



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M. FANNO"**

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE POLITICHE, GIURIDICHE E RELAZIONI
INTERNAZIONALI**

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

"IL RUOLO DELLA BCE DURANTE LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO"

RELATORE:

CH.MA PROF.SSA COPPOLARO LUCIA


LAUREANDO/A: PIOTTO TOMMASO

MATRICOLA N. 2032063

ANNO ACCADEMICO 2023 – 2024

Dichiaro di aver preso visione del “Regolamento antiplagio” approvato dal Consiglio del Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali e, consapevole delle conseguenze derivanti da dichiarazioni mendaci, dichiaro che il presente lavoro non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Dichiaro inoltre che tutte le fonti utilizzate per la realizzazione del presente lavoro, inclusi i materiali digitali, sono state correttamente citate nel corpo del testo e nella sezione ‘Riferimenti bibliografici’.

I hereby declare that I have read and understood the “Anti-plagiarism rules and regulations” approved by the Council of the Department of Economics and Management and I am aware of the consequences of making false statements. I declare that this piece of work has not been previously submitted – either fully or partially – for fulfilling the requirements of an academic degree, whether in Italy or abroad. Furthermore, I declare that the references used for this work – including the digital materials – have been appropriately cited and acknowledged in the text and in the section ‘References’.

Firma (signature) 

INDICE

UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA	1
"IL RUOLO DELLA BCE DURANTE LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO"	1
INTRODUZIONE.....	4
CAPITOLO 1 – LA BANCA CENTRALE EUROPEA:ORIGINI, GOVERNANCE E LIMITI	6
1.1 ORIGINI.....	7
1.2 GOVERNANCE	8
1.3 LIMITI NELLA PROGETTAZIONE DELLA BCE.....	9
CAPITOLO 2 – LA SFIDA DELL'EURO: I PRIMI 15 ANNI DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA	11
2.1 PERIODO PRE-CRISI: DAL 1999 AL 2007	11
2.2 LA CRISI FINANZIARIA GLOBALE	12
2.3 LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO.....	13
CAPITOLO 3 – LA REAZIONE ALLE CRISI: GLI INTERVENTI DELLA BCE	16
3.1 INTERVENTI DI RISPOSTA ALLA CRISI FINANZIARIA GLOBALE.....	16
3.2 INTERVENTI IN RISPOSTA ALLA CRISI DEL DEBITO SOVRANO	19
CONCLUSIONE – IL RUOLO DELLA BCE DURANTE LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO.....	23
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI.....	24

INTRODUZIONE

L'avvento della crisi dei subprime nel 2008 e poi della crisi del 2010/2011, anche detta del “debito sovrano”, ha scosso l'Unione Europea ed ha costretto istituzioni e personalità pubbliche a ridisegnare il ruolo della Banca Centrale Europea (BCE). La perdita di fiducia tra le istituzioni finanziarie ha paralizzato l'economia, ha richiesto risorse di notevoli quantità e un nuovo mix di politiche monetarie per ripristinare la liquidità, l'accesso al credito e ricostruire la fiducia nei mercati finanziari.

Ciò che è successo in quegli anni ha fatto emergere l'assenza totale di misure d'emergenza per gestire questo tipo di eventi (shock asimmetrici) in primis, l'ambiguità sul ruolo che avrebbe dovuto ricoprire la BCE. Il non aver esplicitato con chiarezza la funzione di prestatore di ultima istanza è stato un fattore determinante nell'alimentare quella sensazione d'incertezza in Europa che si è poi trasformata in panico nel maggio del 2010.

Le ragioni di questa ambiguità trovano radici da una parte nella normativa e dall'altra nel comportamento adottato dalla BCE. Un punto di partenza per capire il problema nella normativa è rappresentato dagli articoli 104 del Trattato di Maastricht e art. 125 del Trattato di Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), detta anche “*no bail out clause*”, che saranno presentati nel primo capitolo. L'atteggiamento eccessivamente rigido da parte della BCE nel prendere decisioni ha contribuito a causare importanti ritardi negli interventi economici, ritardandone l'efficacia e, di conseguenza rallentando la ripresa economica della zona Euro.

L'elaborato si appresta a rispondere alla domanda: “qual è stato il ruolo della BCE durante la crisi del debito?”. Si analizzano le misure introdotte, offrendo spunti di riflessione critica sulla radicale trasformazione di questa istituzione e sull'evidente cambio di rotta.

La letteratura esistente è vasta su questo argomento e sembra arrivare a conclusioni simili.

Adrian Blundell-Wignall, special advisor di OECD, nell'articolo “*Solving the Financial and Sovereign Debt Crisis in Europe*” conclude che le misure provvisorie adottate dalla BCE sono state efficaci ed essenziali per prendere tempo, ma che sia altrettanto essenziale sfruttare questa politica monetaria accomodante per effettuare riforme strutturali da parte degli stati membri. Richard Baldwin e Charles Wyplosz sottolineano una serie di debolezze interne all'Unione Economica e Monetaria (UEM), tra cui proprio l'ambiguità del ruolo della BCE. Concludono affermando che le soluzioni rimangono politicamente divisive.

L'elaborato è così strutturato:

- il capitolo 1 verte sul trattato di Maastricht, sui limiti legati alla normativa e alla struttura organizzativa con le relative implicazioni e sul grande punto interrogativo che si formò attorno al ruolo della BCE: “la BCE dovrebbe comportarsi come *Lender of Last Resort* (LLR)?”;
- il capitolo 2 si focalizza sulla cronologia degli eventi e sulle dinamiche che hanno fatto scoppiare dapprima la crisi finanziaria globale e, successivamente, la crisi del debito sovrano, con particolare focus al fenomeno *doom loop* e del *multiple equilibria*;
- il capitolo 3 si concentra sulle misure adottate dalla BCE. In particolare: l’SMP “*Securities Market Program*”, l’OMT “*Outright Monetary Transactions*” e il QE “*Quantitative Easing*”.

La struttura così progettata vuole permettere al lettore di venire a conoscenza delle lacune già presenti alla nascita dell’UEM e contestualizzare i vari momenti che si sono succeduti. Per poter rispondere a questa domanda è necessario prendere in considerazione la successione degli eventi, poiché il nuovo ruolo della BCE si è definito grazie agli strumenti di politica monetari utilizzati.

Tra le fonti utilizzate per la stesura vi sono:

Il manuale “The economics of European integration” di Richard Baldwin e Charles Wyplosz, in particolare la parte V che tratta dell’Unione Monetaria Europea e il capitolo 19 focalizzato sulla crisi del debito.

Il paper “A tale of three crises: synergies between ECB tasks”, no 305/ settembre 2022 aggiornato al 2023, di Karin Hobelsberger, Christoffer Kok e Francesco Paolo Mongelli, in particolare nei primi 3 capitoli dove vengono riportati cronologicamente sia gli eventi che gli interventi della BCE in risposta alle crisi.

Articoli sul sito Vox EU CEPR, tra cui l’articolo di Paul De Grauwe nel quale l’autore argomenta il motivo per cui la BCE rifiutò, al tempo, di dichiararsi apertamente prestatore di ultima istanza; e lo scritto di Eda Zolli e Silvia Sgherri dove viene approfondita la dimensione del rischio percepito dai mercati sui debiti sovrani.

Tra le altre fonti, cito:

- articoli e comunicati stampa pubblicati sul sito della BCE;
- la crisi del debito sovrano spiegata dalla CONSOB;
- articoli di giornale tra cui Wall Street Italia, Sole 24 ore, Il Federalista;
- Borsa Italiana;
- FRED S.t Louis per i dati legati a inflazione, spread, PIL e debito pubblico.

CAPITOLO 1 – LA BANCA CENTRALE EUROPEA

ORIGINI, GOVERNANCE E LIMITI

La Banca Centrale Europea è la banca centrale degli attuali venti paesi che utilizzano l'Euro. Formalmente venne fondata il primo giugno 1998 per diventare operativa l'anno successivo con l'introduzione della moneta unica. La BCE rappresenta uno dei pilastri fondamentali dell'Unione Economica e Monetaria, ricoprendo un ruolo cruciale nel mantenimento della stabilità economica e finanziaria dell'eurozona. La missione principale assegnata alla BCE è la stabilità dei prezzi per garantire il potere d'acquisto della moneta unica e una crescita economica sostenibile.

A questo fine, la BCE definisce e attua la politica monetaria attraverso molteplici strumenti che possono essere raggruppati in due macro-insiemi: politiche monetarie convenzionali e non convenzionali.

Lorenzo Bini Smaghi, membro del Comitato Esecutivo della Banca Centrale Europea, nel 2009 definì le politiche monetarie convenzionali come tutti quegli strumenti storicamente utilizzati dalle banche centrali “*in tempi normali*”, cioè quando essa non è coinvolta né in prestiti diretti al settore pubblico e/o privato, né in acquisti di titoli di debito. Lo strumento convenzionale più conosciuto è la determinazione del tasso d'interesse di riferimento per gestire le condizioni di liquidità sui mercati e i fenomeni inflazionistici. Al contrario, le politiche non convenzionali vengono utilizzate in situazioni straordinarie quando gli strumenti convenzionali si rivelano insufficienti. Il Quantitative Easing fa parte di questa tipologia di politiche monetarie ed è definito come una serie di acquisti in grande quantità di titoli di stato finalizzati ad aumentare la massa monetaria in circolazione, abbassando i tassi d'interesse e stimolando l'economia¹.

I principali strumenti di politica monetaria includono:

- Operazioni di mercato aperto: acquisto e vendita di titoli sul mercato finanziario per gestire la liquidità presente nel sistema economico.
- Operazioni di rifinanziamento: trasferimenti di liquidità alle banche commerciali per stabilizzare il settore bancario;
- Operazioni sul tasso d'interesse di riferimento: determinazione del tasso d'interesse a cui le banche possono ottenere liquidità dalla BCE.

Oltre alla stabilità dei prezzi, sono state assegnate funzioni aggiuntive secondarie alla BCE. Le operazioni sui cambi per garantire l'equilibrio sul mercato valutario, l'emissione di banconote e la stabilità finanziaria. Inoltre, la BCE svolge un ruolo di regolamentazione e supervisione nel sistema dei pagamenti europeo per garantirne la sicurezza e l'efficienza. Dal novembre del 2014, la BCE ha

¹ Vedi BCE, 28 aprile 2009, “*Conventional and unconventional monetary policy*”, disponibile su [BCE/News&publications/Speech](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/20090428/it.htm), [giugno 2024].

assunto la responsabilità della supervisione bancaria nell'ambito del Meccanismo di Vigilanza Unico (MVU) come risposta alla crisi del debito sovrano e in ottica di prevenzione dai rischi futuri. L'obiettivo di questo ente è difendere la sicurezza e la solidità del sistema bancario.

Per poter analizzare i limiti con la quale è nata questa istituzione è necessario fornire un excursus sulle sue origini, su come essa si inserisce nel sistema monetario europeo e sulla configurazione organizzativa. La BCE fa parte del Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC), al quale partecipano le banche centrali nazionali (BCN) dei singoli stati membri dell'UE, anche quei paesi che non adottano la moneta unica. Generalmente una singola valuta implicherebbe un singolo tasso d'interesse, una singola politica monetaria e quindi una singola banca centrale. Ma nell'area euro così non è. Ogni stato membro possiede ancora la propria banca centrale che interviene nei processi decisionali di definizione delle politiche a livello europeo. Questo rende il sistema monetario europeo una sorta di esperimento².

1.1 ORIGINI

L'idea dell'Unione Economica e Monetaria si strutturò per tre ragioni:

1. la creazione di un'area monetaria che potesse vantare uno stabile tasso di cambio e che fosse indipendente dal dollaro;
2. la creazione di un mercato unico;
3. l'obiettivo di Francia e Italia di riguadagnare la sovranità monetaria.

Un passo fondamentale per la progettazione dell'UEM fu portato avanti tra il 1988-1989 dal comitato presieduto da Jacques Delors, l'allora presidente della commissione europea. Il rapporto Delors enunciò una serie di misure concrete per l'introduzione dell'UEM, articolate in tre fasi:

- 1) libera circolazione dei capitali (dal '90 al '93);
- 2) convergenza e coordinamento delle politiche economiche degli stati membri (dal '94 al '98);
- 3) trasferimento dell'attuazione della politica monetaria al SEBC.

Il Trattato sull'Unione Europea (TUE), conosciuto anche come Trattato di Maastricht, fu siglato nel 1992 e impose le basi per la costituzione dell'UEM. In quel momento si decise di stabilire un'unione monetaria con un piano per l'introduzione della moneta unica e una banca centrale. Il percorso prevede cinque criteri di convergenza che dovevano essere soddisfatti dagli stati membri per poter accedere all'Euro. Due tra i criteri più famosi e citati riguardano la sostenibilità delle finanze pubbliche e sono:

- limite al 3% del disavanzo pubblico annuale sul PIL nominale;

² Per la descrizione della BCE e delle sue funzioni, vedi BCE, "*Decisions, statements & accounts*", disponibile su [BCE/Politiche monetarie e mercati/Dichiarazioni](#), [maggio 2024].

- limite al 60% del rapporto debito pubblico lordo sul PIL.

Il design di questo processo aveva tutta l'intenzione di creare una sorta di "cultura della stabilità dei prezzi e delle politiche fiscali" presso i paesi che desideravano farne parte³.

1.2 GOVERNANCE

Come anticipato, la BCE fa parte di un meccanismo chiamato Eurosystema che comprende anche i governatori di tutte le BCN. È composto da tre principali organi: il Consiglio Direttivo, il Comitato Esecutivo e il Consiglio Generale⁴.

- Il comitato esecutivo è formato dal presidente, il vicepresidente della BCE e da altri quattro membri nominati di comune accordo dai capi di governo che hanno adottato l'Euro. Si occupa di attuare la politica monetaria e gestire gli affari correnti della BCE. Il processo decisionale è a maggioranza semplice dei votanti e nel caso di parità, prevale il voto del Presidente.
- Il consiglio direttivo comprende i membri del comitato esecutivo e i governatori delle Banche Centrali Nazionali (BCN) che utilizzano l'Euro. Attualmente è partecipato dai sei membri del comitato esecutivo e da venti governatori delle BCN. Il consiglio direttivo ha "6 + N members" poiché altre nazioni potrebbero entrare nell'Euro in futuro. Anche questa è una caratteristica che rende diversa la BCE da qualsiasi altra banca centrale nel mondo. L'organo si occupa di formulare la politica monetaria dell'area Euro con i relativi obiettivi, dal tasso d'interesse di riferimento alla gestione delle riserve. Il processo decisionale è democratico, nel principio di "una testa, un voto" e ciascun membro agisce a titolo personale e indipendente.
- Il consiglio generale è composto dal presidente e vicepresidente della BCE e dai governatori delle BCN di quei paesi che utilizzano la propria valuta e non l'Euro. È un organo che non ha autorità, ma ha natura principalmente consultiva e di coordinamento per incentivare politiche di convergenza presso anche gli altri stati membri, come la Danimarca o la Polonia.

Dal 2015 è stato introdotto un sistema di rotazione nel quale i governatori delle BCN si alternano mensilmente. Si basa su un indice calcolato su due grandezze macroeconomiche per ogni stato: il PIL (per 5/6) e la grandezza del settore finanziario (per 1/6). L'output viene classificato in due gruppi: i cinque paesi più grandi (IT, FR, GE, SP e NL) con massimo 4 voti a disposizione e i

³ Vedi Europarl, "Storia dell'unione economica e monetaria", disponibile su [Storia dell'Unione economica e monetaria | Note tematiche sull'Unione europea | Parlamento Europeo](#), [maggio 2024] e Baldwin e Wyplosz. 2020. *The economics of European integration*. Sesta edizione, editore: McGraw-Hill Education. Pagine 382 a 386.

⁴ Per una descrizione sulla struttura organizzativa dell'Eurosystema, vedi Baldwin e Wyplosz. 2020. *The economics of European integration*. Sesta edizione, editore: McGraw-Hill Education. Pagine 387 a 392.

restanti paesi con massimo 11 voti. Il diritto di voto in ogni assemblea spetta ad un totale di 21 membri. I governatori delle BCN che non hanno la possibilità di votare, possono partecipare alla discussione e intervenire. Ovviamente il principio “una testa, un voto” rimane valido e si applica agli aventi diritto nel momento specifico.

La funzione principale dell'Eurosistema è enunciata dall'art. 105 del TUE, che recita: *“L'obiettivo primario del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi”*. La normativa non fornisce una definizione di stabilità dei prezzi, ma è stato interpretato come un'inflazione calcolata anno per anno monitorata tramite l'Harmonized Index of Consumer Prices (HCIP) intorno/sotto al 2%. Sono poi elencati una serie di obiettivi secondari, con il divieto generale di non pregiudicare il mantenimento della stabilità dei prezzi.

1.3 LIMITI NELLA PROGETTAZIONE DELLA BCE

Dal quadro normativo ed organizzativo è possibile intuire i limiti nella progettazione della BCE.

Se è pur vero che il Trattato di Maastricht ha ufficialmente creato l'UEM e indicato i criteri della convergenza, dall'altra non ha saputo farli rispettare e in qualche caso, i controlli sono stati aggirati. Un esempio calzante è quello della *“Belgian Clause”*. Il Belgio all'inizio degli anni '90 registrava un rapporto debito/PIL al 120%, ma il criterio in merito all'indebitamento fissava un limite massimo al 60%. Argomentò la sua posizione adducendo che non dev'essere tassativo rilevare un debito/PIL inferiore al 60% ma che il trend si *“muova in quella direzione”*, aprendo successivamente la possibilità anche ad altri paesi di giustificarsi e non intervenire sull'accumulo di debito pubblico⁵. Un altro esempio è la Grecia che falsificò i propri conti pubblici per entrare il prima possibile nella zona Euro⁶.

Una serie di limitazioni chiave proviene dalla normativa che sta alla base della BCE e che definisce le sue funzioni. L'art. 104 del Trattato di Maastricht recita: *“È vietata la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia, da parte della BCE o da parte delle Banche centrali degli Stati membri, a istituzioni o organi della Comunità, alle amministrazioni statali, agli enti (...) degli Stati membri, così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della BCE o delle Banche centrali nazionali”*. Questo principio noto come divieto di finanziamento monetario fu introdotto per evitare che la BCE finanziasse direttamente i disavanzi pubblici degli stati membri al fine di salvaguardare la disciplina fiscale e la credibilità della politica monetaria. Anni dopo, con l'entrata in vigore del Trattato di Lisbona nel 2009, venne formulato l'art. 123 che andando ad integrare l'art. 104 (di Maastricht), aprì alla possibilità di comprare i titoli di stato degli

⁵ Vedi Baldwin e Wyplosz. 2020. *The economics of European integration*. Sesta edizione, editore: McGraw-Hill Education. Paragrafo 16.2.5.

⁶ Vedi Vittorio da Rold, 2018. Sole 24 Ore. *Il debito greco, una lunga storia di errori*.

stati membri sul mercato secondario da parte della BCE. Nel medesimo trattato però, l'art. 125 anche detto *No bail out clause*, dichiara che: “L’Unione e gli Stati Membri non sono responsabili né subentrano agli impegni di un altro Stato Membro”⁷. Quest’articolo è stato interpretato come un ulteriore meccanismo per promuovere la disciplina fiscale, responsabilizzando gli stati membri e assicurando che nessun altro paese o istituzione dell’Unione sarebbe stato automaticamente chiamato a rispondere dei debiti di un altro.

Dalla normativa si notano due elementi che saranno fondamentali per comprendere il comportamento della BCE durante la crisi del 2008 e del debito sovrano: le limitazioni alla libertà d’azione e nessun piano di risposta agli eventuali shock (che si sono poi verificati). L’impalcatura legislativa costruita attorno alla BCE va a limitare gli eventuali interventi diretti che sarebbero necessari durante una crisi. In particolare, gli artt. 104 e 125 rafforzano l’idea che la BCE non possa finanziare i governi in difficoltà e che si debba focalizzare solo sul proprio mandato. Questo fa propendere a non considerare questa istituzione come prestatore di ultima istanza. Ulteriori e gravi manchevolezze sono state il non aver definito nella normativa alcuna misura di emergenza da adottare in caso di shock e l’assenza di ruoli di supervisione e vigilanza del settore finanziario.

Tutte queste implicazioni normative hanno alimentato il livello di sfiducia nei mercati e la speculazione al ribasso verso tutti quei paesi dell’eurozona che tra il 2010 ed il 2011 non avevano i conti pubblici in ordine.

Passando alle limitazioni provenienti dalla governance, due sono gli aspetti che risaltano: la lentezza e la rigidità decisionale. Come tutte le organizzazioni, più sono complesse, più sono lente nel prendere decisioni, rendendo difficoltosa l’adozione di misure di qualsiasi tipo. Se è pur vero che l’impalcatura organizzativa della BCE fa propri pilastri l’indipendenza dei propri membri dai vari governi e l’inclusione di tutti i paesi membri nelle decisioni di politica monetaria comunitaria, questo si traduce in frequenti scontri d’interesse tra tutti quegli stati membri “virtuosi” (tipicamente i paesi nordici) e quelli in costante deficit e con livelli di debito pubblico non trascurabili. Inoltre, l’enfasi posta nel mantenimento della stabilità dei prezzi ha ritardato le azioni necessarie a sostegno dei mercati dei titoli di stato, portando inizialmente la BCE a preoccuparsi dell’inflazione piuttosto che dello stato di salute del sistema finanziario dell’eurozona.

⁷ TRATTATO DI MAASTRICHT. Trattato sull’Unione Europea. Gazzetta ufficiale n. C 191 del 29 luglio 1992

CAPITOLO 2 – LA SFIDA DELL’EURO:

I PRIMI 15 ANNI DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA

Questo capitolo analizza due aspetti: cronologia e dinamica dei primi 15 anni di BCE. La successione cronologica di questo periodo può essere raggruppata in tre parti:

1. la situazione precrisi dal 1999 al 2007;
2. la crisi dei subprime 2008-2009;
3. la crisi del debito sovrano 2010-2011.

Questa struttura, anche se classica e comune, si rivela importante per capire l’evoluzione dell’ambiente a cui la BCE e l’Eurosistema si sono dovuti adeguare. La politica monetaria ha subito un notevole cambio di direzione in questo lasso di tempo e il ruolo della BCE si è completamente trasformato. Con le azioni intraprese dalla BCE dal maggio del 2010, iniziando con il Securities Market Programm (SMP), al 2014, culminando con il Quantitative Easing (QE), sono state date delle risposte definitive all’ambiguità di quell’impalcatura legislativa presentata nel primo capitolo.

La dinamica degli eventi si focalizza sui meccanismi di causa-effetto che si sono susseguiti, in modo tale da seguire la trasformazione del ruolo della BCE. Nella moltitudine di dinamiche che si sono verificate, il focus verterà su:

- a) De-regolamentazione del sistema bancario e dell’accesso al credito⁸, fenomeni che sono riferiti alla crisi finanziaria 2008-2009
- b) Rischio contagio: doom loop e multiple equilibria⁹, fenomeni che sono riferiti alla crisi 2010-2011

2.1 PERIODO PRE-CRISI: DAL 1999 AL 2007

Questo è stato un periodo positivo per le economie avanzate, incluso per gli stati che hanno adottato l’Euro. La crescita in Europa è stata sostenuta con PIL anno per anno, in media, sopra del 2% e disoccupazione calante. L’inflazione è stata contenuta intorno al 2%. La moneta unica ha cominciato a circolare. È riconosciuto che la stabilità dei prezzi sia stata raggiunta e mantenuta in questo lasso di tempo dalla BCE tramite l’utilizzo delle operazioni sul tasso d’interesse di riferimento¹⁰.

Dal capitolo 1 si è appreso come la configurazione UME non aveva preso in considerazione misure di prevenzione e monitoraggio, ancorché di emergenza, contro i possibili rischi di crisi economiche.

⁸ Vedi Karin Hobelsberger, Christoffer Kok, Francesco Paolo Mongelli. Settembre 2022, aggiornato 2023. *A tale of three crises: synergies between ECB tasks*. Pubblicato da BCE. BCE - Occasional Paper Series n. 305.

⁹ Vedi Baldwin e Wyplosz. 2020. *The economics of European integration*. Sesta edizione, editore: McGraw-Hill Education. Pagina 482 e pag. da 497 a 500.

¹⁰ Vedi Baldwin e Wyplosz. 2020. *The economics of European integration*. Sesta edizione, editore: McGraw-Hill Education. Paragrafo 19.1.

Al contempo, in questo periodo di crescita economica, nessun policy maker in UEM si è adoperato per introdurre meccanismi di vigilanza e/o misure di prevenzione dai rischi.

2.2 LA CRISI FINANZIARIA GLOBALE

La crisi finanziaria globale del 2008-2009, anche conosciuta come crisi subprime, ha avuto come epicentro gli Stati Uniti e si è diffusa poi in Europa. Sono state identificate molteplici cause, tra cui lo scoppio della bolla immobiliare alimentata dalla de-regolamentazione del sistema bancario e dell'accesso al credito. Queste, accompagnate da una politica monetaria accomodante e tassi d'interesse bassi, hanno incentivato le banche a sviluppare attività sempre più lontane dal loro ruolo tradizionale (depositi e prestiti) perché più profittevoli (e più rischiose) ¹¹.

La de-regolamentazione del credito ha inizio negli anni '80 e culmina alla fine degli anni '90 con l'abrogazione, negli USA, del Glass-Steagall Act che separava la categoria banca commerciale da banca d'investimento¹². In questo contesto si inseriscono i mutui subprime: prestiti ipotecari concessi ad individui con scarsa affidabilità creditizia. Il processo di de-regolamentazione ha permesso alle banche di erogare questo tipo di strumenti a chiunque, incrementando la quantità di prestiti ad elevato rischio. Questi venivano poi accumulati insieme e trasformati in titoli "Mortgage Backed Securities" (MBS) tramite operazioni di cartolarizzazione e successivamente venduti ad investitori. Il mercato dei mutui subprime si espandeva anche grazie a banche d'investimento che creavano combinazioni di MBS (detti CDO) valutati anch'essi tripla A dalle agenzie di rating.

I segnali di cedimento del mercato immobiliare iniziano ad intensificarsi nel 2007 quando le insolvenze aumentano a causa dei tassi d'interesse subprime, determinando una riduzione nella domanda di immobili e uno stop alla crescita dei prezzi. Le perdite si propagano attraverso gli MBS e CDO (venduti a livello globale) e gli istituti finanziari fortemente esposti cercano di liberare i propri portafogli da questi titoli, ormai illiquidi. Il fallimento di Lehman Brothers nel settembre del 2008 innesca un ulteriore peggioramento della fiducia verso qualsiasi intermediario finanziario. Se un'istituzione di tale portata poteva fallire, allora nessuna banca poteva essere considerata sicura. Questa perdita di confidenza tra gli istituti di credito ha portato al congelamento del mercato interbancario, poiché impossibile quantificare l'esatta esposizione ai subprime della controparte¹³.

Il contagio in Europa è stato quasi immediato. Il principale canale di trasmissione è stato finanziario, a causa dell'internazionalizzazione dei mercati finanziari e della forte esposizione di

¹¹ Per una descrizione della crisi del 2008, Hobelsberger, Christoffer Kok, Francesco Paolo Mongelli. Settembre 2022, aggiornato 2023. A tale of three crises: synergies between ECB tasks. Pubblicato da BCE. BCE - Occasional Paper Series n. 305.

¹² Vedi Federal Reserve History, 22 novembre 2013, "Banking Act of 1933 (Glass-Steagall)", disponibile su [Federal Reserve History](#), [giugno 2024].

¹³ Vedi CONSOB, "Crisi finanziaria del 2007-2009", disponibile su [Crisi finanziaria del 2007-2009 - EDUCAZIONE FINANZIARIA - CONSOB](#), [giugno 2024].

molte banche europee ai titoli subprime e ai loro derivati. Un altro canale di trasmissione è stato di natura economica. La contrazione del credito globale ha impattato negativamente su investimenti e consumi e la recessione negli Stati Uniti ha significativamente ridotto la domanda di prodotti e servizi europei, con conseguente riduzione dell'export e un ulteriore aggravamento della crisi.

Da crisi finanziaria si è trasformata quindi in una crisi di fiducia e di liquidità.

2.3 LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO

La crisi del debito sovrano può essere vista come la seconda fase della crisi del 2008. Le elevate perdite presso gli istituti di credito hanno costretto i governi europei ad intervenire direttamente nelle operazioni di salvataggio. Ciò ha richiesto notevoli quantità di risorse finanziarie pubbliche, causando un'esplosione del debito nazionale in poco tempo. Questo unitamente all'assenza di un LLR e risposte deboli da parte dei vari governi, ha portato gli investitori a dubitare della solvibilità di alcuni stati membri. La crisi del debito, a differenza della crisi subprime, è sorta e rimasta confinata all'area Euro. Sebbene ciascuno stato coinvolto avesse le proprie peculiarità e ragioni diverse rispetto agli altri paesi colpiti, non può essere una coincidenza che la crisi si sia limitata ad alcuni membri dell'Eurozona nello stesso periodo.

Il passaggio da crisi globale a continentale avviene nell'ottobre del 2009 con la dichiarazione da parte del governo greco di aver falsificato i conti pubblici e che il livello di deficit passava da 3,7% al 12,7%. I mercati cominciano a dubitare della sostenibilità delle finanze pubbliche greche e i tassi d'interesse sui titoli di stato aumentano, raggiungendo sempre nuovi massimi. Si concretizza il rischio che uno stato membro possa perdere l'accesso al mercato. Il bail out della Grecia, nel maggio del 2010 per un importo di circa 110 miliardi, è stato effettuato dall'intervento congiunto di IMF, Commissione Europea e BCE (la "Troika"). Un'azione apparentemente in conflitto con l'articolo 125 del TUE (clausola di no bail out). La motivazione ufficiale per la decisione di salvare la Grecia era fermare il contagio all'interno dell'eurozona. Tuttavia, la crisi si è rapidamente diffusa agli altri paesi "periferici" dell'area euro, costringendo le istituzioni europee ad effettuare ulteriori operazioni di salvataggio, coinvolgendo complessivamente cinque paesi¹⁴.

Il rischio contagio ha diverse cause e dinamiche che hanno partecipato all'allargamento e aggravamento della crisi all'interno della zona Euro. Le più significative e intercorrelate tra loro sono tre:

1. *Multiple equilibria*;
2. *Doom Loop*;

¹⁴ Vedi CONSOB, "Crisi del debito sovrano del 2007-2009", disponibile su [Crisi del debito sovrano del 2010-2011 - EDUCAZIONE FINANZIARIA - CONSOB](#), [giugno 2024].

3. Assenza di un “*Lender of Last Resort*” (LLR)¹⁵.

In questa crisi sono intervenuti meccanismi che fanno riferimento al “*multiple equilibria*” o “equilibri multipli”. Per tale si intende una situazione in cui lo stato di un’economia viene influenzato dalle aspettative degli agenti economici e raggiunge un esito considerato come quello più probabile dagli stessi. In poche parole, se essi credono che un certo evento si verificherà, allora, le loro azioni porteranno a quel risultato. Un’interpretazione della crisi greca, fornita da Baldwin e Wyplosz, non ha come base il fatto che il default sul debito sia diventato oggettivamente inevitabile, ma che ciò sarebbe successo perché i mercati stimavano questo scenario come più probabile. Si può quindi verificare una crisi, oppure no, in base allo stato del mondo ritenuto più probabile dai mercati, anche se è impossibile riuscire a stimare correttamente l’effetto delle aspettative da quello della ragione oggettiva sottostante (nel caso greco, il deterioramento improvviso dei conti pubblici). È lo stesso fenomeno che porta alle corse agli sportelli: se si diffonde la convinzione che quella banca è insolvente, i correntisti si precipitano a ritirare i propri soldi, causandone la bancarotta (Baldwin & Wyplosz, pag. 482).

Un’altra dinamica responsabile dell’aggravamento della crisi è il *doom loop* e si verifica quando il debito pubblico dello stato e i debiti privati delle banche si influenzano a vicenda, con effetti negativi. È un fenomeno che si autoalimenta e che può trasmettere le fragilità di uno stato alle banche e viceversa. Le banche commerciali di una nazione normalmente detengono un ampio portafoglio di debito pubblico perché i titoli di stato vengono anche utilizzati come garanzia per ottenere prestiti da altre banche o dalla banca centrale. I governi, d’altra parte, hanno bisogno di liquidità e hanno anche interesse che il debito pubblico sia più concentrato in mani domestiche che da investitori esteri. Quando si verifica una crisi del debito sovrano e la reputazione del paese crolla, i tassi d’interesse sui titoli di stato aumentano e il prezzo si riduce. Il governo ha bisogno delle banche come compratori per bloccare l’impennata dei tassi d’interesse. La quantità di obbligazioni statali nei portafogli di debito delle banche aumenta, ma se l’aumento dei tassi continua, il valore nell’attivo si riduce, con possibile bancarotta. Questo è ciò che è accaduto in Grecia e Portogallo, ma si è verificato anche il contrario in Irlanda e in Spagna. Se una, o più, banche nazionali sono in difficoltà, richiederanno supporto finanziario al governo (con ingente impiego di risorse pubbliche) e da crisi bancaria si trasforma in crisi del debito sovrano.

Questi due fenomeni, apparentemente senza soluzione, trovano fondamento su una terza causa che contribuisce notevolmente a capire la ragione per cui questa crisi è rimasta confinata all’UEM e il perché ha avuto tale intensità: l’assenza di un “*Lender of Last Resort*” (LLR) / prestatore di ultima

¹⁵ Baldwin e Wyplosz. 2020. *The economics of European integration*. Sesta edizione, editore: McGraw-Hill Education. Pag. 482, 486 e 499.

istanza. Negli Stati Uniti ciò non è successo, o si è verificato con impatto decisamente minore, perché la Federal Reserve (FED) si è esplicitamente dichiarata come LLR (Baldwin e Wyplosz pag. 486). Un prestatore di ultima istanza è necessario per risolvere le dinamiche sopra presentate perché ha una funzione preventiva nel contrastare la formazione di *multiple equilibria* negativi e ha la capacità di intervento per bloccare e risolvere il circolo vizioso del *doom loop*.

- Funzione preventiva: in ipotesi di difficoltà di uno stato o del settore bancario domestico, gli agenti economici sono disincentivati a vendere in massa titoli, o dall'effettuare operazioni speculative di una certa portata al minimo segnale di debolezza, se c'è una banca centrale pronta ad intervenire e stabilizzare la situazione. Facendo leva sulle aspettative, la sola presenza di una banca centrale, come prestatore di ultima istanza, mitiga considerevolmente l'originarsi di equilibri multipli avversi.
- Capacità di intervento: la banca centrale è l'unica istituzione autorizzata a stampare moneta. Questo significa che ha "munizioni" potenzialmente infinite e può spezzare le dinamiche proprie del doom loop. Infatti, potendo comprare grandi quantità di titoli di stato, i tassi d'interesse diminuiscono (e i prezzi aumentano), ripristinando la condizione di stabilità senza che il debito pubblico o privato si influenzino negativamente a vicenda.

Poter contare su una banca centrale come LLR può fare differenza tra il sorgere, o meno, di una crisi e, riduce sensibilmente il rischio contagio, limitando i danni e consentendo una ripresa più rapida dell'economia. Non aver definito la BCE come prestatore di ultima istanza, non solo verso i governi ma neanche verso istituti di credito privati¹⁶, ha permesso a queste due dinamiche di danneggiare duramente l'economia, concretizzando il rischio che il progetto Euro potesse fallire.

¹⁶ Baldwin e Wyplosz. 2020. *The economics of European integration*. Sesta edizione, editore: McGraw-Hill Education. Pag. 486.

CAPITOLO 3 – LA REAZIONE ALLE CRISI: GLI INTERVENTI DELLA BCE

Nel presente capitolo si collegano i problemi nella configurazione della UEM, presentati nel primo capitolo, con il comportamento tenuto dalla BCE durante le varie fasi delle crisi subprime e del debito sovrano ed il suo radicale cambiamento nel corso di questi anni di crisi. A dimostrazione di questa trasformazione, si presentano le misure gradualmente introdotte dalla BCE per contrastare la crisi del debito sovrano.

La BCE è stata infatti pesantemente criticata per essere stata “dietro la curva” per quanto riguarda l’implementazione degli interventi di politica monetaria. Questo si vede chiaramente con le operazioni sul tasso d’interesse di riferimento. A titolo esemplificativo, nel luglio del 2008 mentre la FED e la banca centrale inglese reducevano i tassi verso lo zero¹⁷, la BCE li aumentava di 25 punti base¹⁸. Le ragioni dietro a questa decisione di politica monetaria da parte della BCE sono il risultato dell’impalcatura legislativa e organizzativa. La BCE, infatti, giustificava la decisione rispondendo che il suo mandato riguardava la salvaguardia della stabilità dei prezzi e che le problematiche legate ai debiti pubblici, che stavano sorgendo, erano responsabilità dei governi. Questo comportamento, fossilizzato al mantenimento della stabilità dei prezzi, ha generato ritardi significativi negli interventi di politica monetaria, compromettendo l’efficacia degli interventi e dilazionando la ripresa economica.

L’eccessiva prudenza, anch’essa causa di questa rigidità è legata alle asimmetrie politiche interne all’Eurozona e alla necessità, da parte della BCE, di dimostrare la propria indipendenza dai governi nazionali. Per asimmetrie politiche si intende la divisione netta tra quei paesi considerati “virtuosi”, o “nordici” e quelli che avevano accumulato un elevato debito pubblico nel corso degli anni precedenti. Infatti, i paesi nordici erano contrari a vedere la banca centrale come prestatore di ultima istanza per le potenziali perdite che si sarebbero originate e che avrebbero dovuto sostenere. Dall’altra parte, i paesi più in difficoltà invocavano l’azione della BCE per bloccare l’aumento degli spread e stabilizzare le aspettative. La BCE cercava quindi di dare l’impressione di essere totalmente indipendente¹⁹.

3.1 INTERVENTI DI RISPOSTA ALLA CRISI FINANZIARIA GLOBALE

Per una buona parte di questa crisi, i tassi d’interesse non sono stati modificati. Tra l’agosto del 2007 e il marzo del 2008, sono state effettuate operazioni di rifinanziamento a lungo termine LTRO

¹⁷ Baldwin e Wyplosz. 2020. *The economics of European integration*. Sesta edizione, editore: McGraw-Hill Education. Pag. 494.

¹⁸ ECB press release. “Decisioni di politica monetaria” 3 luglio 2008.

¹⁹ Baldwin e Wyplosz. 2020. *The economics of European integration*. Sesta edizione, editore: McGraw-Hill Education. Pag. 495.

(“Long Term Refinancing Operations”) e operazioni a termine fisso FTO (“Fixed Term Operations”). Queste operazioni di mercato aperto sono considerate strumenti non convenzionali perché vanno oltre le operazioni standard a breve termine (“Main Refinancing Operations”), al fine di fornire consistente liquidità al settore bancario a più lungo termine, generalmente tre o sei mesi²⁰.

Le LTRO e le FTO funzionano tramite asta, con banche commerciali come partecipanti. Sono simili in quanto entrambe forniscono liquidità alle banche per periodi di tempo più lunghi e vengono richieste delle garanzie sotto forma di titoli finanziari, generalmente titoli di stato. La differenza sostanziale risiede nella struttura nel tasso d’interesse. Non solo perché, rispettivamente, nel primo è variabile e nel secondo è fisso, ma anche perché nelle FTO il tasso è preannunciato e nelle LTRO viene determinato dalle condizioni di mercato durante l’asta, senza tassi minimi pre-individuati. L’utilizzo di questi strumenti in contemporanea permette di esercitare una certa flessibilità da parte della BCE. Infatti, le LTRO possono rispondere meglio alle condizioni di mercato poiché il tasso è determinato dalle stesse banche, mentre le FTO forniscono certezza sul costo del finanziamento e può essere utile per quei partecipanti che necessitano di maggiore prevedibilità in periodi di incertezza. Gli effetti principali di questi strumenti sono:

- fornitura di liquidità non influenzata dalle fluttuazioni a breve termine;
- diversificazione delle passività di una banca commerciale a più lungo termine;
- ottenere liquidità a costo più basso in periodi di tensione del mercato interbancario.

Questi interventi sono riusciti a contrastare efficacemente le prime turbolenze finanziarie²¹.

Con il collasso di Lehman Brothers nel settembre 2008, la BCE ha cominciato a rendersi conto della portata che avrebbe avuto questa crisi e ha messo in atto ulteriori interventi. Ha cominciato ad agire sul tasso d’interesse, riducendolo a fine 2008 per un totale di 125 punti base. Nell’ottobre del 2008 ha lanciato una nuova operazione di rifinanziamento chiamata “Fixed Rate, Full Allotment” (FRFA) nella quale veniva offerta quantità illimitata di liquidità alle banche ad un tasso fisso preannunciato e in cambio di garanzie. L’obiettivo era identico a quello delle precedenti operazioni di rifinanziamento: mitigare le tensioni sul mercato monetario e ripristinare la fiducia tra gli operatori di mercato²².

Un’altra serie di misure è stata implementata per stabilizzare i mercati:

1. I tassi di interesse sono stati sequenzialmente ridotti all’1%;

²⁰ Vedi Hobelsberger, Christoffer Kok, Francesco Paolo Mongelli. Settembre 2022, aggiornato 2023. A tale of three crises: synergies between ECB tasks. Pubblicato da BCE. BCE - Occasional Paper Series n. 305.

²¹ Vedi Hobelsberger, Christoffer Kok, Francesco Paolo Mongelli. Settembre 2022, aggiornato 2023. A tale of three crises: synergies between ECB tasks. Pubblicato da BCE. BCE - Occasional Paper Series n. 305.

²² Vedi Hobelsberger, Christoffer Kok, Francesco Paolo Mongelli. Settembre 2022, aggiornato 2023. A tale of three crises: synergies between ECB tasks. Pubblicato da BCE. BCE - Occasional Paper Series n. 305.

2. La differenza tra il tasso sui depositi presso la BCE e il tasso principale di rifinanziamento è stata ridotta a 100 punti base;
3. La BCE ha continuato a fornire liquidità in valuta estera;
4. Sono stati estesi i criteri di eligibilità delle garanzie richieste alle banche e sono state ridotte le soglie di idoneità per l'accesso al credito²³.

Inoltre, nel luglio del 2009 è stato lanciato il primo programma di acquisti di obbligazioni garantite, dette “covered bond”, della durata di 12 mesi²⁴. Questi strumenti finanziari sono obbligazioni bancarie caratterizzate da un profilo di rischio molto basso e liquidità elevata. Sono garantiti da un vincolo di una parte degli attivi della banca che vengono esclusivamente destinati alla remunerazione e rimborso del titolo²⁵.

Tutti questi interventi hanno avuto un'efficacia non trascurabile, ma l'impatto è stato meno incisivo poiché il canale di trasmissione della politica monetaria era paralizzato. Infatti, le quantità di risorse che vengono emesse da una banca centrale non si trasferiscono all'economia reale se le banche sono restie ad erogare mutui o a scambiarsi liquidità. Inoltre, la frammentazione delle pratiche di vigilanza bancaria e la mancata coordinazione tra i vari paesi dell'Eurozona ha compromesso la risoluzione della crisi in tempi brevi²⁶.

È in questo contesto, alla fine del 2009, che viene effettuato il primo stress test alle banche dell'eurozona da parte del comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (CEBS). Lo stress test è uno strumento che permette di misurare la solidità patrimoniale di intermediari finanziari, in questo caso le banche. Viene impostato uno scenario avverso come, ad esempio, un crollo dei prezzi degli attivi e si quantificano le perdite che si sarebbero ipoteticamente verificate presso ogni istituto finanziario. Dai risultati le autorità di vigilanza valutano se i requisiti minimi di capitale e liquidità sono soddisfatti dalla singola banca e procedono a classificare le banche come “passate” o “fallite”²⁷. Le banche che non passano il test sono obbligate a prendere misure correttive immediate. Tuttavia, gli esperti non concordano sull'efficacia di questo intervento. Secondo Baldwin e Wyplosz, al paragrafo 19.4.3, l'intervento è stato tardivo e non ha considerato adeguatamente la possibilità di una crisi del debito pubblico. Di conseguenza, le tensioni sono esplose quando è

²³ Per le misure aggiuntive effettuate dalla BCE, vedi Hobelsberger, Christoffer Kok, Francesco Paolo Mongelli. Settembre 2022, aggiornato 2023. A tale of three crises: synergies between ECB tasks. Pubblicato da BCE. BCE - Occasional Paper Series n. 305.

²⁴ Per date e misure effettuate vedi BCE, 2024, “Asset purchase programmes”, disponibile su [BCE/Monetary policy and markets/Instruments/APP](#), [giugno 2024].

²⁵ Per descrizione di covered bond vedi Borsa Italiana, 28 settembre 2007, “Covered bond, obbligazioni garantite”, disponibile su [Borsa Italiana/Notizie/Formazione finanziaria](#), [giugno 2024].

²⁶ Per le difficoltà presso i canali di trasmissione della politica monetaria vedi Hobelsberger, Christoffer Kok, Francesco Paolo Mongelli. Settembre 2022, aggiornato 2023. Pubblicato da BCE. A tale of three crises: synergies between ECBtasks.

²⁷ Vedi articolo di Money, 9 ottobre 2017, “Che cos'è lo stress test?”, disponibile su [Money/Economia e finanza/Approfondimenti](#), [giugno 2024].

emersa la notizia dell'insostenibilità del debito pubblico greco. Secondo Hobelsberger, Christoffer Kok e Francesco Paolo Mongelli lo stress test è stato uno strumento importante per mappare quali banche erano più solide e quali no, rendendo più chiara la reale situazione in cui versava il settore bancario²⁸.

3.2 INTERVENTI IN RISPOSTA ALLA CRISI DEL DEBITO SOVRANO

Nell'ottobre del 2009, la dichiarazione del governo greco fa spostare l'attenzione dei mercati dalle istituzioni finanziarie alla sostenibilità dei debiti pubblici degli stati nazionali e la crisi si propaga rapidamente. I timori sul default di uno o più stati membri possono essere visti dagli spread sui tassi d'interesse che aumentano significativamente a partire dalla metà del 2009.

Per contrastare questo processo auto rinforzato dal doom loop e dal market equilibria (affrontati nel secondo capitolo), la BCE introdotto sequenzialmente misure eccezionali:

- due nuove LTRO a scadenza tre anni;
- il Securities Market Programm: SMP;
- l'Outright Monetary Transactions: OMT;
- il Quantitative Easing: QE.

Il SMP è un programma di acquisto di titoli di stato lanciato nel maggio del 2010 allo scopo di bloccare l'aumento degli spread, contenere i tassi d'interesse e scongiurare i default degli stati in difficoltà. Questa misura si è rivelata non efficace a placare le tensioni nei mercati. I motivi per i quali questa misura non è stata sufficiente a smorzare la fase più acuta della crisi non sono chiari. Baldwin e Wyplosz definiscono la misura *"too little, too late"* poiché il programma aveva risorse limitate e ormai in ritardo perché la crisi si era diffusa in Portogallo, Irlanda e Spagna²⁹.

Il 26 luglio 2012 il nuovo presidente della BCE, Mario Draghi esordisce con il discorso che da molti è stato considerato come il punto di svolta della crisi e del ruolo della BCE all'interno dell'Eurozona. ***"The ECB is ready to do whatever it takes to preserve the Euro. And believe me, it'll be enough."*** Questo annuncio è stato interpretato come una promessa di intervento nel mercato dei titoli di stato di tutti quei paesi che sarebbero stati in difficoltà. Anche questo è uno strumento di politica monetaria non convenzionale ed è chiamato "Forward Guidance". Si riferisce cioè alle dichiarazioni che una banca centrale fa pubblicamente per influenzare le aspettative dei mercati e raggiungere gli obiettivi di politica monetaria. Da questo punto in poi la BCE cambierà totalmente

²⁸ Vedi Hobelsberger, Christoffer Kok, Francesco Paolo Mongelli. Settembre 2022, aggiornato 2023. A tale of three crises: synergies between ECB tasks. Pubblicato da BCE. BCE - Occasional Paper Series n. 305.

²⁹ Vedi Baldwin e Wyplosz. 2020. *The economics of European integration*. Sesta edizione, editore: McGraw-Hill Education.

approccio alla politica monetaria e introdurrà misure decisive per stabilizzare i mercati³⁰ e stimolare l'economia.

L'OMT, annunciato nel settembre del 2012, ha sostituito il SMP ed ha contribuito sensibilmente alla stabilizzazione dei tassi d'interesse. A differenza di quest'ultimo, le risorse che la BCE era pronta ad utilizzare non avevano limiti. Come il SMP, l'OMT è un programma di acquisto di titoli di stato a breve termine (da uno a tre anni) sul mercato secondario a sostegno degli stati membri in difficoltà. Ciò sarebbe avvenuto a patto che questi introducano riforme strutturali e avviino piani di risanamento dei conti pubblici. La condizione è: aver ricevuto fondi europei di salvataggio tramite il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES)³¹.

La combinazione di forward guidance e annuncio dell'OMT ha avuto un effetto immediato sugli spread, nonostante la BCE non abbia fatto nessun acquisto nell'ambito di questo programma. È successo perché, grazie a queste azioni, alla BCE è stato riconosciuto il ruolo di prestatore di ultima istanza, mettendo fine all'ambiguità che si era creata dal trattato di Maastricht e dalla creazione dell'Unione Economica e Monetaria. Di conseguenza, i multiple equilibria dei mercati hanno virato da aspettative di default (“bad equilibrium”) ad aspettative di stabilizzazione (“good equilibrium”) dell'Eurozona³².

La crisi è rientrata per la maggior parte dei paesi dell'Eurozona tra la fine del 2012 e l'inizio del 2013 e molte riforme sono state fatte per rimuovere quegli ostacoli che hanno contribuito all'aggravamento dell'economia. Ad esempio, nel 2014 è stato creato il Consiglio di Vigilanza come responsabile delle attività del Meccanismo di Vigilanza Unico. Questo nuovo organo si aggiunge agli altri tre presentati nel primo capitolo ed è composto da presidente, vicepresidente, quattro membri designati dal Comitato Esecutivo della BCE e da un rappresentante per ciascuna autorità nazionale di vigilanza. Le funzioni principali includono la supervisione delle banche dell'Eurozona, il rilascio di licenze per nuove banche, e la valutazione della conformità degli assetti organizzativi e della gestione del rischio alle normative UE e nazionali. Gli obiettivi perseguiti sono la stabilità finanziaria e la trasparenza dei mercati, nonché assicurare che i depositi dei consumatori presso le banche siano sicuri³³. La creazione del MVU è stata necessaria per centralizzare il sistema di supervisione degli intermediari finanziari e per prevenire future crisi finanziarie nell'Eurozona.

³⁰ Vedi Hobelsberger, Christoffer Kok, Francesco Paolo Mongelli. Settembre 2022, aggiornato 2023. A tale of three crises: synergies between ECB tasks. Pubblicato da BCE. BCE - Occasional Paper Series n. 305.

³¹ Vedi Pictet, settembre 2018, “Guida alle Outright Monetary Transactions in 5 punti”, disponibile su [Pictet/Economia e finanza](#), [giugno 2024].

³² Vedi Baldwin e Wyplosz. 2020. The economics of European integration. Sesta edizione, editore: McGraw-Hill Education. Pag. 496.

³³ Vedi BCE, 2024, “Meccanismo di Vigilanza Unico”, disponibile su [BCE/chisiamo/MeccanismodiVigilanza Unico](#), [giugno 2024].

Tuttavia, il mix di politiche di austerità e i ritardi nell'implementazione degli interventi di politica monetaria hanno causato una significativa contrazione economica in molti paesi europei, ad esempio, l'Italia non ha ancora raggiunto il livello di PIL reale pre 2008³⁴. Questa stagnazione economica ha spinto la BCE a lanciare il programma di Quantitative Easing (QE) nel 2015. La motivazione ufficiale della BCE era di portare il tasso d'inflazione al di sotto dell'obiettivo dichiarato del 2%, in linea con il suo mandato. Tuttavia, la ragione principale era stimolare l'economia³⁵. Anche questo intervento di politica monetaria rimane “dietro la curva”, poiché la FED ha lanciato un programma simile sei anni prima. Le motivazioni di questo ritardo possono essere ricondotte a quella linea di pensiero che considera questo tipo di interventi come estranei al mandato della BCE e contrari alle linee guida dei trattati del TUE e TFUE³⁶. Il programma di acquisto titoli ha per oggetto obbligazioni (governative, private, garantite, ecc...) al fine di incentivare la crescita economica e inflattiva attraverso tre canali principali:

- **Trasmissione diretta:** tramite l'acquisto di attività del settore privato, si verifica un aumento della domanda e dei prezzi di queste attività. Questo incentiva le banche a concedere più prestiti e creare più titoli. La maggiore disponibilità di prestiti riduce i tassi d'interesse bancari per famiglie e imprese, migliorando le condizioni di finanziamento.
- **Riequilibrio nei portafogli:** la BCE ha acquistato attività dei settori pubblico e privato da investitori come fondi pensione, banche e famiglie. Questi investitori possono reinvestire i fondi ottenuti in altri strumenti finanziari, aumentando la domanda complessiva di attività. Questo meccanismo di riequilibrio dei portafogli fa salire i prezzi e scendere i rendimenti.
- **Effetto di segnalazione:** se l'inflazione rimane bassa e gli acquisti di attività da parte della BCE continuano, allora i tassi d'interesse di riferimento saranno mantenuti bassi. Nei mercati si riducono volatilità ed incertezza, rendendo più facile ai privati (soprattutto individui e imprese) prendere decisioni di investimento.

Questi tre canali vanno quindi a stimolare gli investimenti riducendone il costo e la volatilità, che a sua volta impatterà positivamente sul PIL e sui consumi³⁷. Il Quantitative Easing ha di fatto immesso nell'economia una gigantesca massa monetaria in circolazione e ha quadruplicato

³⁴ Vedi FRED St. Louis, aggiornato 7 giugno 2024, “Real GDP for Italy from 1995 to 2023”, disponibile su [FRED/EconomicData/Real GDP for Italy, FRED St. Louis.](https://fred.stlouisfed.org/series/RealGDPforItaly), [20/06/2024].

³⁵ Vedi Baldwin e Wyplosz. 2020. *The economics of European integration*. Sesta edizione, editore: McGraw-Hill Education. Pag. 496.

³⁶ Vedi Alberto Battaglia, Wall Street Italia, 6 maggio 2020, “*Quantitative Easing: quando è iniziato, storia*”, disponibile su [Wall Street Italia](https://www.wallstreetitalia.com/), [giugno 2024].

³⁷ Vedi BCE, 25 novembre 2022, “*Come funziona il programma di acquisto di attività?*”, disponibile su [BCE/Tu e la BCE/Chiarezza](https://www.bce.europa.eu/it/la-bce/chiarizza), [giugno 2024].

l'attivo dello stato patrimoniale della BCE che è passato da 2,2 trilioni nel 2014 a ben 8,5 trilioni nel 2021³⁸.

³⁸ Vedi BCE, 22 febbraio 2024, “*Annual consolidated balance sheet of the Eurosystem*”, disponibile su [BCE/Financial Statement/AnnualReport/Eurosystem balance sheet](#), [giugno 2024].

CONCLUSIONE –

IL RUOLO DELLA BCE DURANTE LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO

L'analisi condotta in questo scritto ci consente di dare una risposta alla domanda: “qual è stato il ruolo della BCE durante la crisi del debito sovrano?”. La necessità di garantire la sopravvivenza dell'Euro durante la crisi del debito ha trasformato il ruolo della BCE da garante del mantenimento della stabilità dei prezzi a garante della solidità dell'UEM. La BCE ha superato l'ambiguità con cui era percepita, assumendo un nuovo ruolo come prestatore di ultima istanza nel settore bancario e nel mercato dei titoli di debito pubblico dei paesi dell'Eurozona. Tuttavia, a causa delle profonde debolezze interne all'Eurozona (frammentazione politica, economie diverse, frammentazione del settore bancario) la BCE non può diventare un prestatore pieno di ultima istanza. Un sostegno monetario incondizionato potrebbe innescare fenomeni di azzardo morale da parte degli Stati, disincentivando gli stessi dal perseguire una corretta disciplina fiscale e finire in un'ulteriore crisi del debito futura.

La gigantesca massa di liquidità iniettata nell'economia tramite il QE dalla BCE durante la presidenza di Mario Draghi ha dato la possibilità a tutti i membri dell'Eurozona di fare politiche finalizzate agli investimenti e riforme strutturali a basso costo, ma questa strategia monetaria non è esente da potenziali rischi e non tutti gli stati hanno impiegato diligentemente queste risorse. Mantenere misure non convenzionali per periodi di tempo prolungati può portare il sistema economico (banche, privati, governi) ad una dipendenza eccessiva dai bassi tassi d'interesse. Da quando l'inflazione ha iniziato a crescere esponenzialmente nell'eurozona da giugno 2021 a tassi di crescita a doppia cifra nel 2022³⁹ e la politica monetaria è diventata restrittiva, gli effetti sono stati significativi. Paesi come la Germania sono entrati in recessione, mentre altri come Italia e Francia affrontano attualmente problemi legati al costo del debito pubblico, per una crescita reale complessiva della zona Euro stimata per il 2024 pari allo 0,8%⁴⁰.

³⁹ Vedi FRED St. Louis, aggiornato 18 giugno 2024, “*Harmonized Index of Consumer Prices: All Items for Euro area (19 countries)*”, disponibile su [FRED/EconomicData/Inflation for Euro area](https://fred.stlouisfed.org/series/FRED/EconomicData/Inflation%20for%20Euro%20area), [20/06/2024].

⁴⁰ Vedi Commissione Europea, 15 maggio 2024, “*Secondo le nuove previsioni, nell'UE si registrerà una crescita economica e un ulteriore calo dell'inflazione*”, disponibile su [Commissione europea/news/forecast](https://commissione-europea.eu/news/forecast), [giugno 2024].

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

Fonti primarie:

1. Banca Centrale Europea, “*Rotazione dei diritti di voto in seno al Consiglio direttivo*”;
2. Banca Centrale Europea, 29 aprile 2009, “*Conventional and unconventional monetary policy*”;
3. Banca Centrale Europea, Monetary policy & markets/Instruments/Asset purchase programm;
4. Banca Centrale Europea, 22 gennaio 2016 aggiornato il 25 novembre 2022, “*Come funziona il programma di acquisto attività della BCE?*”;
5. Banca Centrale Europea, Monetary policy & markets/Instruments, “*The Eurosystem’s instruments*”;
6. Banca Centrale Europea, “*Annual consolidated balance sheet of the Eurosystem*” dal 1999 al 2023;
7. Banca Centrale Europea; 9 dicembre 2016 aggiornato 25 agosto 2021, “*Come funziona l’allentamento quantitativo*”;
8. Banca Centrale Europea/Vigilanza Bancaria, “*Meccanismo di Vigilanza Unico*”;
9. Banca Centrale Europea, comunicato stampa 4 giugno 2009, acquisto covered bonds;
10. Banca d’Italia, 25 marzo 2014, “*L’uscita dalla crisi del debito sovrano: politiche nazionali, riforme europee, politica monetaria*”, Ignazio Visco Lectio magistralis;
11. Banca d’Italia, “*assetto istituzionale e organizzativo dell’Eurosistema*”;
12. Commissione Europea, 15 maggio 2024, “*Secondo le nuove previsioni, nell’UE si registrerà una crescita economica e un ulteriore calo dell’inflazione*”, articolo scritto dalla Direzione generale della Comunicazione;
13. CONSOB, Educazione Finanziaria, “*crisi debito sovrano 2010-2011*”;
14. Federal Reserve Economic Data (FRED) St. Louis;
15. Federal Reserve History, 22 novembre 2013, “*Banking Act of 1933 (Glass-Steagall)*”.
16. Gazzetta ufficiale n. C 191 del 29 luglio 1992 – EUR LEX - Trattato di Maastricht;
17. Gazzetta ufficiale n. C 202/99 – EUR LEX – Articolo 125 del TFUE;
18. Parlamento Europeo, Note tematiche sull’Unione europea, “*Storia dell’Unione economica e monetaria*”;
19. Parlamento Europeo, Note tematiche sull’Unione Europea, “*La Banca Centrale Europea*”;
20. Parlamento Europeo, Note tematiche sull’Unione Europea, “*Politica monetaria europea*”.

Fonti secondarie:

1. Baldwin e Wyplosz. 2020. *“The economics of European integration”*. Sesta edizione, editore: McGraw-Hill Education;
2. Banco BPM, glossario SMP;
3. Alberto Battaglia, 6 maggio 2020, *“Quantitative Easing: quando è iniziato, storia”*, Wall Street Italia;
4. Irina Bilan e Angela Roman, 2012, *“The Euro area sovereign crisis and the role of ECB’s monetary policy”*, Procedia Economics and Finance;
5. Adrian Blundell-Windall, 2012, *“Solving the Financial and Sovereign Debt Crisis in Europe”*, OECD journal;
6. Borsa Italiana, maggio 2012, *“le LTRO”*;
7. Nicola Borzi, 11 giugno 2019, *“Che cos’è il prestatore di ultima istanza”*, Valori (disponibile su <https://valori.it/che-cose-il-prestatore-di-ultima-istanza/>);
8. Vittorio da Rold, 2018, Sole 24 Ore, *“Il debito greco, una lunga storia di errori”*.
9. Paul De Grauw, 28 novembre 2011, *“Why the ECB refuses to be a Lender of Last Resort”*, Vox Eu CEPR;
10. Daniel Gros, 27 novembre 2017, *“Banks as buyers of last resort for government bonds”*, Vox Eu CEPR;
11. Karin Hobelsberger, Christoffer Kok, Francesco Paolo Mongelli. Settembre 2022, aggiornato 2023. Pubblicato da BCE. A tale of three crises: synergies between ECB tasks. BCE - Occasional Paper Series n. 305;
12. Luca Lionello, 2015, *“Il nuovo ruolo della BCE nella crisi del debito sovrano europeo”*, The Federalist;
13. Pictet AM Italia, settembre 2018, *“Guida alle OMT in 5 punti”*;
14. Eda Zoli e Silvia Sgherri, 17 novembre 2009, *“Euro-area sovereign risk during the crisis”*, Vox Eu CEPR.