db50b717.en.html

¹³ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200407~2472a8ccda.en.html>

Capitolo 4

L'esperienza della Bank Of England

4.1 Grande Recessione: la politica monetaria della BoE

L'Inghilterra fu il primo Paese europeo a fare i conti con la crisi finanziaria sviluppatasi negli Stati Uniti nel 2007/08. Questo per via degli estesi rapporti tra le banche inglesi e quelle oltreoceano. Lampante fu il caso della Northern Rock che, sfruttando un modello operativo altamente instabile e rischioso, si indebitava a breve nel mercato americano per poi offrire mutui nel mercato inglese. Quando la crisi iniziò a diffondersi negli Stati Uniti, il mercato interbancario subì una fortissima contrazione della liquidità offerta e la Northern Rock si trovò sprovvista di fonti di approvvigionamento, di conseguenza fu costretta a rivolgersi al governo inglese. I correntisti, appresa la notizia, corsero a ritirare i propri depositi temendo che la banca non sarebbe stata in grado di rimborsarli. La situazione si risolse nel febbraio 2008 con la nazionalizzazione della Northern Rock.

Una delle manovre principali attuate dalla BoE per arginare la crisi fu la riduzione dei tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento. Infatti dal 5,25% del dicembre 2007 scesero fino allo 0,5% del marzo 2009¹⁴ per far sì che per le banche fosse più semplice rifornirsi presso la banca centrale. Sempre per perseguire questa finalità il 12 dicembre

¹⁴ <https://www.bankofengland.co.uk/boeapps/database/Bank-Rate.asp>

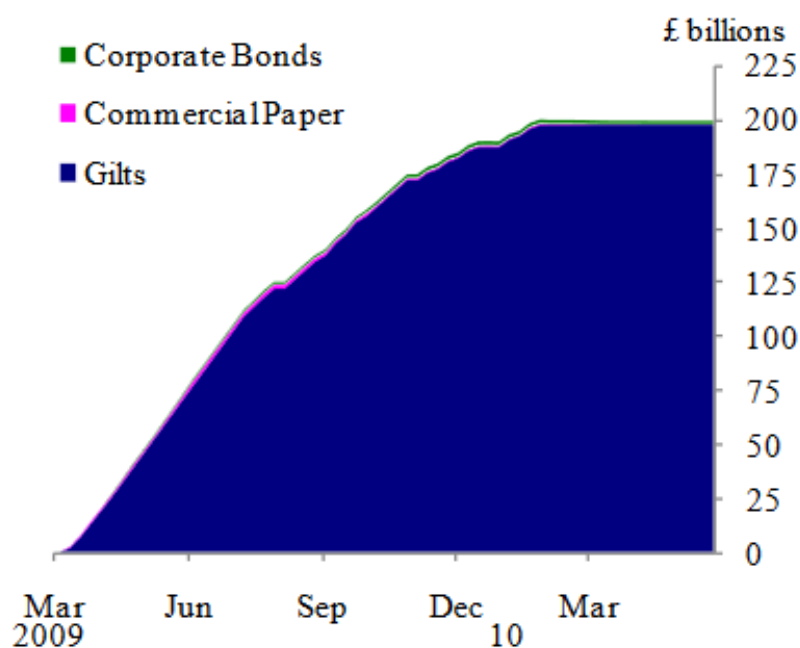
2007 fu istituito l'ELTRS (extended collateral long term repos), un programma di rifinanziamento a lungo termine che aveva la particolarità di accettare come collateral una maggiore quantità di titoli, tra cui *AAA-rated residential mortgage-backed securities (RMBS)*. Inizialmente furono stanziati 10 miliardi di sterline ma col proseguire degli anni, e in particolare nel 2009, la cifra di finanziamenti in sospeso alle banche raggiunse i 180 miliardi di sterline.¹⁵ Inoltre furono attuati due programmi per rifornire di liquidità gli istituti bancari: il SLS (*special liquidity scheme*) e il DWF (*discount window facility*). Si trattò di interventi molto peculiari: prevedevano infatti la possibilità per le banche di cedere alla BoE titoli illiquidi di alta qualità e ricevere invece in cambio titoli ad alta liquidità, salvo poi restituirli nei tempi concordati. Attraverso questi strumenti la BoE riuscì a perseguire contemporaneamente due obiettivi: non appesantire il proprio bilancio e allo stesso tempo fornire alle banche un mezzo per procurarsi denaro. Infine a marzo 2009 la BoE annunciò la creazione dell' Asset Purchase Facility (APF), un meccanismo attraverso il quale la banca centrale sarebbe andata ad acquistare titoli pubblici e privati con lo scopo di diminuire i rendimenti, far affluire denaro all'economia reale e far sì che i tassi di mercato si accostassero sempre più a quelli proposti dalla stessa BoE¹⁶. Al termine del programma, nel febbraio 2010, si sono registrati acquisti per 200 miliardi di sterline di cui 198 miliardi erano titoli di stato¹⁷ (vedi Figura 4.1).

¹⁵ BoE-Quarterly Bulletin "The Bank's balance sheet during the crisis" 2010, p 37

¹⁶ <https://www.theguardian.com/business/2009/mar/05/interest-rates-quantitative-easing>

¹⁷ Joyce M., Lasaosa A., Stevens I., Tong M. (2011) "The financial market impact of quantitative easing in the United Kingdom", *International Journal of Central Banking*, 7(3), pp. 113-161.

Figura 4.1: Composizione dei titoli acquistati tramite QE dalla BoE

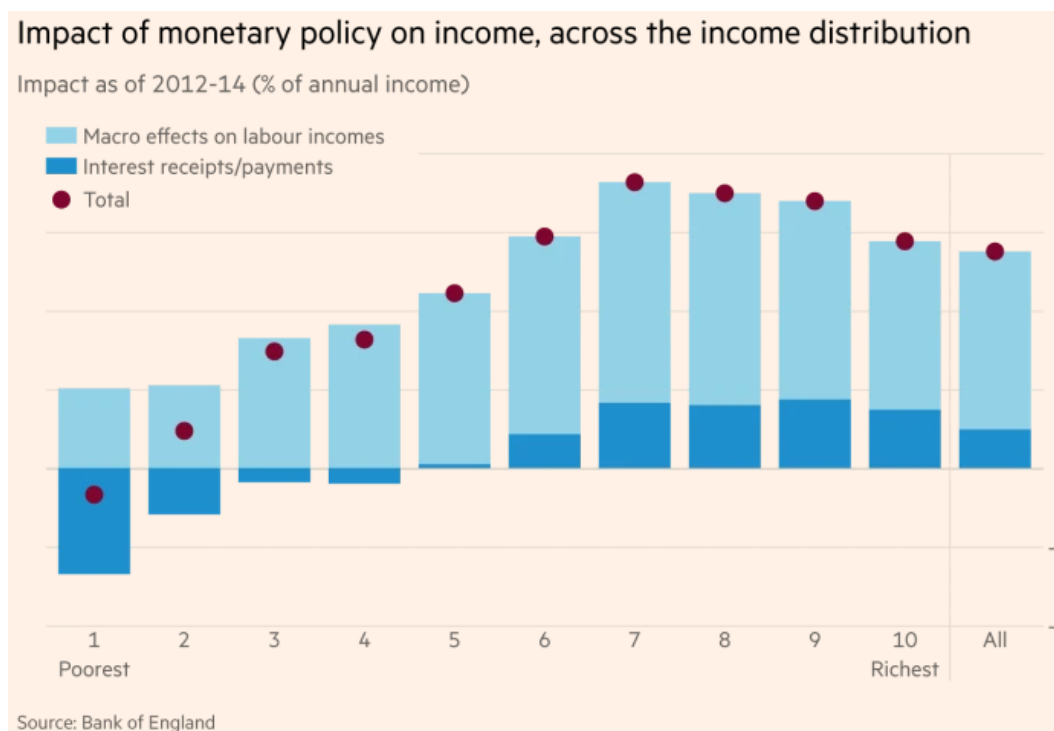


Fonte: BoE

Le politiche attuate dalla BoE sono state sicuramente d'aiuto per l'economia inglese. A tal riguardo si è espresso anche Andy Haldane, direttore esecutivo dell'analisi e delle statistiche monetarie presso la Banca d'Inghilterra. Egli ha sottolineato come le misure espansive di politica monetaria attuate durante la crisi hanno avuto la capacità di contenere la disoccupazione che avrebbe raggiunto il 12% nel suo massimo e non l'8% come si è in realtà registrato¹⁸. Inoltre i dati mostrano che grazie agli interventi della banca centrale, il cittadino medio inglese ha ricevuto un salario di circa il 20% superiore rispetto a quanto avrebbe percepito senza di essi (vedi Figura 4.2).

¹⁸ <https://www.ft.com/content/4231c5a0-3caf-11e8-b9f9-de94fa33a81e>

Figura 4.2: Impatto della politica monetaria sui salari

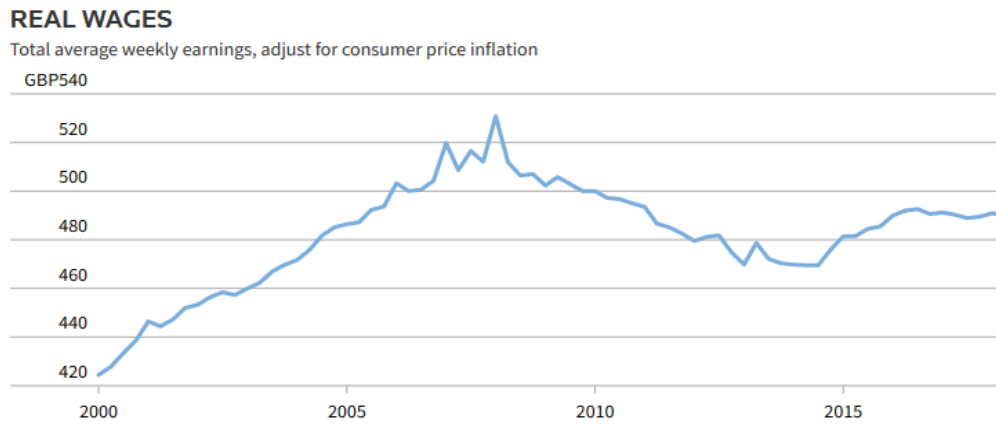


Fonte: BoE

E' anche pur vero che la crisi ha lasciato profonde cicatrici nell'economia inglese. Infatti il livello dei salari reali del 2018 risulta essere pressoché pari a quello del 2005, evidenziando che i salari sono aumentati percentualmente ad un tasso di crescita molto inferiore rispetto a quello riguardante l'economia britannica negli anni successivi alla crisi. In aggiunta anche la produttività generale dell'economia inglese ha fatto registrare livelli molto più bassi degli standard pre crisi (vedi Figura 4.3 e 4.4).¹⁹

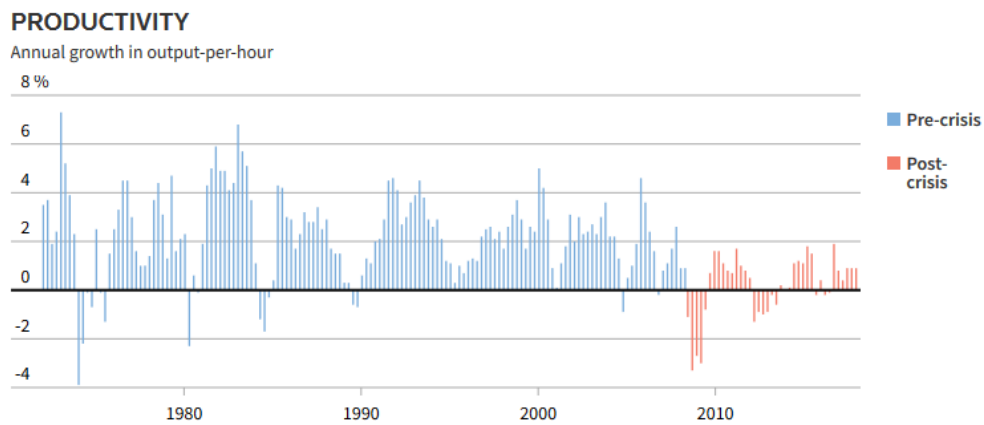
¹⁹ <https://uk.reuters.com/article/uk-britain-economy-crisis-graphic/britains-lasting-scars-from-the-financial-crisis-idUKKCN1LX0FY>

Figura 4.3: Media dei guadagni reali settimanali



Fonte: Office for National Statistics | Bank of England

Figura 4.4: Crescita annuale nel rapporto output/ora



Fonte: Office for National Statistics | Bank of England

4.2 Il programma della BoE nella crisi da Covid-19

Come le banche centrali di molti Paesi, la BoE è intervenuta su due piani: il primo

riguarda l'erogazione di liquidità bancaria per evitare che il meccanismo di trasmissione venga bloccato dall'incertezza economica derivante dalla pandemia e si manifesti una situazione di *credit crunch*. Per far ciò ha provveduto ad abbassare ulteriormente i tassi di interesse fino allo 0,1% e ha istituito un nuovo canale con il quale gli istituti bancari possono ricevere liquidità in cambio di titoli: la *Contingent Term Repo Facility (CTRF)*²⁰. In secondo luogo la BoE ha cercato di supportare il più direttamente possibile l'economia reale attraverso due metodi: il *Term Funding Scheme with additional incentives for SMEs (TFSME)* e la *Covid Corporate Financing Facility (CCFF)*. Nel primo caso si tratta di prestiti aggiuntivi alle banche per importi pari al 10% del totale del credito che hanno erogato all'economia reale, oltre a un'ulteriore quantità di fondi messi a disposizione per istituti bancari che incrementano i prestiti a istituzioni non finanziarie, con un occhio di riguardo nei confronti delle piccole e medie imprese.²¹ Nel secondo caso invece ci si riferisce alla creazione di un fondo gestito dalla banca centrale che andrà ad acquistare nel mercato primario e secondario obbligazioni emesse da imprese che contribuiscono all'economia inglese. Questo per far sì che il costo del debito per le aziende rimanga contenuto e che, nonostante le condizioni economiche incerte, le imprese inglesi trovino fonti di finanziamento.²² Infine è stato potenziato il piano di *quantitative easing* di ulteriori 200 miliardi di sterline, prevedendo di acquistare una quantità maggiore di titoli di Stato al fine di contenere il costo dell'indebitamento pubblico²³.

²⁰ <https://www.bankofengland.co.uk/news/2020/march/boe-launches-contingent-term-repo-facility>

²¹ <https://www.bankofengland.co.uk/markets/market-notices/2020/term-funding-scheme-market-notice-march-2020>

²² <https://www.bankofengland.co.uk/markets/market-notices/2020/ccff-market-notice-march-2020>

²³ <https://research.stlouisfed.org/publications/economic-synopses/2020/04/21/central-bank-responses-to-covid-19>

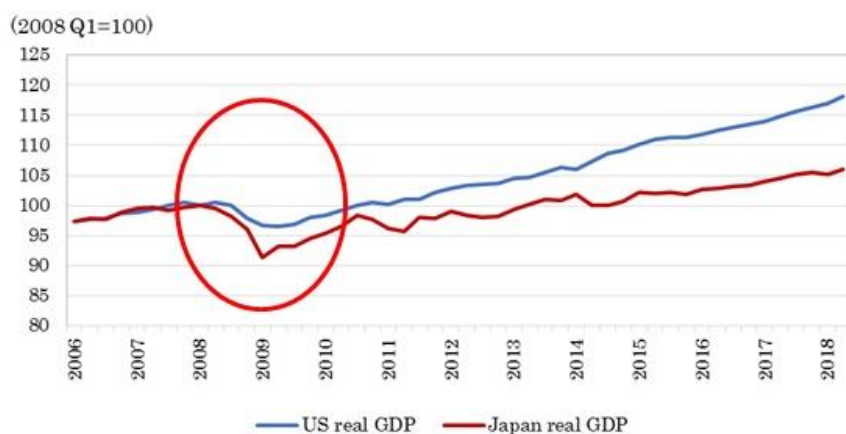
Capitolo 5

L'esperienza della Bank of Japan

5.1 La Grande Recessione: come la BoJ ha combattuto la crisi

Il caso del Giappone è il più peculiare tra quelli visti finora. Infatti, nonostante la bassissima esposizione delle banche nipponiche nei mercati dei derivati collegati a mutui subprime²⁴, il Giappone fu colpito dalla crisi ancora più duramente che gli Stati Uniti, sia in termini di Pil reale che in termini di crescita percentuale dello stesso (vedi Figura 5.1 e 5.2).

Figura 5.1: Pil di Giappone e Usa a confronto

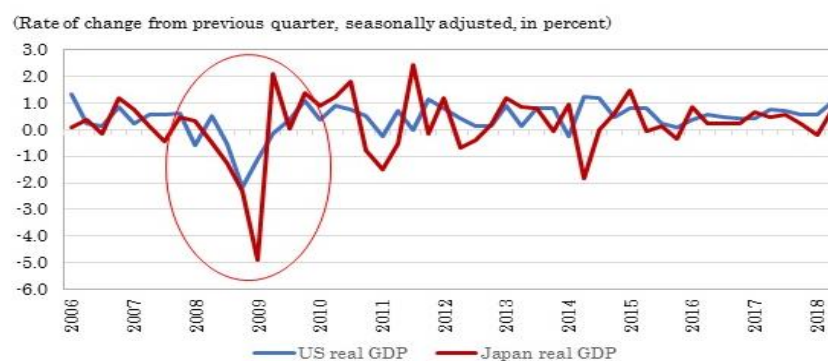


(Data Source) Japan: Cabinet Office, United States: Federal Reserve Bank of St. Louis

Fonte: Japan Cabinet Office e FED

²⁴ Vollmer U. e Bebenroth, R. (2012). "The Financial Crisis in Japan: Causes and Policy Reactions by the Bank of Japan", *European Journal of Comparative Economics*, 9,1, pp. 51-77.

Figura 5.2: Tasso di crescita del Pil di Giappone e Usa a confronto



(Data Source) Japan: Cabinet Office, United States: Federal Reserve Bank of St. Louis
Fonte: Japan Cabinet Office e FED

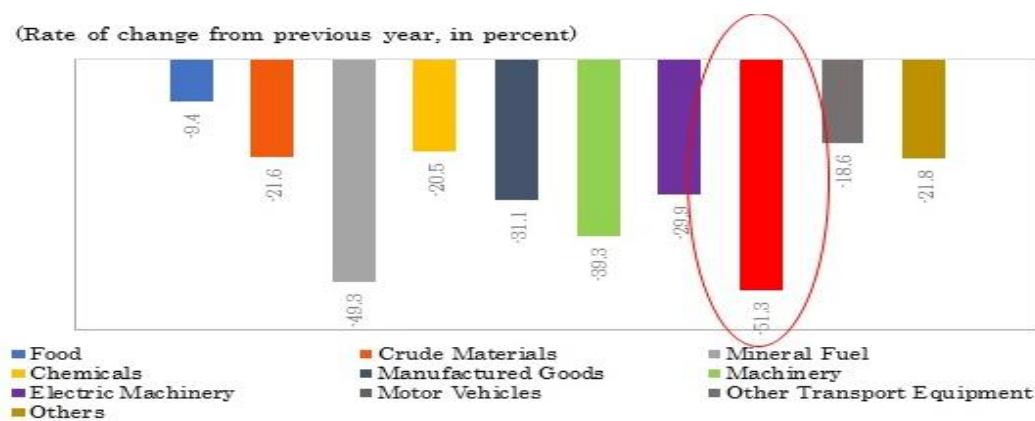
La spiegazione di questa anomalia è ascrivibile al rilevante peso delle esportazioni nell'economia del Paese²⁵. Inoltre gli Usa erano i maggiori importatori di beni giapponesi, in particolare di automobili. Con l'avanzare della crisi molti consumatori, specialmente americani, decisero di rimandare acquisti non strettamente necessari, come autoveicoli o dispositivi elettronici. Di conseguenza diminuirono le importazioni dal Giappone, con risvolti disastrosi in vari settori, tra cui quello automobilistico che rappresentava il 17%²⁶ delle esportazioni totali del Paese e che subì una contrazione del 51,3% nel 2009, il settore dei macchinari e quello dell'elettronica (vedi Figura 5.3).

²⁵ <https://www.jcer.or.jp/english/why-was-japan-struck-so-hard-by-the-2008-crisis>

²⁶ Fonte dei dati: ministero delle finanze del Giappone.

Per far fronte a questa situazione la BoJ si adoperò nel fornire liquidità all'economia reale, incrementando la frequenza e la quantità delle *commercial paper repo operations*²⁷ - operazioni con le quali gli istituti finanziari vendono CP alla banca centrale, salvo poi, trascorso un periodo di tempo stabilito, riacquistarli a un prezzo maggiorato. Venne poi istituito un nuovo canale, attraverso il quale le

Figura 5.3: Caduta nel valore delle esportazioni nel 2009 per settore



Fonte: Ministero delle finanze del Giappone

banche potevano rifornirsi di una quantità pressoché illimitata di liquidità portando come *collateral* obbligazioni societarie, chiamato *Special Funds-Supplying Operations to Facilitate Corporate Financing*. Infine, la BoJ annunciò l'inizio di un programma di acquisto diretto di *commercial papers*²⁸ e obbligazioni societarie²⁹. La quantità di risorse dispiegate dalla banca centrale giapponese fu sicuramente ingente, come dimostrano i grafici sottostanti (vedi figura 5.4 e 5.5).

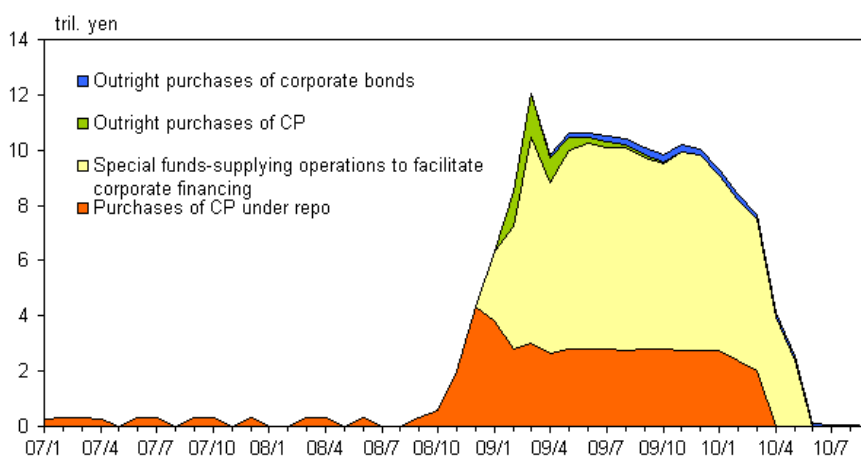
²⁷ https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2008/un0810d.pdf

²⁸ https://www.boj.or.jp/en/mopo/measures/mkt_ope/ope_g/index.htm/

²⁹ https://www.boj.or.jp/en/mopo/measures/mkt_ope/ope_l/index.htm/

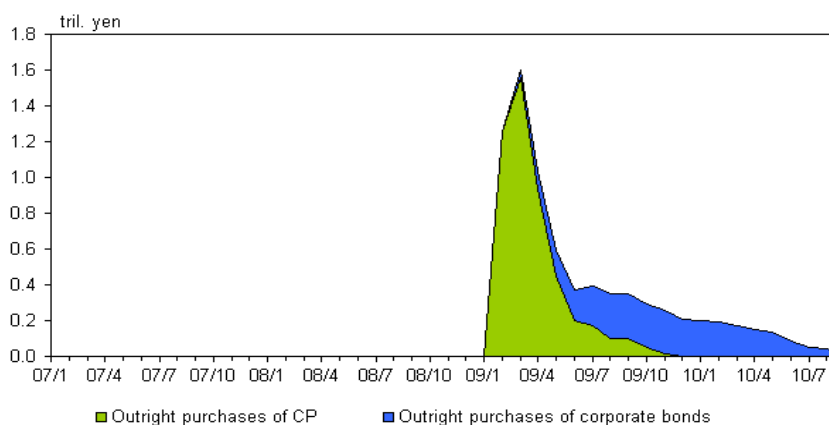
Gli interventi però non finirono qui: per stabilizzare il mercato la BoJ abbassò i tassi di rifinanziamento principale allo 0,3%, estese le operazioni di *security lending* e abbassò il costo derivante dal riacquisto di titoli allo 0.5%, implementò un piano di rifinanziamento per le banche dal valore di 1 bilione di yen (circa 8,2 miliardi di euro) e estese la cerchia di titoli acquistabili tramite *quantitative easing*³⁰.

Figura 5.4: Ammontare di operazioni riguardanti *Corporate Debt*



Fonte: BoJ

Figura 5.5: Ammontare di *Corporate Debt* acquistato in maniera definitiva dalla BoJ

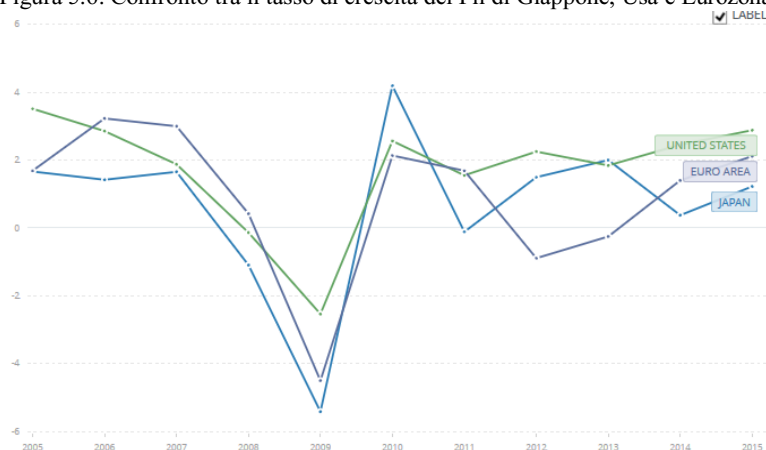


Fonte: BoJ

³⁰ <https://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/cfc.htm/>

E' possibile sostenere che le misure adottate dalle BoJ si sono rivelate adeguate a risollevare l'economia, infatti, superato il momento più nero della crisi, raggiunto col -5,4% di crescita sul Pil del 2009, si è registrato un rimbalzo positivo già nel 2010, con una crescita del 4,2%, molto maggiore rispetto quella degli Usa e dei Paesi dell'area euro nonostante questi ultimi avessero subito contraccolpi minori sui propri tassi di crescita (vedi Figura 5.6).

Figura 5.6: Confronto tra il tasso di crescita del Pil di Giappone, Usa e Eurozona



Fonte: The World Bank

Ciò è riconducibile in particolare a una ripresa delle esportazioni (+6,3%), specialmente verso la Cina. E' necessario però sottolineare come a questa crescita repentina sia seguito un ulteriore periodo negativo per l'economia giapponese, in particolare tra il 2010 e il 2011, con il raggiungimento dei tassi di crescita pre crisi solo nel 2013. Questo si lega al problema della deflazione che affligge l'economia nipponica dagli inizi degli anni '00 e che nemmeno la politica monetaria estremamente espansiva adottata durante gli anni della Grande Recessione è riuscita a curare.³¹ Infatti un livello

³¹ Patrick Hugh (2009). *Japan's Deep Recession and Protracted Recovery*, Columbia University

rilevante di deflazione aumenta i tassi di interesse reali, fa da deterrente per gli investimenti delle imprese e per i consumi delle famiglie, diminuisce l'efficacia degli strumenti di politica monetaria tradizionali e più in generale genera aspettative avverse nei confronti del futuro.

5.2 Gli strumenti della BoJ nella crisi da Covid-19

Durante l'emergenza economica generata dall'espandersi del Covid-19, la BoJ, come molte delle sue pari grado, è intervenuta per potenziare gli strumenti attraverso i quali rifornisce liquidità agli istituti bancari e per sostenere le imprese, provate dalla rilevante contrazione della domanda. Più nello specifico ha potenziato la *Securities Lending Facility (SLF)* mettendo a disposizione delle banche una maggiore quantità di titoli di stato.³² Ha poi annunciato un nuovo programma di supporto per le piccole e medie imprese chiamato *Special Funds-Supplying Operations to Facilitate Corporate Financing* il cui funzionamento è il seguente: verranno stanziati fondi per 23 bilioni di yen (188 miliardi di euro) che verranno concessi alle banche ad un tasso dello 0%, accettando come *collateral* qualsiasi titolo di debito privato, inclusi di titoli di debito domestico. In aggiunta verrà riconosciuto alle banche un interesse dello 0,1% sulla somma di denaro ricevuta tramite questo canale e prestata all'economia reale³³. Inoltre, è previsto un programma di acquisto di Cp e *corporate bonds* per un totale di 20 bilioni di yen (164

³² https://www.boj.or.jp/en/mopo/measures/mkt_ope/ope_b/index.htm/

³³ https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2020/k200427a.pdf

miliardi di euro). Infine, per evitare che la situazione di incertezza vada ad influire negativamente sui mercati finanziari, è stato annunciato un programma di QE illimitato, con lo scopo di mantenere il rendimento sui titoli di stato a dieci anni attorno lo zero.³⁴

³⁴ https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2020/k200522b.pdf

Capitolo 6

L'esperienza della People's Bank of China

6.1 La politica monetaria cinese durante la Grande Recessione

Gli effetti della Grande Recessione si fecero sentire in maniera moderata in Cina soprattutto per le modeste perdite dovute alla detenzione di strumenti finanziari collegati ai mutui subprime. E' infatti stato stimato che il valore di tali perdite nelle tre più grandi banche commerciali cinesi non abbia superato 2,8 miliardi di dollari, ovvero l'1,08% del capitale totale e lo 0,05% dell'attivo complessivo delle medesime³⁵. Ciononostante anche l'economia cinese subì un rallentamento, pur rimanendo a livelli molto alti: nel 2009 il tasso di crescita del Pil si attestò attorno al 6%, in contrasto con un valore superiore al 10% registrato agli inizi del 2008. Le cause sono da imputare alla diminuzione delle esportazioni, dovuta alla situazione globale di crisi, con conseguente restrizione del consumo da parte di famiglie e imprese. Nella prima metà del 2009 il tasso di crescita delle esportazioni fece registrare un drammatico -21.8%. Di conseguenza molte imprese, in particolare manifatturiere, tentarono di ridurre le scorte di magazzino, troppo ampie alla luce della situazione di crisi, generando spinte deflazionistiche.³⁶ Per far fronte a tale situazione la *People's Bank of China* (PBC) intervenì in 4 modi diversi. In primo luogo, a partire da settembre 2008, la PBC ridusse i tassi di interesse sui prestiti e sui depositi in

³⁵ Kawai, Lamberte, Yang (2008). *East asian experiences and policy lessons in managing capital flows*

³⁶ Liqing Zhang "China's Policy Responses to the Global Financial Crisis: Efficacy and Risks"

cinque occasioni, portandoli rispettivamente dal 7,2% all'5,31% e dal 4,14% al 2,25%³⁷, con l'obiettivo di stimolare la domanda di credito, contribuendo a una più stabile domanda aggregata e alla stabilità del mercato³⁸. In secondo luogo, nel 2008 la PBC tagliò i requisiti di riserva obbligatoria quattro volte di seguito. Nello specifico, per le grandi istituzioni finanziarie la percentuale totale sui depositi scese dal 17,5% al 15,5%, mentre per gli altri istituti finanziari si passò dal 16,5% al 13,5%, rilasciando un totale di 800 miliardi di yen- circa 100 miliardi di euro (fonte: PBC). In terzo luogo, la banca centrale cinese, nel periodo che va da luglio 2008 a giugno 2009, aumentò la frequenza e la rilevanza delle operazioni di mercato aperto, con l'obiettivo di rafforzare il mercato finanziario, rifornendolo dal lato della domanda e dell'offerta.³⁹ Infine, venne introdotto un nuovo strumento di politica monetaria, il *Term Auction Facility (TAF)*. Attraverso di esso le banche (anche estere con filiali in Cina) potevano partecipare ad aste per assicurarsi prestiti garantiti a breve scadenza.

Il risultato di una serie di misure così imponenti fu evidentissimo: il mercato bancario fu inondato di liquidità e solamente nella prima metà del 2009 si registrò un aumento del credito bancario di 7,3 bilioni di yuan (900 miliardi di euro), più dell'obiettivo che la PBC si era prefissata per l'intero anno. Per capire l'enormità di tale numero basti pensare che nel 2006 e 2007 la crescita annuale era stata rispettivamente di 3,18 bilioni di yuan e

³⁷ Yu Wang (2013). *The adjustment of China's monetary policy stance in the face of global volatility*. pp. 143-148, BIS Paper No 70

³⁸ People's Bank of China (2010). *Central bank instruments to deal with the crisis – from the perspective of the People's Bank of China*, pp.131-132, BIS Papers No 54

³⁹ PBC "Monetary policy instruments to support interbank lending in local currency"

3,63 bilioni di yuan. Gran parte della liquidità in eccesso che non venne concessa come credito all'economia reale finì nel mercato interbancario. I tassi sull'interbancario si abbassarono così tanto che per un breve periodo di tempo si verificò una situazione che fu descritta negli ambienti bancari cinesi come *'flour being more expensive than bread'*⁴⁰: i tassi sui prestiti tra banche erano più bassi di quelli pagati dalle stesse sui depositi.

L'enorme operazione di politica monetaria espansiva condotta dalla PBC durante gli anni della Grande Depressione fu sicuramente un rilevante successo in termini di crescita del Pil e portò la Cina a poter essere definita a tutti gli effetti il primo Paese al mondo fuori dalla crisi. Allo stesso tempo però sono state sollevate molte critiche attorno ad un modo di agire così deciso. La prima critica si basa sull'assunto che l'economia cinese è da anni in una situazione di sovrapproduzione e riesce a sostenere il suo modello di crescita grazie all'esportazione dei prodotti in eccesso. Una politica monetaria così accomodante può peggiorare questa situazione, creando un contesto nel quale le imprese pur di piazzare i loro prodotti saranno costrette ad abbassare sempre di più i prezzi, riducendo i loro profitti e mettendo fuori mercato alcune di esse.⁴¹ Inoltre era opinione diffusa- poi comprovata negli anni- che la crescita registrata nel 2009 fosse insostenibile nel lungo periodo, in quanto dipendeva largamente da un aumento del credito bancario senza precedenti.⁴²

⁴⁰ Yu Yongding "China's Policy Responses to the Global Financial Crisis" p.11

⁴¹ Yu Yongding "China's Policy Responses to the Global Financial Crisis"

⁴² Stephen Roach, "An Unbalanced World Is Again Compounding Its Imbalances,"

6.2 La crisi pandemica in Cina e la risposta della PBC

La Cina è il Paese dal quale la pandemia di Covid-19 ha avuto origine e di conseguenza è stato il primo a subire gli effetti della chiusura di moltissime attività in tutta la nazione per contenere il diffondersi della malattia. Nel primo trimestre del 2020 l'economia cinese ha fatto registrare una contrazione del 6,8%, la prima dal 1976⁴³. Inoltre, sebbene la Cina abbia affrontato il virus molto prima delle altre grandi potenze economiche mondiali e abbia potuto allentare le misure restrittive in termini relativamente brevi, il Trivium National Business Activity Index stima che a fine aprile 2020, dopo circa 4 mesi dal *lockdown* dell'intera nazione, solo l'83% della capacità economica della Cina pre virus è correntemente in uso. Per far fronte a questa situazione la PBC è intervenuta fornendo liquidità al sistema bancario per 4,2 bilioni di yuan (522 miliardi di euro) attraverso le operazioni di mercato aperto. In aggiunta la banca centrale cinese si è adoperata a far sì che il denaro prestato alle banche giungesse alle piccole e medie imprese, particolarmente colpite dal blocco forzato della produzione e in difficoltà nel pagamento dei debiti aziendali. Nello specifico ha abbassato la riserva obbligatoria per le banche di medio-piccole dimensioni specializzate nel fornire credito a piccole realtà imprenditoriali. In questo modo si prevede di aumentare la liquidità a disposizione di tali istituti finanziari di 400 miliardi di yuan (50 miliardi di euro) e di raggiungere con questa misura circa il 99% delle banche cinesi.⁴⁴ Infine per assicurarsi che una maggiore

⁴³ <https://www.scmp.com/economy/china-economy/article/3080327/coronavirus-chinas-economy-shrank-first-time-1976-first>

⁴⁴ <http://www.pbc.gov.cn/en/3688006/3995557/4004637/index.html>

quantità di liquidità immessa nel sistema fluisca all'economia reale la PBC ha ridotto la remunerazione delle riserve libere dallo 0,72% al 0,35%.⁴⁵

Sebbene le misure messe in atto dalla Banca Popolare Cinese siano sicuramente ingenti - 5,15 bilioni di yuan (637 miliardi di euro) a marzo e 3,08 bilioni (383 miliardi di euro) nel mese di aprile⁴⁶ - l'intenzione ribadita più volte dai portavoce dell'istituzione cinese è quella di mantenere una politica economica espansiva ma senza raggiungere i livelli toccati negli anni della Grande Recessione: "If the economic stimulus is too big, it could bring the risk of inflation and a fast increase in the leverage ratio. [We] must keep the normal monetary policy as long as possible to safeguard the strategic period for long-term development." I motivi di questa preoccupazione sono stati ben espressi da Chen Zhiwu, direttore dell'*Asia Global Institute of the University of Hong Kong*: "[However], governor Yi Gang, together with many others, refreshed our memory that there was once a big increase [after the global financial crisis] of leverage, particularly in local government financing vehicles and state-owned enterprises. It is certainly correct to [learn the lesson and] prevent another fast rise this time."⁴⁷

⁴⁵ <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#C>

⁴⁶ <https://www.scmp.com/economy/china-economy/article/3083806/coronavirus-china-central-bank-primed-stimulus-boost-pandemic>

⁴⁷ <https://www.scmp.com/economy/china-economy/article/3081735/coronavirus-china-keep-monetary-policy-normal-long-possible>

CONCLUSIONI

Dall'analisi effettuata emergono principalmente due aspetti. Il primo è, ancora una volta, l'importanza delle banche centrali. Risulta evidente come il sistema finanziario si sia fatto sempre più complesso, incrementando la sua già naturale predisposizione all'instabilità. In tale contesto è fondamentale la presenza di un'istituzione che abbia il potere di contrastare e scongiurare i rischi di una crisi sistemica che invece il sistema bancario di molti Paesi tende a favorire qualora, per mancanza di accortezza o per cause esterne, si vengano a creare certe condizioni. Allo stesso tempo, nonostante molte banche centrali perseguano obiettivi sulla carta differenti, è cruciale il ruolo della politica monetaria come strumento per affrontare shock esterni, come nel caso della pandemia che stiamo vivendo. Infatti, spesso l'intervento dello Stato a sostegno dell'economia reale è limitato da una serie di fattori, come la difficoltà nel reperire fondi o la necessità di non superare una certa soglia di spesa pubblica, e risulta insufficiente a sostenere l'onere del rilanciare l'economia del Paese. Contrariamente, le banche centrali godono di una maggiore libertà - a patto che non ne abusino - e gli strumenti che sono in grado di mettere in campo risultano quantitativamente più adeguati. Inoltre, sovente, è un mix di politiche fiscali e monetarie l'arma vincente

per contrastare buona parte delle crisi che si sono verificate negli anni. Il secondo aspetto che emerge dalla trattazione è come le banche centrali si siano affidate a misure di politica monetaria non convenzionali nella gestione delle crisi, facendone il principale strumento di rilancio e risanamento dell'economia. In particolare nel caso della Grande Depressione tali misure sono state principalmente finalizzate a risanare la situazione patrimoniale delle banche più duramente colpite, rifornendole di tutta la liquidità richiesta in quella situazione. Diversamente, nella crisi dovuta alla diffusione del virus Sars-Cov-2, il *focus* delle misure non convenzionali è stato il tentativo di far fluire più denaro possibile alle aziende, in particolare a quelle di medie e piccole dimensioni, che a causa del prolungato *lockdown* si sono trovate sprovviste di liquidità per portare avanti la normale attività d'impresa. Si può quindi dedurre che l'eccezionalità dell'attuale crisi ha spinto le banche centrali a mettere in secondo piano le misure convenzionali e a intervenire repentinamente con strumenti a volte anche inediti e altrettanto eccezionali.

BIBLIOGRAFIA

Banca Centrale Europea (2010). *La risposta della Bce alla crisi finanziaria*, Bollettino Mensile, Ottobre, pp. 61-78.

Bank of England (2010 Q1). *The Bank's balance sheet during the crisis*.

Bruce Andy (2018). *Britain's lasting scars from the financial crisis*, Reuters

Haas J., Neely C. (2020). *Central Banks responses to Covid-19*. Economic Synopses, No. 23, Federal Reserve Bank of St. Louis.

Joyce M., Lasasosa A., Stevens I., Tong M. (2011) *The financial market impact of quantitative easing in the United Kingdom*, International Journal of Central Banking, 7(3), pp. 113-161.

Kawai M., Lamberte M. B., Yang D. Y. (2008). *East Asian experiences and policy lessons in managing capital flows*

Patrick H. (2009). *Japan's Deep Recession and Protracted Recovery*, Center on Japanese Economy and Business Working Papers n. 286, Columbia University

People's Bank of China (2010), Central bank instruments to deal with the crisis – from the perspective of the People's Bank of China, p. 131-132 in BRI (a cura di), The global crisis and financial intermediation in emerging market economies, BIS Papers No 54, Banca per i Regolamenti Internazionali.

Roach S. (2009). *An Unbalanced World Is Again Compounding Its Imbalances*, Financial Times.

Saito J. (2018). *Why was Japan struck so hard by the 2008 crisis*, Japan Centre for Economic Research

Vollmer U. e Bebenroth, R. (2012). *The Financial Crisis in Japan: Causes and Policy Reactions by the Bank of Japan*, European Journal of Comparative Economics, 9,1, pp. 51-77.

Yongding Y. (2009). *China's Policy Responses to the Global Financial Crisis*, Australian Government- Productivity Commission

Yu W. (2013). *The adjustment of China's monetary policy stance in the face of global volatility*. pp. 143-148, BIS Paper No 70

Zhang L. (2009). *China's Policy Responses to the Global Financial Crisis: Efficacy and Risks*. p. 1, Berlin School of Finance

SITOGRAFIA

<https://www.bankofengland.co.uk/>

<https://www.bis.org/>

<https://www.boj.or.jp/en/index.htm/>

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

<https://it.businessinsider.com/?r=US&IR=T>

<https://cepr.org/>

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

<https://data.worldbank.org/>

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

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

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

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

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

<https://www.imf.org/external/index.htm>

<https://it.valutafx.com/>

<https://www.japantimes.co.jp/opinion/>

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

<https://www.oecd.org/>

<http://www.pbc.gov.cn/en/3688006/index.html>

<https://www.researchgate.net/>

<https://www.theguardian.com/international>

<https://www.worldbank.org/>