



SAPIENZA
UNIVERSITÀ DI ROMA

La politica monetaria non convenzionale della BCE a seguito della crisi globale

Facoltà di Economia
Corso di Laurea triennale in Economia
Cattedra di Economia Politica

Candidato
Maurizio Mostacci

Relatore
Prof. Francesco Nucci

A/A 2013/2014

Indice:

- 1. Introduzione.....pag. 2
- 2. Strumenti e obiettivi delle banche centrali e meccanismi di trasmissione della politica monetaria.....pag. 3
- 3. Le politiche monetarie adottate nell'eurozona prima della crisi.....pag. 7
- 4. Lo scoppio della crisi economica globale e la risposta della BCE.....pag. 17
- 5. Efficacia degli strumenti non convenzionali.....pag. 32
- 6. Conclusioni.....pag. 37
- Bibliografia e sitografia.....pag. 41

1. Introduzione

La recente crisi economica globale ha avuto, e continua ad avere, un peso enorme per tutti i settori dell'economia. In Europa la grande recessione è giunta dopo meno di dieci anni dall'introduzione della moneta unica. Ciò ha messo a dura prova le istituzioni economiche dell'Unione europea, sia per la loro giovane età sia perché esse, insieme all'euro, sono state una novità per la storia dell'antico continente occidentale. Tra queste, quella che sicuramente sta avendo un ruolo importante nel contrastare la crisi economica, è la Banca Centrale Europea (BCE), posta alla guida della politica monetaria attuata dal Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC).

La BCE, soprattutto negli ultimi anni di severa recessione, ha dovuto affrontare una serie di sfide, manovrando e modificando gli strumenti che già aveva a disposizione e creandone di nuovi. Questi ultimi, dato il loro utilizzo esclusivo in periodo di crisi, con il tempo hanno preso il nome di “strumenti o politiche non convenzionali”.

Obiettivo di questo lavoro è analizzare l'evoluzione che ha subito la politica monetaria europea in risposta alla recessione globale, studiando le diverse modalità di utilizzo di ogni singolo strumento approntato.

Nel capitolo 2 verranno esposti, in primo luogo, gli strumenti, gli obiettivi e le strategie che generalmente caratterizzano le attività di una qualsivoglia banca centrale e, successivamente, come funziona, dal punto di vista teorico, il meccanismo di trasmissione degli impulsi monetari. Infine si vedrà brevemente in cosa differiscono le principali teorie economiche riguardo l'effettiva capacità della politica monetaria di influenzare le variabili reali.

Il capitolo 3 sarà volto ad analizzare, *in primis*, la particolare strategia di politica monetaria della BCE, vedendo in cosa consiste, nello specifico, l'obiettivo finale di stabilità dei prezzi. Si studieranno, poi, gli strumenti che tradizionalmente sono a disposizione di questa istituzione al fine di svolgere il proprio mandato.

Il capitolo 4 si concentrerà, invece, sulla crisi economica globale e sulle risposte che la BCE ha dato alle problematiche da essa causate. Si

procederà ricostruendo cronologicamente la crisi e vedendo quali strumenti la Banca Centrale Europea ha via via manovrato, modificato o introdotto.

Il capitolo 5 sarà dedicato all'esposizione di alcuni studi empirici atti a verificare l'efficacia delle manovre non convenzionali adottate.

Nel capitolo 6 si potranno, infine, trarre le conclusioni sul successo o meno delle politiche della BCE, facendo una riflessione sull'adeguatezza dello statuto di tale istituzione nel fornire strumenti necessari in pesanti periodi di recessione. Si cercherà, inoltre, di suggerire una strada idonea a risolvere le problematiche ancora esistenti, a prescindere dal ruolo della Banca Centrale Europea.

2. Strumenti e obiettivi delle banche centrali e meccanismi di trasmissione della politica monetaria

La banca centrale è quell'istituzione che ha il potere di signoraggio, ossia la capacità di erogare e immettere nel sistema economico la moneta legale del suo Paese, attraverso variazioni del proprio stato patrimoniale. Ogni banca centrale ha, poi, i propri obiettivi finali. Essi sono legati al controllo dei tassi di inflazione e/o di disoccupazione e al perseguimento della stabilità del sistema finanziario.

Le banche centrali hanno a disposizione una serie di strumenti attraverso i quali poter perseguire il loro mandato. Tuttavia la risposta del sistema può arrivare dopo molto tempo (anche due anni). Le BC, quindi, sono solite tenere sotto osservazione anche altre variabili intermedie.

A tal proposito, come affermano Ciccarone e Gnesutta (2009), a livello tattico vengono posti gli obiettivi operativi, i quali riguardano variabili che possono essere influenzate dagli strumenti propri delle BC, mentre a livello strategico, tra gli obiettivi finali e quelli operativi, vi sono gli obiettivi intermedi.

In genere, i principali strumenti propri delle banche centrali sono le Operazioni di Mercato Aperto o OMA (sia sul mercato interno che su quello estero), le variazioni dei tassi ufficiali di sconto e la fissazione del coefficiente di riserva obbligatoria.

Le prime possono riguardare la compravendita di titoli sul mercato finanziario (acquistando titoli si immette moneta legale nel sistema, vendendoli si sottrae) nel caso in cui il sistema economico sia mercatocentrico. Se, invece, è di tipo bancocentrico, le OMA guarderanno maggiormente al prestito di base monetaria alle banche ordinarie. L'eurozona appartiene alla seconda fattispecie.

Le banche, per esigenze di cassa, possono dover necessitare di liquidità o averne in eccesso. Esse hanno allora due possibilità: domandare (offrire) liquidità o sul mercato interbancario oppure alla banca centrale che la cederà (deposerà in un conto corrente presso se stessa) ai tassi ufficiali. Modificando questi ultimi saggi, la banca centrale può influenzare il tasso di interesse del mercato monetario (*EONIA* o *EURIBOR* per l'Area euro).

Tutte le banche hanno, poi, l'obbligo di depositare una certa quota della loro raccolta di fondi presso la rispettiva banca centrale. Aumentando (riducendo) tale quota si avranno effetti restrittivi (ampliativi) sulla quantità di moneta in circolo.

Gli obiettivi operativi possono riguardare vari aggregati monetari, in quanto essi misurano l'offerta di moneta nel sistema economico in un preciso momento. Tra questi, i principali sono:

- *M1*, il quale comprende: circolante e depositi in conto corrente;
- *M2*, che comprende: *M1*, depositi con durata prestabilita fino a due anni e depositi prelevabili con preavviso fino a tre mesi;
- *M3*, il quale comprende: *M2*, pronti contro termine, quote di fondi comuni monetari, titoli del mercato monetario e obbligazioni con scadenza originaria fino a due anni.

Come scrivono Ciccarone e Gnesutta (2009) nel loro lavoro, “[...] la sostituibilità degli aggregati contenuti in *M3* con le attività finanziarie non liquide [...] è minore di quella che caratterizza le attività presenti al suo interno [...]” (pag. 76). Ciò permette a questo aggregato di essere più stabile nel medio periodo. Esso, inoltre, possiede una maggiore capacità di anticipare l'evoluzione dei prezzi. Come risultato si ha che *M3* è preferito come indicatore nella condotta delle manovre monetarie delle banche centrali.

Gli obiettivi intermedi mirano in genere all'equilibrio del sistema finanziario: le variabili da tenere sotto controllo sono tipicamente i tassi di interesse, il credito disponibile e la quantità di moneta.

Ma in quale modo le varie BC riescono a raggiungere i loro scopi?

Di seguito verranno riportate sinteticamente le descrizioni, fornite da Ciccarone e Gnesutta, di quelle che i due autori considerano le principali strategie di politica monetaria.

Con il *monetary targeting* la banca centrale, facendo affidamento sulle informazioni derivanti da uno o più aggregati monetari, tenta di influenzare l'andamento dei prezzi, annunciando obiettivi specifici per tali aggregati e instaurando un meccanismo che impedisca ampi e sistematici discostamenti dagli obiettivi dichiarati. Tale strategia si basa su due ipotesi. La prima riguarda la relazione tra moneta e livello dei prezzi: tra i due deve esserci una relazione stabile di medio-lungo periodo. La seconda vuole che la BC sia in grado di controllare nel breve periodo la quantità di moneta attraverso gli strumenti disponibili.

L'*inflation targeting*, invece, consiste in un impegno esplicito e annunciato pubblicamente dalla banca centrale di conseguire, in un determinato arco di tempo, uno specifico livello del tasso di inflazione. Tale tattica facilita la comprensione da parte dei cittadini di obiettivo, strategia adottata e comportamento espansivo o restrittivo delle manovre monetarie, rende la BC indipendente da influenze politiche, aumenta la sua trasparenza e la sua *accountability* e permette un ancoraggio delle aspettative del pubblico sull'inflazione. Tuttavia, l'*inflation targeting* non consente alla BC di avere sufficiente flessibilità nel rispondere a *shocks* imprevisti e di dare adeguata importanza ad altri obiettivi finali fondamentali (in caso di molteplici *targets* si avrebbe una riduzione della trasparenza e dell'*accountability* della banca centrale). Essa, inoltre, in presenza di errori nelle stime sull'andamento dei prezzi, induce a decisioni sbagliate da parte della BC.

Si analizzerà ora il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, come descritto in uno schema riportato nel documento "La Politica Monetaria della BCE" fornito dalla stessa Banca Centrale Europea nel 2004.

Il potere di signoraggio consente alle banche centrali di influenzare la quantità di moneta variando la base monetaria presente nel sistema economico. Modificando la quantità di moneta legale e le condizioni alle quali essa viene immessa in circolazione (i tassi ufficiali di sconto), le BC possono alterare le condizioni del mercato finanziario e degli intermediari creditizi, influenzando le aspettative degli agenti economici, i tassi di interesse bancari e di mercato, i prezzi delle attività finanziarie, il tasso di cambio e le condizioni di liquidità e di credito dell'economia.

Tutte queste variabili incidono poi sulla domanda e l'offerta nel mercato dei beni e nel mercato del lavoro, determinando variazioni dei prezzi interni e dei salari.

I primi, insieme al livello dei prezzi delle importazioni (quest'ultimi influenzati, anche, dalle oscillazioni del tasso di cambio), definiscono l'andamento generale dei prezzi. La variazione dei salari, invece, può influire sul tasso di disoccupazione.

Come affermano Ciccarone e Gnesutta (2009), esistono due canali di trasmissione della politica monetaria. Il primo è il canale del tasso di interesse, il quale agisce attraverso variazioni dei tassi ufficiali; il secondo è il canale creditizio, che si basa sulla quantità di liquidità prestata alle banche ordinarie.

Secondo Ciccarone e Gnesutta, il processo di trasmissione della politica monetaria può essere reso incerto da una serie di elementi.

In primo luogo si deve osservare che gli effetti degli interventi delle BC possono realizzarsi con ritardi che dipendono dal canale di trasmissione utilizzato.

In secondo luogo, la BC non è la sola a poter influenzare il sistema monetario e creditizio, in quanto lavora in concomitanza con altri fattori indipendenti dal suo operato. Gli effetti delle politiche monetarie si intrecciano con quelli degli *shocks* che si vogliono contrastare.

In aggiunta, è necessario osservare che la struttura economica muta continuamente, sia dal punto di vista istituzionale sia per quanto riguarda le condizioni tecnologiche.

Infine, si può considerare che gli agenti finanziari sono dotati di aspettative *forward looking*, ossia hanno la capacità di anticipare gli interventi della banca centrale: ciò fa nascere un'interazione tra i mercati e i responsabili della politica monetaria, rendendo più complesse le decisioni da prendere.

Un acceso dibattito sull'efficacia delle manovre monetarie si è aperto tra le varie scuole economiche, che più precisamente si sono scontrate sulla pendenza della scheda *AS* (o dell'offerta aggregata) nel breve e nel lungo periodo. Tale curva è situata all'interno di uno spazio cartesiano in cui sono rappresentati il prodotto sulle ascisse e il livello dei prezzi sulle ordinate. Di seguito sono riportati brevemente i due punti di vista principali, come descritti da Ciccarone e Gnesutta.

La scuola di pensiero della Nuova Economia Classica afferma che la *AS* di lungo periodo è rigida, come se il sistema economico ritornasse sempre ad uno stesso livello di *output* che si può definire "naturale". Quindi, se si prendesse in considerazione un intervallo di tempo abbastanza ampio, la politica monetaria non avrebbe alcun effetto sul prodotto o sull'occupazione: ogni manovra monetaria avrà come unico risultato solo una variazione dei prezzi. Una casistica si apre, invece, relativamente alla *AS* di breve periodo: se gli agenti non fossero a conoscenza della strategia dei *policy makers*, la sua pendenza risulterebbe positiva. Nel caso contrario, essa sarà, come nel lungo periodo, verticale.

La Nuova Economia Keynesiana, invece, sostiene la viscosità dei prezzi e dei salari, causata da imperfezioni nei mercati. Dati i prezzi, saranno il prodotto e il tasso di disoccupazione a variare. Nello specifico, il tasso di disoccupazione tenderà verso il *NAIRU* (*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*), ossia quel valore che garantisce la stabilità dell'inflazione. La *AS* tenderà, quindi, ad avere una pendenza orizzontale e la politica monetaria riuscirà ad influenzare l'*output* e l'occupazione.

3. Le politiche monetarie adottate nell'eurozona prima della crisi

Nel precedente capitolo si sono esposti brevemente gli obiettivi e gli strumenti che generalmente caratterizzano l'operato delle banche centrali.

L'obiettivo ora è quello di analizzare più nello specifico la BCE, la Banca Centrale Europea.

Secondo quanto affermano Ciccarone e Gnesutta (2009), la strategia di politica monetaria adottata dalla Banca Centrale Europea è un ibrido tra l'*inflation targeting* e il *monetary targeting*. Infatti la BCE è solita sia annunciare pubblicamente il suo obiettivo di inflazione, che utilizzare l'aggregato *M3* come primo indicatore per le sue decisioni.

Il secondo pilastro è, invece, l'Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo. Quest'ultimo si ricollega all'obiettivo finale della BCE, esposto nel *primo comma* dell'art. 127 del *Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE)*:

“L'obiettivo principale del Sistema europeo di banche centrali, in appresso denominato «SEBC»,¹ è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali dell'Unione al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi dell'Unione definiti nell'articolo 3 del trattato sull'Unione europea.² Il SEBC agisce in conformità del principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza, favorendo una efficace allocazione delle risorse e rispettando i principi di cui all'articolo 119.”

Perché l'inflazione viene considerata un problema così serio, tale che il suo contenimento è l'obiettivo principale del SEBC e della BCE?

In primo luogo, si possono individuare i due principali costi dell'inflazione: lo *shoe leather cost*, ovvero il costo opportunità in termini di energie e tempo che gli individui subiscono nel cercare di contrastare o di reagire agli effetti dell'inflazione (come quello derivante dalla gestione di moneta e attività finanziarie finalizzata ad evitare perdite in conto capitale causate dalla

¹ La BCE fa parte, insieme alle banche centrali degli Stati membri dell'Unione Europea, del SEBC.

² Il trattato in questione è conosciuto anche con la sigla di *TUE*.

variazione del potere di acquisto del denaro), ed il *menu cost*, ossia il costo derivante dalla continua necessità di aggiornare i listini dei prezzi.

Inoltre, in un sistema fiscale caratterizzato da un'imposizione progressiva, l'inflazione genera una distorsione nota come *fiscal drag*, che può essere eliminata indicizzando gli scaglioni.

In aggiunta, un tasso di inflazione che presenta valori troppo elevati, oppure oscillazioni abbastanza ampie, influisce negativamente sul clima dei mercati di clientela, caratterizzati da relazioni di lungo periodo tra gli agenti.

Infine, in presenza di un sistema economico aperto quale è l'Unione Europea, l'aumento generalizzato dei prezzi riduce la competitività delle imprese appartenenti all'area dell'Unione monetaria.

Più in generale, un'elevata inflazione determina un clima di incertezza e di instabilità che impedisce il corretto e normale svolgimento delle relazioni contrattuali e rende difficile alle Autorità il controllo del sistema economico. Il mantenimento di un tasso di inflazione adeguato assume quindi un'importanza prioritaria tra gli obiettivi della politica monetaria.

Tuttavia, come viene osservato dalla stessa Banca Centrale Europea (2004), sia nel trattato che nello statuto del SEBC e della BCE non viene stabilito quantitativamente un valore dell'inflazione ritenuto congruo. Ciò ha lasciato all'*Eurotower* una certa discrezionalità sul tema, e, nel 1998, il Consiglio direttivo ha dato la seguente definizione della stabilità dei prezzi:

“Per stabilità dei prezzi si intende un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Essa deve essere mantenuta in un orizzonte di medio termine.”

In questa definizione non viene considerato, però, il problema della deflazione, ossia la riduzione generalizzata dei prezzi o un'inflazione prossima allo zero. Come si potrà verificare più avanti, questo è un argomento molto attuale: la tendenza dell'IAPC verso valori sempre più vicini a zero sta allarmando le Autorità monetarie.

Ma per quale motivo il fatto che i beni siano meno costosi deve essere visto in maniera negativa? Secondo quanto scrive Steven Horwitz nel suo articolo

“*Deflation: The Good, the Bad, and the Ugly*” (2010), per prima cosa c'è da dire che l'andamento dei prezzi e quello dei salari sono collegati nel lungo periodo: se i primi aumentano (si riducono), lo faranno anche i secondi. Una riduzione generalizzata dei prezzi non fa, quindi, aumentare il potere di acquisto dei salari.

Proseguendo, Horwitz afferma che, in secondo luogo, è necessario distinguere due tipologie di deflazione: la prima, la “deflazione dei prezzi”, si può avere quando, grazie a un aumento dell'efficienza, è possibile produrre più beni di prima al medesimo costo e quando una maggiore competitività spinge verso il basso i prezzi di vendita; la seconda, la “deflazione monetaria”, è il risultato di un'insufficienza di fondi.

Questo secondo caso è quello da considerarsi nocivo, in quanto, se gli individui si trovassero in una situazione di scarsità di moneta, proverebbero ad aumentare i propri saldi monetari riducendo la spesa (e quindi la domanda) complessiva o svendendo le attività in loro possesso. Ciò provoca una caduta dei prezzi come risultato di una recessione economica.

Per risolvere tale fraintendimento negli obiettivi della BCE, nel 2003 il Consiglio direttivo ha specificato che il tasso di inflazione si deve mantenere nel medio periodo su livelli inferiori “ma prossimi” al 2%.³

Secondo l'*Eurotower* (2004), l'individuazione e l'esplicitazione di una soglia puntuale ha molteplici scopi. In primo luogo, tale comunicazione rende più trasparente l'operato della Banca Centrale Europea.

Poi, avendo uno specifico parametro quantitativo come obiettivo di riferimento, si può più facilmente tenere sotto controllo l'operato dell'Autorità monetaria, accrescendo l'*accountability* della BCE.

Infine, la definizione del *target* è utile per indirizzare le aspettative degli agenti economico-finanziari sull'andamento futuro dei prezzi.

Tuttavia, avendo attribuito con il trattato e lo statuto un obiettivo prioritario alla politica monetaria e, più nello specifico, avendo individuato un valore quantitativo per il rispetto di tale obiettivo, la BCE si trova un po' con le “mani

³ Attualmente la Banca Centrale Europea si sta rivelando incapace di perseguire questo obiettivo.

legate” nell'affrontare in maniera drastica *shocks* che non riguardano la variazione generalizzata dei prezzi, come, ad esempio, un'impennata del tasso di disoccupazione.

C'è da dire, però, che, in concordanza con quanto riportato nel documento “*La Politica Monetaria della BCE*” (2004), l'*Eurotower*, non seguendo regole fisse, conserva una certa discrezionalità nelle sue decisioni. Questo per poter fronteggiare al meglio *shocks* imprevisti, in particolare quelli riguardanti il livello dei prezzi.

In ogni caso, per la Banca Centrale Europea è impossibile neutralizzare *shocks* inflattivi di breve periodo: i ritardi nella trasmissione degli impulsi di politica monetaria sono tali che è auspicabile avere un orientamento di medio termine, anche per evitare di introdurre volatilità all'interno dell'economia reale.

Secondo la BCE, l'incertezza è una variabile comune per tutte le banche centrali, soprattutto se questa riguarda l'affidabilità degli indicatori economici, la struttura dell'economia e il meccanismo di trasmissione. Tentando di neutralizzare questo problema, la Banca Centrale Europea adotta una pluralità di modelli teorici e cerca di “*avere un'impostazione di ampio respiro, che tenga conto di tutte le informazioni rilevanti per individuare i fattori all'origine degli andamenti economici*” (BCE, 2004, pag. 53).

Ad esempio, per comprendere al meglio il processo di formazione dei prezzi, la BCE ha adottato una strategia “a due pilastri”, ossia due prospettive diverse ma complementari di vedere tale meccanismo.

Il primo pilastro è costituito dall'analisi economica, la quale cerca di osservare la formazione dei prezzi nel breve-medio periodo, incentrandosi sull'attività reale e sulla situazione finanziaria: in un arco di tempo non troppo lungo i prezzi evolvono a causa delle interazioni tra domanda e offerta nei vari mercati.

Il secondo pilastro ha a che fare con l'analisi monetaria riguardante, invece, la relazione di lungo periodo tra la moneta e i prezzi.

È bene ora passare ad analizzare i vari strumenti che sono a disposizione della Banca Centrale Europea per perseguire il proprio mandato in periodi normali.

Prima di iniziare, però, bisogna sottolineare che ogni tipologia di finanziamento erogata dall'*Eurotower* avviene sotto forma di operazioni pronti contro termine. Ciò significa che la somministrazione di liquidità avviene tramite acquisti da parte della BCE di titoli presenti nei portafogli dei soggetti che svolgono il ruolo di controparte in queste operazioni (le banche ordinarie), con il loro impegno di riacquistarli dopo un periodo di tempo prestabilito.⁴ Gli *assets* così scambiati svolgono una funzione di garanzia: la banca centrale non può assumersi il rischio che non gli venga restituito ciò che ha prestato. Un'attività, per essere idonea come *collateral*, deve essere inserita in un elenco reso disponibile dalla stessa BCE.⁵

In primo luogo vi sono le Operazioni di Mercato Aperto atte ad immettere liquidità nel mercato. Queste possono essere suddivise in:

- operazioni di rifinanziamento principale;
- operazioni di rifinanziamento a più lungo termine;
- operazioni di regolazione puntuale;
- operazioni di tipo strutturale.

Secondo la BCE (2004), le operazioni di rifinanziamento principale possono essere considerate le Operazioni di Mercato Aperto di maggior rilievo. Con esse la BCE presta liquidità agli istituti creditizi che ne fanno richiesta.

Per poter rivestire il ruolo di controparte della Banca Centrale Europea in queste operazioni, tali istituti devono soddisfare alcuni criteri generali di idoneità.

Le operazioni di rifinanziamento principale hanno una durata di breve periodo.⁶ Prima della crisi economica globale, il loro importo veniva stabilito dalla BCE.

Queste operazioni sono svolte tramite aste *standard* (a livello decentrato), ossia “*aste effettuate secondo un calendario preannunciato e completate nell'arco di 24 ore dalla pubblicazione dell'annuncio alla comunicazione dei*

⁴ Alla scadenza del termine, in genere, la BCE provvede ad immettere nuovamente la liquidità appena assorbita con altre operazioni di rifinanziamento.

⁵ <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/assets/html/index.en.html>

⁶ Il termine preciso, normalmente settimanale, viene stabilito dal Consiglio direttivo.

risultati" (BCE, 2004, pag. 86). Tali aste possono essere svolte a tasso fisso o a tasso variabile.

Nel primo caso, le controparti hanno la possibilità di determinare solo l'importo di liquidità desiderato, mentre il tasso di interesse viene stabilito dalla BCE. L'aggiudicazione dell'importo avviene a riparto, ovvero proporzionalmente al rapporto tra l'ammontare totale delle offerte e quello della liquidità resa disponibile.

Nel secondo caso, invece, gli istituti creditizi possono fissare sia l'importo che il tasso di interesse voluti; relativamente all'assegnazione, la priorità viene data alle offerte con i tassi più elevati e poi, proseguendo, a quelle con tassi mano a mano sempre più bassi, fino al consumo di tutto l'ammontare previsto per tale operazione. In ogni caso, in questa seconda opzione, la BCE può determinare un tasso minimo di offerta, al fine di far intendere il suo orientamento.

All'inizio del suo mandato, nel 1999, la Banca Centrale Europea aveva optato per le aste a tasso fisso. Tuttavia, a seguito di eccessi di richiesta di liquidità (*overbidding*) dovuti ad un discostamento tra il tasso fissato e il tasso di interesse del mercato monetario, dal 27 giugno 2000 la BCE si è orientata verso aste a tasso variabile con un tasso minimo di offerta. Anche con questa modalità si sono riscontrati problemi: le controparti hanno iniziato a chiedere un importo inferiore a quello che occorreva per soddisfare l'obbligo di riserva (*underbidding*). Ulteriori modifiche operative a questo strumento sono state apportate a seguito del fallimento di *Lehman Brothers*, evento che ha innescato la crisi economica globale.

Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, come riportato nel documento "*La Politica Monetaria della BCE*" (2004), sono anch'esse aste *standard* a tasso variabile condotte a livello decentrato e con volumi di aggiudicazione preannunciati.

I requisiti per poter rivestire il ruolo di controparte della BCE in queste operazioni sono gli stessi delle operazioni di rifinanziamento principale.

La differenza con le prime consiste, come si può facilmente intuire dal loro nome, nella durata del termine entro il quale le controparti devono restituire l'importo preso a prestito. Nei primi anni in cui è entrato in vigore l'euro, tale

termine era fissato a tre mesi, ma, con lo scoppiare della crisi e il susseguirsi dei suoi effetti, esso è via via aumentato.

Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine avevano (ed hanno) la funzione di impedire che tutta la liquidità dovesse essere rinnovata ogni settimana. La decisione di porle sotto forma di aste a tasso variabile era stata presa per non interferire con il segnale derivante dalle operazioni di rifinanziamento principale.

Le operazioni di regolazione puntuale, secondo l'*Eurotower*, hanno lo scopo di influenzare le condizioni di liquidità e regolare i tassi di interesse del mercato monetario, soprattutto a seguito di *shocks* dovuti ad eventi e fenomeni imprevisti. Esse sono, quindi, Operazioni di Mercato Aperto *ad hoc*, senza frequenza o scadenza standardizzata, che vengono utilizzate sia per aumentare che per ridurre la quantità di base monetaria in circolo.

Queste tipologie di manovre possono prendere la forma di operazioni temporanee o operazioni definitive, raccolta di depositi a tempo determinato o *swap* in valuta.

Esse vengono effettuate tramite aste "veloci", ossia aste che si svolgono nell'arco di un'ora, o con procedura bilaterale, senza l'instaurazione di un meccanismo d'asta.

Anch'esse sono svolte a livello decentrato dalle Banche Centrali Nazionali (BCN) degli Stati che hanno adottato l'euro, ma, in talune situazioni, la BCE può pretendere che sia lei stessa a condurle.

Le aste relative alle operazioni di regolazione puntuale godono di un numero più ristretto e selezionato di controparti. Questo per ragioni di ordine pratico, date le particolari condizioni in cui si svolgono.

Le operazioni di tipo strutturale, come afferma la BCE nel 2004, hanno lo scopo di correggere la quantità di base monetaria a lungo termine presente nel mercato.

Queste possono prendere la forma di operazioni temporanee, operazioni definitive o emissioni di certificati di debito e sono in grado sia di assorbire che di immettere liquidità in circolazione.

Possono essere condotte a livello decentrato tramite aste *standard* e non hanno nessuna scadenza prefissata.

Oltre alle Operazioni di Mercato Aperto, vi sono le Operazioni attivabili su Iniziativa delle Controparti (OIC).

Tra esse si possono distinguere le operazioni di rifinanziamento marginale e le operazioni di deposito presso la banca centrale.

Come affermano Ciccarone e Gnesutta (2009), le prime hanno la funzione di immettere moneta legale *overnight*⁷ nel mercato, le seconde quella di assorbirla.

Entrambe sono attivabili su iniziativa delle banche europee (le controparti) a tassi fissati dall'*Eurotower* (lo strumento di politica monetaria proprio della BCE, in questo caso, consiste proprio nella regolazione di questi tassi).

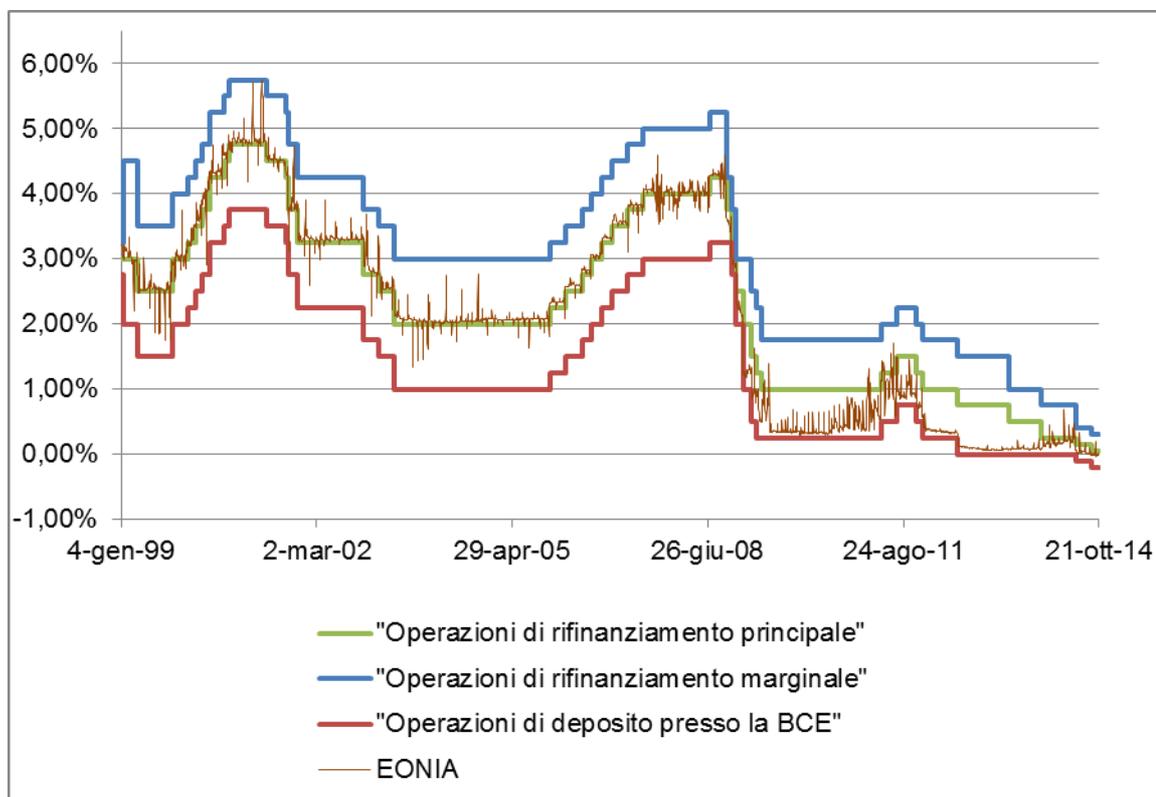
Esse vengono utilizzate solo in casi particolari, in quanto è possibile accedervi unicamente ad un saggio svantaggioso rispetto a quello che vige nel mercato interbancario. Quest'ultimo, determinato dall'intersezione di domanda e offerta di riserve liquide, viene stimato tramite il tasso *EONIA* (*Euro OverNight Index Average*), ossia la "media ponderata dei tassi dei contratti overnight senza garanzia comunicati da un gruppo selezionato di banche operanti sul mercato interbancario dell'area" (Ciccarone, Gnesutta, 2009, pag. 218).

È facile intuire che il tasso *EONIA* deve tendenzialmente essere minore del tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale e maggiore del tasso sulle operazioni di deposito presso la banca centrale: esso si trova, quindi, in un corridoio delimitato dai tassi ufficiali stabiliti dalla Banca Centrale Europea (Fig. 3.1), la quale può, a sua discrezionalità, ampliarlo, ridurlo o spostarlo verso l'alto (politica restrittiva) o verso il basso (politica espansiva). Ciò influenza il tragitto di *EONIA*, il quale sarà costretto a seguire l'andamento del corridoio.

All'interno di esso il tasso *EONIA* ha la possibilità di oscillare: si avvicinerà al limite superiore (tasso di rifinanziamento marginale) se nel mercato interbancario vige una scarsità di liquidità, al limite inferiore (tasso di deposito) nel caso opposto.

⁷ Una certa operazione si dice *overnight* se deve essere estinta entro il primo giorno lavorativo successivo a quello in cui è stata costituita.

Figura 3.1 - Corridoio ufficiale dei tassi di interesse *overnight*; 4 gennaio 1999 - 21 ottobre 2014



Elaborazione su dati BCE (2014)

Secondo Ciccarone e Gnesutta, nel momento in cui l'*EONIA* dovesse arrivare a toccare il suo margine superiore, le banche, ricorrendo alle operazioni di rifinanziamento marginale, si ritroverebbero con il potere di creare tutta la moneta legale che desiderano; viceversa, se l'*EONIA* dovesse ridursi fino al margine inferiore, esse avrebbero il potere di distruggere liquidità tramite le operazioni di deposito presso la banca centrale.

Tali circostanze eccezionali non potrebbero essere tollerate in quanto la banca centrale perderebbe il potere di regolare la quantità di base monetaria in circolo. Quindi, la BCE, in questi casi, si vede costretta a spostare il corridoio oppure a variare la quantità di liquidità mediante le Operazioni di Mercato Aperto.

È bene sottolineare da subito che la regolarità e l'integrazione del mercato interbancario, come il non ricorso alle OIC, rispecchiano una situazione di

normalità. Come si riscontrerà nel capitolo 4, una situazione diversa è sintomo di crisi finanziarie e non permette che il meccanismo di trasmissione della politica monetaria funzioni correttamente.

Non tutti gli istituti creditizi sono abilitati a fare da controparte per le OIC: questa idoneità viene concessa solo ad loro un gruppo ristretto.

Si sono appena analizzati gli strumenti di politica monetaria concernenti i tre principali tassi di interesse ufficiali (tasso di riferimento principale, tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale e tasso sulle operazioni di deposito presso la banca centrale); si può concludere questa rassegna con le manovre del tasso di riserva obbligatoria. Esse sono state sperimentate solo una volta dalla BCE durante la crisi economica globale, come si vedrà più avanti.

La riserva obbligatoria, la quale deve essere depositata in un conto corrente presso la BCE, viene remunerata “[...] *al tasso medio delle operazioni di rifinanziamento principale effettuate nel periodo di mantenimento (un mese a partire dalla data di regolamento del pronti contro termine successivo alla riunione mensile della BCE). L'obbligo di riserva è soddisfatto se, in questo periodo, la media dei saldi di fine giornata del conto di riserva non è inferiore all'importo calcolato sulla base delle consistenze rilevate alla fine del mese precedente [...]*” (Ciccarone, Gnesutta, 2009, pag. 141).

Alla luce di ciò, le banche europee hanno la possibilità di poter mobilitare la propria riserva per le esigenze giornaliere di tesoreria, favorendo una stabilizzazione dei tassi di interesse del mercato monetario.

4. Lo scoppio della crisi economica globale e la risposta della BCE

Come evidenziato più volte, gli strumenti di politica monetaria della BCE fin qui esposti sono relativi ad un periodo di normalità. Quest'ultima è venuta meno quando il 15 settembre del 2008 la *Lehman Brothers*, società finanziaria operante a livello internazionale, ha annunciato la bancarotta. Tale evento ha scatenato, tramite un effetto domino, la più grande crisi economica globale dai tempi della Grande Depressione del 1929.

Secondo Visco (2013), le cause di questa recessione trovano origine, in primo luogo, negli squilibri della bilancia dei pagamenti statunitense, tipicamente in posizione deficitaria e finanziata per lo più dal *surplus* dei Paesi emergenti (in particolare gli Stati asiatici e quelli esportatori di petrolio). Un'altra determinante è rappresentata dalle tensioni nei mercati finanziari (in particolare quelli dei titoli derivati) nei mesi precedenti il fallimento di *Lehman Brothers*, causate da un'incapacità sia delle Autorità che degli operatori economici di valutare i premi per il rischio dei nuovi e sempre più complessi *assets* in circolazione. Tale incapacità è stata fatalmente accostata ad una deregolamentazione di tali mercati.

La crisi finanziaria ha investito in pieno l'economia reale, comportando fallimenti a catena di società e aziende e incrementando vertiginosamente il tasso di disoccupazione.

Pur avendo avuto origine negli Stati Uniti, in breve tempo ha contagiato anche i Paesi europei. In questi ultimi, l'iniziale recessione finanziaria è poi mutata in una crisi del debito sovrano, ancora non risolta.

La Banca Centrale Europea si è sentita minacciata da tali crisi, in quanto esse hanno ostacolato il regolare funzionamento dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria. Secondo Cecioni, Ferrero e Secchi (2011), ciò è dovuto, in particolare, a tre motivi.

In primo luogo, l'instabilità della domanda di liquidità e la limitata redistribuzione delle riserve (in parole povere, tensioni sul mercato interbancario) impediscono alla banca centrale di controllare il tasso di interesse a breve termine.

Poi, le rotture in più segmenti del mercato finanziario non permettono che l'impulso monetario si diffonda in modo adeguato.

Infine, il limite inferiore del tasso di interesse (il quale non può essere negativo) rappresenta un vincolo per l'operato della banca centrale, se anche l'economia reale è stata abbondantemente colpita.

Il cattivo funzionamento del processo di trasmissione degli impulsi di politica monetaria potrebbe ostacolare il controllo dei prezzi da parte della BCE (il suo obiettivo finale). Dato il rischio di perdere il controllo del sistema

monetario, la Banca Centrale Europea ha reagito manovrando gli strumenti a sua disposizione e introducendo le cosiddette politiche non convenzionali.

È bene sottolineare da subito, come evidenziano anche Cour-Thimann e Winkler (2013), che quest'ultime non vanno concepite come un sostituto delle politiche tradizionali descritte nel capitolo 3, bensì come un complemento. Esse hanno l'unico scopo di garantire il buon funzionamento del meccanismo di trasmissione degli impulsi monetari dati dalla BCE. In questo senso, tali politiche si inquadrano bene nel mandato della Banca Centrale Europea e ne rispettano anche la strategia.

Cecioni, Ferrero e Secchi classificano gli strumenti non convenzionali in due categorie: quelli che sfruttano il *signalling channel* e quelli che usufruiscono del *portfolio-balance channel*.

I primi consistono in tutte le comunicazioni attraverso le quali la Banca Centrale Europea fa intendere al pubblico la sua politica ed il suo orientamento al fine di essere più trasparente, di accrescere la sua *accountability* e di indirizzare le aspettative degli agenti economici nella giusta direzione. Facendo ciò, la BCE mette in campo la propria credibilità, sfruttando nel miglior modo possibile l'effetto annuncio.

I secondi si basano sull'ipotesi di sostituibilità imperfetta di attività e passività nello stato patrimoniale del settore privato. Il loro risultato è ottenuto a seguito di variazioni del passivo della BCE: attraverso questa tipologia di strumenti la Banca Centrale Europea ha cercato di facilitare l'accesso alla liquidità per il settore del credito, intervenendo a sostegno dei mercati finanziari in situazioni di difficoltà.

Cour-Thimann e Winkler (2013) inquadrano gli interventi non convenzionali della BCE in un'ottica di flussi di fondi.

Il *leverage* (L) di un agente economico (finanziario o non finanziario) è dato da:

$$L = \frac{D}{A} = \frac{1}{\left(\frac{A-D}{D} + 1\right)}$$

dove D rappresenta l'ammontare di debito, mentre A quello della attività di cui si è in possesso. L può essere ridotta aumentando A-D, ossia o aumentando A o riducendo D.

Si ha un *deleveraging* disordinato se, nel tentativo di ridurre D (il numeratore), si vendono le proprie attività. In questo modo si ottengono due effetti, entrambi volti a ridurre il valore di A, il denominatore.

In primo luogo, si potrà assistere ad una riduzione del volume delle attività, con un annullamento dell'intento iniziale.

In secondo luogo, se tale operazione viene effettuata da un numero consistente di operatori, si otterrà un deprezzamento degli *assets*, con un ulteriore decremento del denominatore. Da notare che le attività svendute possono essere sia finanziarie che reali. In quest'ultimo caso, quindi, un *deleveraging* disordinato può causare deflazione.

Secondo Cour-Thimann e Winkler (2013), contabilmente, se un operatore (o un settore) aumenta le proprie attività nette, ci sarà nell'economia un altro operatore (o settore) che incrementa le proprie passività nette.

Per evitare *deleveraging* disordinati da parte dei settori privati, i governi dovrebbero aumentare il proprio indebitamento, emettendo titoli del debito pubblico. Ma, come si vedrà più avanti, questa via di uscita, nell'attuale recessione, è stata sbarrata dalla crisi del debito sovrano.

In questo contesto si inquadrano gli interventi non convenzionali della BCE appartenenti al *portfolio-balance channel*, atti a rivalutare gli attivi:

- indirettamente, mediante il prestito garantito di liquidità al settore bancario (si pensi alle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine);
- e direttamente, tramite l'acquisto di titoli con il fine di incrementare il loro valore.

Come affermano Cour-Thimann e Winkler, la prima tipologia non sottopone la BCE a nessun rischio, lasciando la scelta di quali *assets* acquistare al mercato.

Tuttavia, la seconda è più adeguata se si vuole effettuare un intervento mirato verso particolari titoli in difficoltà (come quelli pubblici).

È bene procedere con una breve ricostruzione cronologica della crisi economica globale, evidenziando mano a mano le modalità con le quali la BCE ha reagito alle problematiche che ne derivano.

Secondo quanto scrivono Cour-Thimann e Winkler, già nei tredici mesi precedenti al fallimento di *Lehman Brothers* si sono verificate tensioni nel mercato interbancario a causa di un potenziale aumento dei rischi di liquidità e di insolvenza. Tali timori hanno reso instabile il tasso *EONIA*.

Come affermano Cecioni, Ferrero e Secchi (2011), per stabilizzare la domanda di moneta legale, la BCE, a partire dall'agosto del 2007, ha effettuato operazioni di *fine tuning* e, dal dicembre dello stesso anno, ha adottato i *Reciprocal Currency Agreements (RCA)*, ossia accordi di tipo pronti contro termine con la *Federal Reserve (FED)*, finalizzati a ricevere dollari per poterli redistribuire all'eurozona contro garanzie denominate in euro.

Inoltre, a seguito del fallimento di *Bear Stearns* nel marzo del 2008, sono state annunciate delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine della durata di sei mesi invece che tre. Ciò ha permesso una stabilizzazione di *EONIA* e una riduzione degli *spreads* sorti nel mercato monetario.

La situazione rimase, comunque, relativamente quieta fino al tracollo di *Lehman Brothers*.

Secondo Cour-Thimann e Winkler (2013), a seguito di questo evento le banche europee hanno iniziato ad ampliare le proprie riserve di liquidità e ad inasprire le condizioni di finanziamento, o, addirittura, a limitarlo (*credit crunch*). Ciò è riscontrabile nella Fig. 4.1, dove si può notare, relativamente a questo periodo e anche in seguito, un andamento negativo della variazione tendenziale del credito concesso al settore privato. Tale fatto è stato causato dal diffondersi del timore che le somme prestate non sarebbero state più restituite o, comunque, non per intero.

Inoltre, il rischio di liquidità ha continuato ad esercitare il suo peso: uno studio di Abbassi e Linzert (2011)⁸ ha evidenziato che i tassi *EURIBOR*,⁹ prima

⁸ Si veda Cecioni, Ferrero, Secchi (2011).

reattivi alle aspettative sui tassi *overnight*, dopo lo scoppio della crisi sono divenuti sensibili al volume di liquidità in circolo.

Figura 4.1 - Credito erogato ai settori non finanziari dell'eurozona dagli IMF; gennaio 2005 - agosto 2014 (variazioni tendenziali percentuali)



Elaborazione su dati BCE (2014)

Il *credit crunch* ha messo in pericolo la capacità della BCE di indirizzare il mercato monetario.

Come affermano Cour-Thimann e Winkler, l'*Eurotower* ha reagito iniziando a ridurre, a partire dall'autunno del 2008, i tre tassi ufficiali (Fig. 3.1) e adottando politiche non convenzionali finalizzate a facilitare al settore bancario l'accesso alla liquidità, in modo da indurlo a concedere credito all'economia.

Con il *Fixed-Rate and Full Allotment on refinancing operations (FRFA)*, le operazioni di rifinanziamento principale sono state condotte tramite aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi (ottobre 2008).

⁹ I tassi *EURIBOR* (*EURO Inter Bank Offered Rate*), o tassi interbancari di offerta in euro, rappresentano le medie tra i tassi di interesse delle transazioni finanziate in euro nel mercato interbancario europeo (vengono prese in considerazione solo gli scambi di liquidità tra gli istituti bancari più grandi) con scadenze a una, due o tre settimane o da uno a dodici mesi.

Nello stesso mese, la BCE ha anche esteso la lista delle garanzie che possono essere offerte per ottenere liquidità tramite le OMA e le OIC, così che le banche avessero modo di ricevere volumi di fondi maggiori.

Nel maggio del 2009, è partito il *Covered Bonds Purchase Programme (CBPP)*, ossia l'acquisto definitivo di obbligazioni bancarie garantite, finalizzato al sostenimento di questa importante fonte di finanziamento degli istituti creditizi.

Infine, sono proseguiti gli accordi di tipo pronti contro termine con la *FED* per la liquidità in dollari e, nel giugno del 2009, l'*Eurotower* ha allungato ulteriormente a dodici mesi la durata delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine.

Per l'eurozona, comunque, la parte più pericolosa della recessione economica si è avuta con lo scoppio della crisi del debito sovrano nel 2010.

Tale emergenza, secondo Cour-Thimann e Winkler (2013), ha investito in pieno la Grecia, ma ha avuto i suoi effetti negativi anche in Paesi come Irlanda, Portogallo, Spagna e Italia a causa di un possibile contagio.

Come affermano i due autori, prima della crisi il settore privato era l'unico che incrementava il proprio indebitamento. A seguito del fallimento di *Lehman Brothers*, il debito pubblico ha iniziato a crescere, contribuendo a stabilizzare l'indebitamento privato. Il settore pubblico ha, quindi, assunto il ruolo di intermediario finanziario temporaneo.

Tuttavia, i debiti sovrani di alcuni Paesi, hanno raggiunto livelli che, agli occhi di molti, potevano essere considerati insostenibili.¹⁰

Questi timori hanno causato un prosciugamento del mercato secondario dei titoli di Stato (abbondanza di offerta e scarsità di domanda), provocando una caduta dei loro prezzi e, quindi, un'impennata dei rendimenti. Tali rendimenti troppo elevati sono stati trasmessi sul mercato primario, creando paure ancora maggiori sull'insostenibilità del debito pubblico.

¹⁰ Secondo Visco (2013) ciò è stato determinato da errate politiche economiche e di bilancio e da ritardi di alcuni Paesi nell'adeguarsi ai mutamenti di tipo commerciale, tecnologico e demografico predominanti nel resto del mondo.

Si è arrivati, quindi, ad un circolo vizioso che avrebbe potuto causare il tracollo della Grecia o degli altri Paesi a rischio, con conseguenze devastanti sia per l'intera eurozona che per i mercati mondiali.

Inoltre, il malfunzionamento del mercato dei titoli di Stato si è trasmesso ad altri settori dell'economia. Cour-Thimann e Winkler individuano i tre canali mediante i quali si è arrivati a tale effetto:

- il *price channel*, il quale si basa sulla correlazione tra i prezzi dei titoli di Stato e quelli delle obbligazioni emesse dalle banche: perturbazioni sul mercato delle attività pubbliche influenzano i costi di indebitamento dell'economia in generale;
- il *liquidity channel*: data la loro alta liquidità, i titoli di Stato vengono utilizzati come *collateral* nei pronti contro termine e come riferimento per le altre attività impiegate nelle medesime tipologie di contratti; se i prezzi dei titoli di Stato variano in misura eccessiva, si può arrivare ad una paralisi di altri segmenti del mercato e ad una maggiore difficoltà per le banche nell'ottenere liquidità;
- il *balance sheet channel*, dovuto alla massiccia presenza di titoli di Stato nei portafogli di soggetti appartenenti ai settori economici (finanziari e non): cadute dei prezzi delle attività pubbliche comportano effetti ricchezza negativi per tali agenti economici (le banche, in particolare, dovranno ridurre il credito erogato).

Tali contagi hanno causato aumenti dei rischi di credito e di liquidità e una paralisi del mercato interbancario europeo, mettendo in discussione la sua effettiva integrazione. Come affermano Casiraghi, Gaiotti, Rodano e Secchi (2013), ciò si è potuto riscontrare in un aumento senza precedenti, per alcuni Stati dell'eurozona, del premio per il rischio nei tassi di interesse del mercato monetario. Questa situazione ha influenzato negativamente non solo il costo, ma anche la disponibilità di fondi per le banche di tali Paesi, portando ad una stretta creditizia verso il settore privato.

Da notare che nel momento in cui il saggio di interesse si avvicina al proprio limite inferiore, le sue ulteriori riduzioni attraverso manovre dei tassi ufficiali risultano sempre meno efficaci. Ciò accresce la necessità di ricorrere a

politiche non convenzionali atte a rifornire il sistema bancario di forte somme di liquidità.

Nel maggio del 2010 la BCE è intervenuta con il *Securities Markets Programme (SMP)*, acquisti di titoli pubblici relativi a segmenti del mercato distintamente in difficoltà.

Con questo strumento si è cercato di contrastare la volatilità dei rendimenti delle obbligazioni pubbliche sotto tensione e di dare spessore e liquidità ai segmenti del mercato dei titoli di Stato in difficoltà.

Dato il considerevole volume di moneta legale messo in circolazione con tale strumento, al *SMP* sono state fatte seguire azioni di sterilizzazione della liquidità, in modo da non influenzare i tassi di interesse dei mercati monetari.

Il respiro concesso dalla BCE tramite il *SMP*, avrebbe dovuto dare ai governi europei il tempo necessario per risolvere le problematiche alla base della possibile insostenibilità del debito pubblico.

Ciò non si è verificato e, nell'estate del 2011, come scrivono Cour-Thimann e Winkler nel loro lavoro, la crisi del debito sovrano è tornata a farsi sentire coinvolgendo nuovamente Italia e Spagna, con rischio di contagio, questa volta, anche per Francia, Belgio e Austria.

Secondo i due autori, tra le banche è avvenuta una differenziazione dal punto di viste delle riserve: quelle che ne hanno in eccesso e quelle che sono in *deficit* (per quest'ultime il risultato è stato persino quello di perdere depositi).

In risposta a ciò, l'Autorità monetaria europea, nell'agosto del 2011, ha deciso di riattivare il *SMP*, ormai fermo da alcuni mesi, estendendolo all'acquisto di titoli spagnoli e italiani.¹¹

Successivamente, nell'autunno del 2011, ha alzato il livello dei *buffer* di capitale delle banche, determinando un maggior bisogno di liquidità da parte di quest'ultime ed una probabile stretta creditizia.

Per dare sostegno al credito bancario, il Consiglio direttivo ha deciso una serie di provvedimenti.

¹¹ Relativamente ai titoli del debito pubblico italiano, la BCE, come affermano Casiraghi, Gaiotti, Rodano e Secchi (2013), ha effettuato acquisti per un valore di *100 miliardi di euro*.

In primo luogo, nel dicembre del 2011 e a fine febbraio 2012, ha effettuato due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per un valore complessivo di circa *1000 miliardi di euro* caratterizzate da una durata pari a tre anni (*LTRO, Long Term Refinancing Operations*). Secondo quanto sostengono Casiraghi, Gaiotti, Rodano e Secchi (2013), con questa forte immissione di liquidità si è cercato di facilitare la disponibilità del credito e, quindi, di migliorare gli investimenti e ridurre lo *spread* sul mercato interbancario (colpendo la struttura dei tassi di interesse a lungo termine). Dato che alle *LTRO* non sono seguite azioni di sterilizzazione, un altro potenziale effetto, seppur minore, potrebbe essere stato un abbassamento del tasso *overnight* nell'eurozona.

In secondo luogo, ha ridotto il coefficiente di riserva obbligatoria dal 2% all'1%¹² (come già accennato, una variazione di tale saggio non si era mai verificata). Con questa manovra, si sono liberati circa *100 miliardi di euro* supplementari.

Nel corso del 2012, la BCE ha anche incrementato ulteriormente la lista delle attività idonee come garanzia per i suoi finanziamenti (in particolare, si è decisa un'espansione dell'elenco delle *Asset Backed Securities, ABS*).¹³

Infine, essa ha incoraggiato l'adozione di fonti alternative di valutazione del credito per l'impiego nel processo di selezione delle garanzie reali ammissibili, al fine di contrastare la prociclicità dell'operato delle agenzie di *rating* (aprile 2012).

Nonostante queste manovre, nell'estate del 2012 si sono verificate ulteriori tensioni relative all'erogazione del credito dovute, anche questa volta, a perturbazioni nel mercato dei titoli di Stato.

Come affermano Cour-Thimann e Winkler (2013), i rendimenti dei titoli del debito di alcuni Paesi hanno iniziato ad incorporare il rischio di ridenominazione, ossia la possibilità che tali nazioni potessero abbandonare l'euro ("*tail risk*").

¹² Tale operazione è stata effettuata nel gennaio del 2012.

¹³ Sempre dal lavoro di Casiraghi, Gaiotti, Rodano e Secchi (2013) si evince che complessivamente, grazie alle *LTRO* e all'estensione dell'elenco dei *collaterals*, le banche italiane sono riuscite a prendere in prestito *250 miliardi di euro*.

Le banche si sono trovate ad avere, all'interno dei loro bilanci, attività di bassa qualità scarsamente idonee a fare da garanzia per le operazioni di rifinanziamento della BCE.

Ciò ha nuovamente compromesso la trasmissione dei tassi ufficiali ai mercati dell'area monetaria europea.

Per far fronte ad una simile situazione, il 26 luglio del 2012 alla *Global Investment Conference* a Londra, il Presidente della Banca Centrale Europea, Mario Draghi, ha dichiarato:

“Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.”

Dietro quel discorso si nascondeva l'intento di indirizzare le aspettative degli operatori economici in modo da ridurre, all'interno dei rendimenti dei titoli pubblici, la componente relativa al rischio che un Paese potesse abbandonare la moneta unica.

Successivamente, il 6 settembre del 2012, la BCE ha introdotto la possibilità per gli Stati europei di ricorrere alle *Outright Monetary Transactions (OMT)*, ossia operazioni monetarie definitive relative all'acquisto (sul mercato secondario e senza limiti quantitativi *ex ante*) di obbligazioni pubbliche dei Paesi in difficoltà, con il fine di facilitare i meccanismi di trasmissione della politica monetaria in tutta l'area, di eliminare il “*tail risk*” e di dare un forte segnale agli operatori economici sull'irreversibilità dell'euro.

Secondo quanto sostengono Casiraghi, Gaiotti, Rodano e Secchi (2013), le *OMT* avrebbero dovuto influenzare maggiormente i tassi a breve termine, pur ammettendo anche un possibile calo di quelli a lunga, causato dall'attenuazione del rischio di ridenominazione.

Come affermano Cour-Thimann e Winkler, le *OMT* sono soggette, a differenza del *SMP*, ad una rigorosa condizionalità: affinché uno Stato abbia la possibilità di beneficiare di queste operazioni monetarie definitive, deve aver già intrapreso un programma di aiuto finanziario o un programma precauzionale con l'*European Financial Stability Facility (EFSF)* o con

l'European Stability Mechanism (ESM). In ciò è inclusa la possibilità di acquistare, tramite questi due programmi, titoli di Stato sul mercato primario.

Le *Outright Monetary Transactions* possono essere interrotte o per inadempienza dello Stato aiutato nell'avviare uno dei due programmi o perché l'obiettivo della BCE è stato raggiunto. Simili espliciti riferimenti ad un'uscita dal programma non erano presenti all'interno del *SMP*.

Altre differenze delle *OMT* con quest'ultimo strumento riguardano un concentramento degli acquisti sui titoli pubblici a più breve termine (*1 - 3 anni*) invece che lungo (*10 anni*) e una trasparenza nel comunicare i vari acquisti ai Paesi interessati.

Infine, a differenza del *SMP*, la BCE viene considerata come fosse un normale creditore privato (accettazione dello *status di pari passu*) invece che un creditore privilegiato.

Le *OMT* non sono mai state avviate da nessun Paese europeo a causa della condizionalità così vincolante. Nel caso in cui lo fossero, comunque, ad esse seguirebbero azioni di sterilizzazione da parte della BCE.

Tutte le manovre monetarie attuate dall'inizio della crisi finanziaria e, poi, proseguite durante la crisi del debito sovrano hanno largamente aumentato la liquidità negli istituti creditizi (tranne quelle a cui sono state fatte seguire operazioni di sterilizzazione).

Secondo Visco (2013), dall'estate del 2008 fino al termine del 2012, le dimensioni del bilancio dell'Eurosistema sono raddoppiate.

Uno dei fini di queste politiche espansive è stato quello di contrastare il *credit crunch*. Tuttavia, come si può notare nella Fig. 4.1, dal dicembre del 2012 il volume totale di credito concesso nell'eurozona ha cominciato addirittura a decrescere.

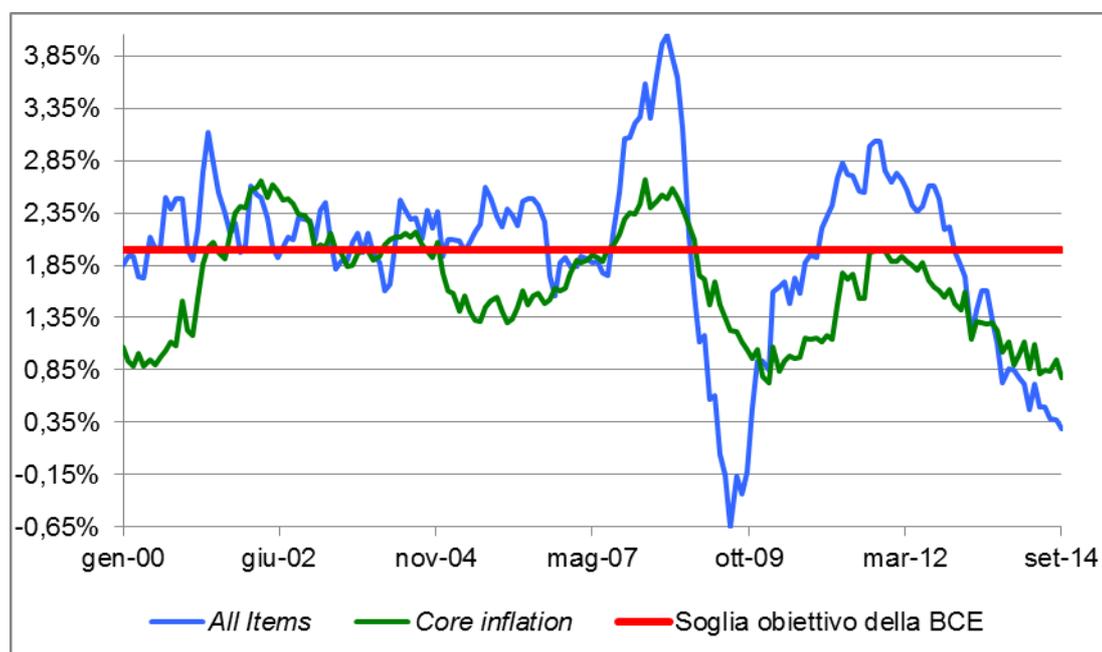
Questo è particolarmente in contrasto con l'abbondanza di base monetaria nelle banche vista poco fa: sembra che attualmente ci si trovi in una situazione di trappola della liquidità, dove gli istituti bancari, pur avendone la possibilità, preferiscono comunque non concedere prestiti.

Tale eccesso di risparmio del sistema bancario impedisce che gli impulsi iniziali dati dalla BCE possano essere trasmessi all'intero sistema economico.

Negli ultimi tempi, un altro spettro ha iniziato a diffondere paura all'interno dell'Unione monetaria europea. A partire dai primi mesi del 2013, la variazione tendenziale dell'Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo (*All items*) ha cominciato ad allontanarsi pericolosamente dalla soglia del 2% (Fig. 4.2), risultando più contenuta.

Questo era già successo per una buona parte del 2009, in cui l'IAPC era arrivato persino ad un livello di -0,65%, ma ciò non aveva destato particolare preoccupazione nelle Autorità monetarie europee, in quanto tale caduta era giustificata da un precedente aumento del prezzo del petrolio. Infatti, nel 2009, la *Core inflation*¹⁴ non ha mai raggiunto valori eccessivamente bassi e lo scarto con l'indice generale dei prezzi al consumo era ampio, mentre, attualmente, sta avendo un andamento abbastanza simile a quello dell'*All items*.

Figura 4.2 - Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo; gennaio 2000 - settembre 2014 (variazioni tendenziali percentuali)



Elaborazione su dati Eurostat (2014)

¹⁴ La *Core inflation*, o inflazione di fondo, è l'indice generale dei prezzi al consumo al netto dei beni alimentari non lavorati e dei beni energetici.

Ciò ha fatto partire l'allarme deflazione, temendo che i prezzi potessero arrivare addirittura a decrescere.

Ma la riduzione generalizzata dei prezzi, anche se rappresenta il fallimento dell'obiettivo finale posto dalla BCE alla sua politica monetaria, non è il vero problema.

La deflazione, infatti, secondo quanto scrive Monacelli nel suo articolo "*Aspettando il vero bazooka*" (2014), e come si è già potuto sottolineare, è solo il sintomo di un'economia ristagnante, in cui i soggetti, che in precedenza erano caratterizzati da forti indebitamenti (nell'Unione europea, le banche), hanno cercato di migliorare i loro saldi attraverso *deleveraging* disordinati ed eccessi di risparmio, quest'ultimi motivati, successivamente, da incertezze sul futuro andamento dell'economia. Non si può dire, infatti, che attualmente gli istituti creditizi soffrano di mancanza di fondi.

Per Monacelli, un altro motivo, più recente, che induce le banche a preferire l'aumento delle riserve di liquidità all'erogazione di credito, riguarda la paura di non passare lo *stress test*, relativo alla valutazione degli attivi degli istituti bancari, condotto dal *Single Supervisory Mechanism (SSM)*.¹⁵

Gli accumuli di riserve di liquidità, momentaneamente, non permettono un'erogazione adeguata del credito ai settori produttivi, incidendo negativamente sul PIL e, quindi, comportando deflazione.¹⁶

Di seguito verranno descritte le misure non convenzionali adottate dalla BCE per sopperire anche a queste problematiche.

All'inizio dell'estate del 2014, la Banca Centrale Europea ha abbassato ulteriormente i tassi di interesse ufficiali (Fig. 3.1), portando il saggio sulle operazioni di deposito addirittura ad un livello negativo. Questo per contrastare il più possibile l'incremento delle riserve bancarie di liquidità.

¹⁵ Esso è costituito dalla Banca Centrale Europea e dalle Autorità nazionali finora competenti in materia, e ad esso confluiranno, a partire dal novembre del 2014, i poteri di vigilanza prudenziale sugli enti creditizi più significativi (come stabilito dal regolamento sul SSM, entrato in vigore il 3 novembre del 2013).

¹⁶ Da notare, quindi, che il problema del *credit crunch* e quello della deflazione sono strettamente connessi.

Secondo quanto scrive Monacelli, tuttavia, non è da escludere che il livello negativo di tale tasso venga visto come un'imposta sugli istituti creditizi e che essi trasferiscano questo costo sui loro clienti.

Inoltre sono state annunciate, per l'autunno del 2014, due *Targeted Long Term Refinancing Operations*, o *TLTRO*,¹⁷ consistenti in operazioni di rifinanziamento a più lungo termine di tre anni, atte ad inondare ulteriormente il sistema bancario di liquidità, ma condizionate all'impegno di erogare credito ai settori non finanziari dell'economia. Alle banche è stato vietato l'acquisto di titoli di Stato e mutui appartenenti a settori finanziari instabili.

Il valore complessivo di tali operazioni era potenzialmente di *400 miliardi di euro* (con un tasso dello *0,15%*). Tuttavia, come molti avevano previsto, durante la prima ondata di queste *TLTRO* (quella del 18 settembre 2014) le banche hanno richiesto appena *82,6 miliardi di euro*, deludendo le aspettative dell'*Eurotower*. È opinione diffusa che gli istituti creditizi preferiscano attendere la seconda asta di dicembre, dopo che siano stati diffusi i risultati del già citato *stress test* condotto tramite il *SSM*.

In ogni caso sono previste altre sei *TLTRO* da svolgersi nel corso del 2015 e del 2016.

Infine, la BCE, ha sospeso la sterilizzazione del *SMP*, comportando un aumento della base monetaria in circolo.

Agli inizi di settembre 2014, la Banca Centrale Europea ha abbassato ancora i tassi ufficiali, portando il tasso di rifinanziamento principale ad un valore dello *0,05%* (Fig. 3.1), e ha annunciato un programma di *credit easing* (ossia acquisti di *covered bond*¹⁸ e *ABS*¹⁹ dagli istituti creditizi) con durata di almeno

¹⁷ Una svolta il 18 settembre 2014 e l'altra prevista per l'11 dicembre 2014.

¹⁸ La BCE è partita con queste operazioni sui *covered bond* il 20 ottobre 2014.

¹⁹ Relativamente al programma di acquisti delle *ABS* non è prevista una data o un periodo preciso, ma il Presidente della Banca Centrale Europea Mario Draghi ha affermato che esso prenderà luogo, in ogni caso, entro la fine del 2014. L'*Eurotower* comprerà le *tranche senior* e *mezzanine* (quest'ultima solo se garantita) con *rating* anche inferiore alla tripla B (anche se in questo caso verranno fatte limitazioni sulla quantità e verrà imposta come condizione l'avvio di programmi di riforme economiche da parte del Paese di provenienza di tali titoli).

due anni. Per tale programma non è stato specificato un importo preciso, probabilmente perché la BCE vuole tenersi un margine di manovra (giustificato anche dallo scarso successo della prima ondata di *TLTRO* di settembre). I titoli potenzialmente idonei ad essere oggetto di acquisto da parte dell'*Eurotower* hanno un valore pari a *400 miliardi di euro* per le *ABS* e di *600 miliardi di euro* per i *covered bond*, per un totale di *1000 miliardi di euro* (sarà, comunque, la Banca Centrale Europea a decidere l'importo preciso). Tuttavia, c'è la possibilità che una parte di questi titoli non venga ceduta, anche se la BCE spera di stimolare nuove emissioni.

Considerato ciò e vista la prossima contrazione del bilancio della Banca Centrale Europea a causa della restituzione delle *LTRO* del 2011-2012, l'*Eurotower* non esclude la possibilità di avviare ulteriori strumenti non convenzionali.

Ad esempio si è molto discusso sulla possibilità di introdurre un programma di *quantitative easing*, ossia acquisti di titoli pubblici (anche se ciò trova il parere contrario del governo tedesco).

5. Efficacia degli strumenti non convenzionali

Basandoci su studi empirici documentati in recenti pubblicazioni, in questo capitolo si cercherà di verificare l'efficacia degli strumenti non convenzionali finora descritti. In particolare, si tenterà di capire se tali manovre siano riuscite a contrastare gli effetti recessivi della crisi finanziaria e della crisi del debito sovrano.

Nel complesso, sono stati condotti diversi studi empirici sugli effetti che le politiche non convenzionali della BCE hanno avuto sulle variabili macroeconomiche.

Secondo Locarno e Secchi (2009),²⁰ in Italia, l'abbondante immissione di liquidità da parte della BCE a seguito del fallimento di *Lehman Brothers* ha influito negativamente sul differenziale tra i tassi interbancari garantiti e non garantiti di circa *100 punti base* e sul tasso di prestito a breve termine. I due autori sostengono che le politiche monetarie non convenzionali hanno

²⁰ Si veda Cecioni, Ferrero, Secchi (2011) e Casiraghi, Gaiotti, Rodano, Secchi (2013).

impedito un ulteriore calo dell'*output* italiano di quasi il 2% relativamente al periodo 2009-2011.

Lenza, Pill e Reichlin (2010)²¹ affermano che in assenza degli interventi della BCE indirizzati a ridurre il differenziale tra i tassi del mercato monetario garantiti e quelli non garantiti, in Europa la produzione industriale sarebbe stata del 3% più bassa e l'inflazione avrebbe raggiunto un livello dello 0,5% inferiore di quello che, invece, si è potuto osservare.

Giannone, Lenza, Pill e Reichlin (2011)²¹ confermano, poi, l'efficacia delle misure non convenzionali nell'evitare che la crisi finanziaria potesse avere impatti troppo negativi sugli aggregati monetari e creditizi.

Kozicki et al. (2011)²² affermano che gli interventi monetari sono meno efficaci in presenza di forti strette creditizie.

Stiglitz (2012)²² sostiene che l'incremento di offerta di moneta, se ci si trova in una situazione nella quale le banche sono sotto tensione o in cui il valore delle garanzie è troppo basso, può non portare ad un aumento dei prestiti.

Viceversa, Peersman (2011)²¹ sottolinea che tali politiche, agendo sulle dimensioni e sulla composizione del bilancio degli istituti bancari, hanno avuto influenze positive sul credito concesso dalle banche al settore non finanziario dell'economia. Gambacorta et al. (2012)²² arrivano a conclusioni simili a quelle di Peersman.

In un altro lavoro di Giannone, Lenza, Pill e Reichlin (2012),²² si sottolinea che le manovre non convenzionali hanno avuto un impatto positivo sulla produzione industriale del 2% e negativo sulla disoccupazione dello 0,6% due anni dopo il fallimento di *Lehman Brothers*.

Per Ciccarelli et al. (2013),²² le politiche attuate dalla BCE hanno in parte mitigato la rottura del canale del credito ed hanno ridotto le tensioni dei Paesi europei.

Relativamente alla situazione italiana, Casiraghi, Gaiotti, Rodano e Secchi (2013) sostengono che le misure della BCE hanno influito negativamente sui

²¹ Anche per questi lavori si rimanda a Cecioni, Ferrero, Secchi (2011) e Casiraghi, Gaiotti, Rodano, Secchi (2013).

²² Si veda Casiraghi, Gaiotti, Rodano, Secchi (2013).

tassi di interesse dei prestiti del 2,5%, la qual cosa ha condizionato in maniera positiva il credito concesso dalle banche alle imprese dell'8% (fine 2013). Ciò ha migliorato gli investimenti del 21% e i consumi del 2,5%, influenzando positivamente sul PIL italiano del 2,7% e negativamente sull'occupazione di quasi l'1,5%. Sempre relativamente agli effetti delle manovre non convenzionali, alla fine del 2013 si è potuto registrare un impatto negativo sul rapporto tra il disavanzo pubblico e il PIL dell'1,6%, probabilmente dovuto ad una minore spesa per interessi e ad una maggiore crescita, e sul flusso di nuovi prestiti bancari di bassa qualità dello 0,4%. In definitiva gli autori hanno concluso che le politiche non convenzionali hanno alleviato l'economia italiana da effetti negativi ancora più profondi della recessione. Tuttavia, tali manovre non sono in grado di risolvere le problematiche alla base della crisi.

Si passi ora ad analizzare l'efficacia dei singoli strumenti non convenzionali. Verifiche empiriche sulla validità delle politiche intraprese per contrastare le tensioni precedenti al fallimento di *Lehman Brothers*, sono quasi inesistenti. Viceversa, esiste una discreta letteratura riguardo l'utilità delle manovre effettuate dalla BCE a partire dall'ottobre del 2008 fino al giugno del 2009. Uno studio empirico condotto da Angelini, Nobili e Picillo (2011)²³ ha evidenziato che il *FRFA* è efficace solo se il finanziamento è a uno o tre mesi.

Beirne et al. (2011)²³ si sono concentrati, invece, sul *CBPP*, confermando la sua efficacia relativamente alle obbligazioni coperte, con effetti positivi anche sui mercati secondari. Tuttavia, tale programma, ha generato uno spiazzamento nei confronti delle obbligazioni non coperte.

Anche riguardo il *Securities Markets Programme* è possibile ritrovare nella letteratura molti riscontri relativi alla sua efficacia.

Curdia e Woodford (2011)²⁴ affermano che i mercati finanziari devono essere sufficientemente segmentati affinché gli acquisti mirati di titoli siano efficaci.

²³ Per questi studi si rimanda a Cecioni, Ferrero, Secchi (2011).

²⁴ Si veda Casiraghi, Gaiotti, Rodano, Secchi (2013).

Pur dovendo riconoscere l'efficacia del *SMP*, secondo Cecioni, Ferrero e Secchi (2011) non è stato empiricamente possibile verificarne quantitativamente i risultati, in quanto, la sua adozione da parte della Banca Centrale Europea, è contemporanea alla decisione del Consiglio Ecofin²⁵ di istituire l'*European Financial Stability Facility (EFSF)* e l'*European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM)*, rendendo impossibile quantificare l'effetto disgiunto di ciascun provvedimento.

Al contrario, in un lavoro di Manganelli (2012)²⁶ vengono riportati risultati empirici, relativi alla validità del *SMP*, raggiunti in tre studi diversi.

Nel primo, quello di De Pooter et al. (2012),²⁶ si ottiene che, con ogni punto percentuale di acquisti di titoli, si riduce il premio di liquidità di *20 punti base* sull'impatto immediato e di *5 punti base* nel lungo termine.

Nel secondo, Eser e Schwaab (2012)²⁶ affermano che l'intervento di *50 miliardi di euro* ha avuto un impatto negativo di *90 punti base* sul rendimento delle obbligazioni pubbliche italiane.

Infine, Ghysels et al. (2012)²⁶ documentano che con un acquisto del valore di *100 miliardi di euro* si arriva ad un impatto immediato sui rendimenti dei titoli tra i *0,1* e i *25 punti base* (a seconda della grandezza del mercato).

Successivamente, Eser e Schwaab (2013),²⁶ in un altro lavoro, hanno affermato che l'acquisto medio di *1 miliardo di euro* di titoli di Stato italiani a 5 anni ha un impatto immediato di *1 o 2 punti base* e, nel lungo periodo, di *1,9 punti base*.

Secondo Cour-Thimann e Winkler (2013), il *SMP* ha evitato una caduta incontrollata dei prezzi dei titoli di Stato e impedito il contagio ad altri Paesi dell'eurozona, preservando il buon funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

Dubecq et al. (2013),²⁶ nel loro *paper "Credit and Liquidity in Interbank Rates: a Quadratic Approach"*, concludono che il *SMP* non ha effetto sul premio interbancario.

²⁵ Il Consiglio Ecofin, o Consiglio Economia e finanza, è una delle composizioni del Consiglio dell'Unione europea. Esso riunisce i ministri dell'economia e delle finanze dei Paesi membri, con l'eventuale aggiunta dei ministri del bilancio.

²⁶ Anche per questi lavori si rimanda a Casiraghi, Gaiotti, Rodano, Secchi (2013).

Da ultimo, Casiraghi, Gaiotti, Rodano e Secchi (2013) affermano che il *SMP* è efficace nel contrastare l'incremento dei rendimenti delle obbligazioni pubbliche italiane dovuto alla crisi del debito sovrano. In particolare, ogni miliardo di euro acquistato, porta ad una riduzione di tali rendimenti di *2 punti base*.

Di seguito verranno esposti sinteticamente alcuni studi riportati nel già citato lavoro di Casiraghi, Gaiotti, Rodano e Secchi e relativi alla validità delle due *LTRO* di fine 2011 e inizio 2012 e all'impatto dell'annuncio delle *OMT* (fine estate 2012).

Weidmann (2012) afferma che il rifornimento di liquidità al sistema bancario e le *OMT* non sono efficaci nell'Area dell'euro, in quanto, per risolvere le cause alla base della crisi di fiducia, servono aggiustamenti strutturali nelle finanze bancarie e pubbliche.

Darracq-Paries e De Santis (2013) hanno verificato gli impatti macroeconomici delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a tre anni su otto Paesi dell'eurozona, concludendo che esse hanno sollevato le prospettive per il PIL reale.

Secondo Dubecq et al. (2013), l'annuncio delle *LTRO* a tre anni ha progressivamente avuto un impatto negativo sul premio per la liquidità di circa *50 punti base*. Essi sostengono che anche l'annuncio delle *OMT* ha contribuito a ridurre il rischio di liquidità.

Infine, gli stessi Casiraghi, Gaiotti, Rodano e Secchi, relativamente all'economia italiana, concludono che le *LTRO*, attraverso una riduzione degli *spreads* dei mercati monetari e un miglioramento nel funzionamento del mercato interbancario, hanno avuto un impatto significativo sull'offerta di credito. Inoltre, secondo il loro lavoro, il discorso di Draghi del luglio del 2012 ha ridotto i rendimenti dei titoli del debito italiano. Miglioramenti in questo senso sono arrivati anche a seguito dell'annuncio del Consiglio direttivo della BCE della possibilità per gli Stati europei di ricorrere alle *OMT*.

6. Conclusioni

Come è stato sottolineato nel capitolo 5, la situazione attuale senza gli interventi non convenzionali realizzati dalla Banca Centrale Europea sarebbe, con tutta probabilità, molto più grave.

Deleveraging troppo disordinati e *credit crunch* a livelli esagerati avrebbero avuto conseguenze negative ancora più estreme sull'economia reale, causando, anche, *output* e occupazione più bassi, oltre che una deflazione più ampia.

Inoltre, gli sforzi attuati nell'aiutare la Grecia e gli altri Paesi con squilibri nei conti pubblici sono stati fondamentali per salvare fino ad oggi la moneta unica. Considerando il fatto che uno Stato non può fallire, nel momento in cui una di queste nazioni si fosse trovata nell'impossibilità di rimborsare i propri debitori, non avrebbe avuto altra via d'uscita che quella di abbandonare l'euro, minacciando la tenuta dell'intera Unione monetaria.

Come si è già potuto vedere, tuttavia, le variazioni del volume di credito (Fig. 4.1) e del livello dei prezzi (Fig. 4.2) sono attualmente su una curva discendente e la disoccupazione si trova su livelli preoccupanti.

Inoltre, gli squilibri nei conti pubblici non sono ancora stati risolti alla base.

Questo a testimonianza del fatto che non si è usciti dalla recessione e che ancora molto bisogna fare.

La BCE, tuttavia, non può riuscire da sola a salvare l'eurozona dagli effetti della crisi economica globale.

Esclusa la trappola della liquidità, tra i vari vincoli che in parte le impediscono un successo incondizionato, vi è il fatto che il tasso di interesse non può essere ridotto oltre un certo limite, dovendo comunque risultare non inferiore a zero.

In aggiunta, la BCE deve rispettare una serie di vincoli statuari²⁷ che non le permettono di operare in piena libertà e discrezionalità.

²⁷ Tra quelli più criticati, vi sono, forse, il divieto di acquistare, da parte della BCE, titoli del debito pubblico direttamente sul mercato primario del Paese che li ha emessi e lo stesso obiettivo finale, che le impedisce, a volte, di occuparsi di problematiche più importanti e urgenti, senza tenere sotto un rigido controllo la stabilità dei prezzi.

Inoltre, c'è chi afferma che qualsiasi tipologia di politica monetaria espansiva attuata in questo momento sia addirittura controproducente, dato che la grande capacità delle banche di assorbire liquidità può solo far abbassare i tassi d'interesse, ma non far aumentare la produzione e/o i prezzi al consumo, e visto che l'acquisto corposo di attività pubbliche e/o private fa unicamente incrementare la propensione al rischio di coloro che emettono i titoli in questione (*moral hazard*).²⁸

Il 22 agosto del 2014, il Presidente della Banca Centrale Europea, Mario Draghi, mentre teneva un discorso all'annuale Simposio di *Jackson Hole*, concentrato sull'alto livello di disoccupazione nell'eurozona, ha affermato:

“No amount of fiscal or monetary accommodation [...] can compensate for the necessary structural reforms in the euro area.”

Riferendosi in particolare al mercato del lavoro, Draghi ha voluto sottolineare, come più volte ha fatto in passato, la necessità di risolvere il problema della recessione alla base e non continuando a “cucire toppe” ogni qualvolta si presenti una necessità.

Per questo motivo, con il fine di rafforzare la domanda, accanto alle manovre monetarie non convenzionali dell'*Eurotower*, i governi delle nazioni più in difficoltà dovrebbero cercare di modificare il loro assetto fiscale. In particolare, si dovrebbe tendere ad una riduzione della tassazione nei settori in cui il moltiplicatore fiscale è più alto (quelli più efficienti) e, allo stesso tempo, ad un taglio della spesa pubblica nei settori in cui tale moltiplicatore risulta minore (quelli maggiormente inefficienti).

In aggiunta, per il medesimo scopo, si rendono necessari programmi di investimenti pubblici portati avanti dalla stessa Unione Europea.

Invece, dal lato dell'offerta, sono necessari cambiamenti strutturali, attuati dai singoli Paesi membri, per tendere ad un ambiente che crei più fiducia nel

²⁸ Secondo quanto ha scritto Masciandaro nel suo articolo “*L'ossigeno non basterà senza riforme*” (2014), ciò ha fatto nascere un acceso dibattito tra coloro che credono nell'efficacia degli interventi monetari (interventisti) e quelli che pensano, invece, che la BCE debba astenersi da qualsivoglia manovra (attendisti).

futuro. Tali cambiamenti devono mirare ad un aumento della competitività degli Stati in difficoltà e ad un miglioramento dell'integrazione dei mercati (in particolare quello del lavoro e quello dei prodotti). Risulta necessario anche facilitare le condizioni per le imprese.

Insomma, secondo Draghi, affinché si possa tentare di uscire dalla crisi, la politica monetaria accomodante deve essere affiancata da una buona politica fiscale e da riforme strutturali.

Secondo l'*Eurotower*, è anche fondamentale aumentare le certezze sulla finanza pubblica. Ciò viene sollecitato anche da nazioni più virtuose, tipo la Germania. Quello che si cerca di assicurare è l'equilibrio del bilancio pubblico (nel rispetto del *Trattato di Maastricht* del 1992 e del *Patto di stabilità e crescita* stipulato e sottoscritto nel 1997). In questo senso si è reso necessario il recepimento nei vari ordinamenti interni del *Trattato sulla stabilità, coordinamento e governance nell'unione economica e monetaria*, firmato il 2 marzo del 2012 e meglio conosciuto come *fiscal compact*.

Tuttavia, il fatto di tenere in ordine i conti pubblici, obbliga i governi europei a politiche fiscali di austerità (aumento delle imposte e/o riduzione della spesa). Nel capitolo 4, in parte si sottolineava, però, l'importanza per gli Stati, in periodo di crisi, di avere la possibilità di indebitarsi in modo da evitare il più possibile *deleveraging* disordinati e, in ogni caso, al fine di aumentare la domanda aggregata (la qual cosa, fatta in maniera sensata, può aiutare ad uscire dalla recessione, aumentando sia l'occupazione che l'*output*).

Risulta ovvio che tale necessità si scontra con l'obiettivo del contenimento del debito pubblico.

Inoltre, dato che i tassi ufficiali sono praticamente a zero, avendo pressoché raggiunto il limite inferiore (*zero lower bound*), le politiche fiscali restrittive hanno conseguenze ancora più recessive sull'*output*, rispetto ad una situazione dei tassi di *policy* più normale. Infatti, ricordando che il tasso di interesse reale (r) è dato da: $r = i - \dot{p}$, dove i è il tasso di interesse nominale e \dot{p} rappresenta la variazione dei prezzi, una restrizione della spesa pubblica (o un aumento delle imposte) ha l'effetto di ridurre la domanda aggregata, comportando effetti negativi anche sui prezzi (oltre che sulla produzione). In presenza di un tasso di interesse che ha raggiunto il limite inferiore (zero) si

determina, dunque, un *rialzo* del tasso di interesse reale. Tale aumento fa contrarre ulteriormente la domanda (e, quindi, anche l'*output* e il livello dei prezzi).

Da notare che si arriverebbe esattamente al risultato opposto in caso di politiche fiscali espansive, le quali, in una situazione di tassi di *policy* a zero, vedrebbero amplificati i loro effetti positivi sul prodotto.

Tutto ciò richiede, quindi, una maggiore flessibilità sui limiti decisi nel *Patto di stabilità e crescita*.²⁹

I vincoli di bilancio posti dall'Unione Europea ai singoli Stati hanno fatto nascere un acceso dibattito nell'eurozona, che è arrivato ad influenzare la sensibilità di alcuni partiti politici di orientamento “euroscettico”.

Ma la soluzione non può essere l'abbandono dell'Unione monetaria o, addirittura, dell'Unione europea (entrambe queste decisioni creerebbero *shocks* economici non quantificabili a priori). Forse, la strada giusta da percorrere è quella opposta, ossia di un ulteriore rafforzamento delle istituzioni europee, accentrando ancora di più i poteri, per arrivare effettivamente, tramite unioni politiche e fiscali, ad uno Stato federale. Lo stesso Draghi (2014) ritiene che possa essere positivo tendere ad una politica di bilancio unica, portando a livello centralizzato soprattutto gli investimenti.

Questa idea non dovrebbe rappresentare una novità. Ad esempio, già alla fine degli anni '50, nelle “*Considerazioni finali all'assemblea della Banca d'Italia del 1958*” (1959), Donato Menichella scriveva:

“In un'area per molti rispetti omogenea e compatta come l'Europa occidentale il processo di integrazione può essere, con minor difficoltà che non su scala mondiale, esteso, oltre allo scambio delle merci, anche ai movimenti delle persone e dei capitali e soprattutto può investire, con lo scopo di eliminarne o attenuarne sensibilmente le divergenze, il regime

²⁹ In ogni caso, Draghi, nel suo discorso all'annuale Simposio di *Jackson Hole* (2014), pur ricordando la funzione del *Patto di stabilità* atto ad ancorare la fiducia dei mercati, ha sollecitato a usufruire di quelle flessibilità già concesse dallo stesso accordo.

fiscale, quello della previdenza sociale e i sistemi di intervento dello Stato nella vita economica.”

Per far questo, però, è necessario prima creare una coscienza europea nei cittadini. Infatti, le identità nazionali e le differenze storico-culturali tra i vari Paesi membri sono ancora troppo forti perché gli individui si sentano effettivamente europei.

Bibliografia e sitografia

Abbassi Puriya, Tobias Linzert, 2011, “*The Effectiveness of Monetary Policy in Steering Money Market Rates during the Recent Financial Crisis*”, European Central Bank, Working Paper Series, No. 1328, April;

Angelini Paolo, Andrea Nobili, Cristina Picillo, 2011, “*The Interbank Market after August 2007: What Has Changed, and Why?*”, Journal of Money, Credit and Banking, Volume 43, Issue 5, pages 923-958, August;

Banca Centrale Europea, 2004, “*La Politica Monetaria della BCE*”;

Beirne John, Lars Dalitz, Jacob Ejsing, Magdalena Grothe, Simone Manganelli, Fernando Monar, Benjamin Sahel, Matjaž Sušec, Jens Tapking, Tana Vong, 2011, “*The Impact of the Eurosystem's Covered Bond Purchase Programme on the Primary and Secondary Markets*”, European Central Bank, Occasional Paper Series, No. 122, January;

Casiraghi Marco, Eugenio Gaiotti, Lisa Rodano, Alessandro Secchi, 2013, “*The impact of unconventional monetary policy on the Italian economy during the sovereign debt crisis*”, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), Number 203, September;

Cecioni Martina, Giuseppe Ferrero, Alessandro Secchi, 2011, "*Unconventional monetary policy in theory and in practice*", Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), Number 102, September;

Ciccarelli Matteo, Angela Maddaloni, José-Luis Peydró, 2013, "*Heterogeneous transmission mechanism: monetary policy and financial fragility in the euro area*", European Central Bank, Working Paper Series, No. 1527, March;

Ciccarone Giuseppe, Claudio Gnesutta, 2009, "*Moneta e finanza nell'economia contemporanea - Agenti, mercati, politiche*", Carocci editore;

Cour-Thimann Philippine, Bernhard Winkler, 2013, "*The ECB's Non-standard Monetary Policy Measures: the Role of Institutional Factors and Financial Structure*", European Central Bank, Working Paper Series, No. 1528, April;

Curdia Vasco, Michael Woodford, 2011, "*The Central-Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy*", Journal of Monetary Economics, Volume 58, No. 1, pp. 54-79, January;

Darracq-Paries Matthieu, Roberto De Santis, 2013, "*A non-standard monetary policy shock. The ECB's 3-year LTROs and the shift in credit supply*", European Central Bank, Working Paper Series, No. 1508, January;

De Pooter Michiel, Robert F. Martin, Seth Pruitt, 2012, "*The Effects of Official Bond Market Intervention in Europe*", Federal Reserve Board of Governors;

Draghi Mario, 2012, "*Verbatim of the remarks*", Speech at the Global Investment Conference in London, European Central Bank, Speeches of the President, July 26;

Draghi Mario, 2014, "*Unemployment in the euro area*", Speech at the Annual central bank symposium in Jackson Hole, European Central Bank, Speeches of the President, August 22;

Dubecq Simon, Alain Monfort, Jean-Paul Renne, Guillaume Roussellet, 2013, "*Credit and Liquidity in Interbank Rates: a Quadratic Approach*", paper presented at the ECB Workshop on Non-Standard Monetary Policy Measures, June 17;

Eser Fabian, Bernd Schwaab, 2012, "*The yield impact of central bank asset purchases: The case of the ECB's Securities Markets Programme*", European Central Bank, mimeo;

Eser Fabian, Bernd Schwaab, 2013, "*Assessing Asset Purchases within the ECB's Securities Markets Programme*", European Central Bank, Working Paper Series, No. 1587, September;

Gambacorta Leonardo, Boris Hofmann, Gert Peersman, 2012, "*The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis*", BIS Working Papers, No. 384, August;

Ghysels Eric, Julien Idier, Simone Manganelli, Olivier Vergote, 2012, "*A High Frequency Assessment of the ECB Securities Markets Programme*", European Central Bank, mimeo;

Giannone Domenico, Michele Lenza, Huw Pill, Lucrezia Reichlin, 2011, "*Non-standard Monetary Policy Measures and Monetary Developments*", European Central Bank, Working Paper Series, No. 1290, January;

Giannone Domenico, Michele Lenza, Huw Pill, Lucrezia Reichlin, 2012, "*The ECB and the Interbank Market*", *Economic Journal*, Volume 122, Issue 564, pp. 467-486, November;

Horwitz Steven, 2010, "*Deflation: The Good, the Bad, and the Ugly*", Foundation for Economic Education (FEE), The Freeman, January 5 - http://www.fee.org/the_freeman/detail/deflation-the-good-the-bad-and-the-ugly;

Kozicki Sharon, Eric Santor, Lena Suchanek, 2011, "*Unconventional Monetary Policy: The International Experience with Central Bank Asset Purchases*", Bank of Canada Review, Spring;

Lenza Michele, Huw Pill, Lucrezia Reichlin, 2010, "*Monetary Policy in Exceptional Times*", European Central Bank, Working Paper Series, No. 1253, October;

Locarno Alberto, Alessandro Secchi, 2009, "*Unconventional monetary policies: some tentative evidence for Italy*", mimeo, Bank of Italy;

Manganelli Simone, 2012, "*The impact of the securities markets programme*", European Central Bank, Research Bulletin, No. 17, Winter;

Masciandaro Donato, 2014, "*L'ossigeno non basterà senza riforme*", Il Sole 24 Ore, Commenti & Inchieste, 5 settembre;

Menichella Donato, 1959, "*Considerazioni finali all'assemblea della Banca d'Italia 1958*", Collana storica della Banca d'Italia, Documenti, Stabilità e sviluppo dell'economia italiana 1946-1960, volume II, pag. 382, editori Laterza, 31 maggio;

Merli Alessandro, 2014, "*Bce: chiesti solo 82,6 miliardi*", Il Sole 24 Ore, Economia & Finanza, 19 settembre;

Merli Alessandro, 2014, "*Il «bazooka» Bce per acquistare mille miliardi di bond in due anni*", Il Sole 24 Ore, Economia & Finanza, 3 ottobre;

Monacelli Tommaso, 2014, “*Aspettando il vero bazooka*”, lavoce.info, Moneta e inflazione, 6 giugno - <http://www.lavoce.info/aspettando-vero-bazooka/>;

Peersman Gert, 2011, “*Macroeconomic consequences of different types of credit market disturbances and non-conventional monetary policy in the euro area*”, Ghent University, manuscript;

Stiglitz Joseph E., 2012, “*Monetary Mystification*”, Project Syndicate, October 4;

Visco Ignazio, 2013, “*Ruolo, responsabilità, azioni della Banca Centrale nella “lunga” crisi*”, Lectio magistralis del Governatore della Banca d'Italia all'Università di Firenze (Facoltà di Economia, Giurisprudenza e Scienze Politiche “Cesare Alfieri”), 18 gennaio;

Weidmann Jens, 2012, “*Monetary policy is no panacea for Europe*”, Financial Times, May 7;

<http://www.ecb.europa.eu>;

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu>.