

La politica monetaria

Fonte: Adattamento da Giuseppe Squeo (2021)

N.B.: il set di lucidi sostituisce integralmente il capitolo dedicato alla politica monetaria presente nel libro di testo consigliato

Agenda

- La politica economica
- La politica monetaria
- La BCE
- Le scelte della BCE dalla sua fondazione fino ad oggi

La politica economica

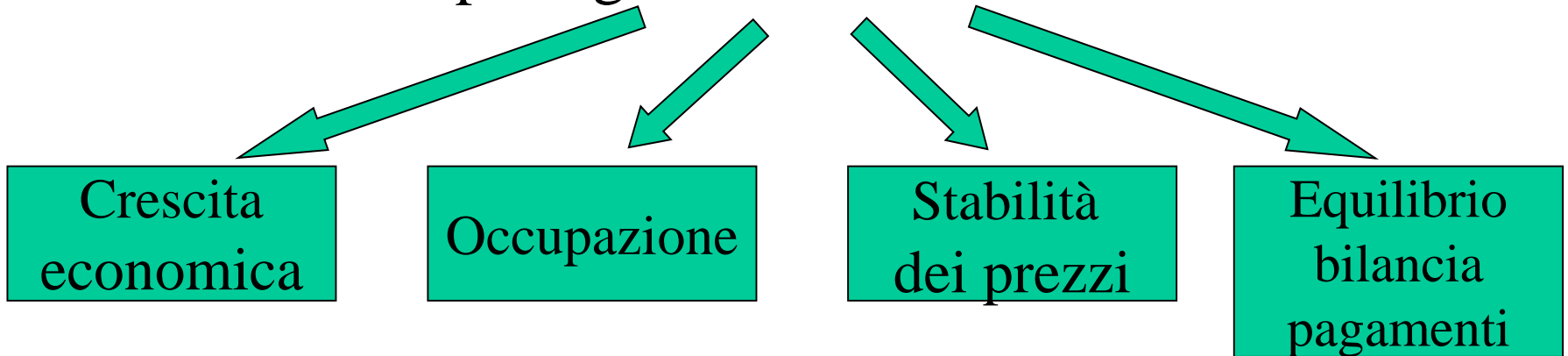
La relazione con la politica monetaria

La politica economica

Insieme coordinato di provvedimenti che avvalendosi della



intende perseguire obiettivi in termini di:



Aspetto pianificazione

Aspetto verifica

La politica di bilancio

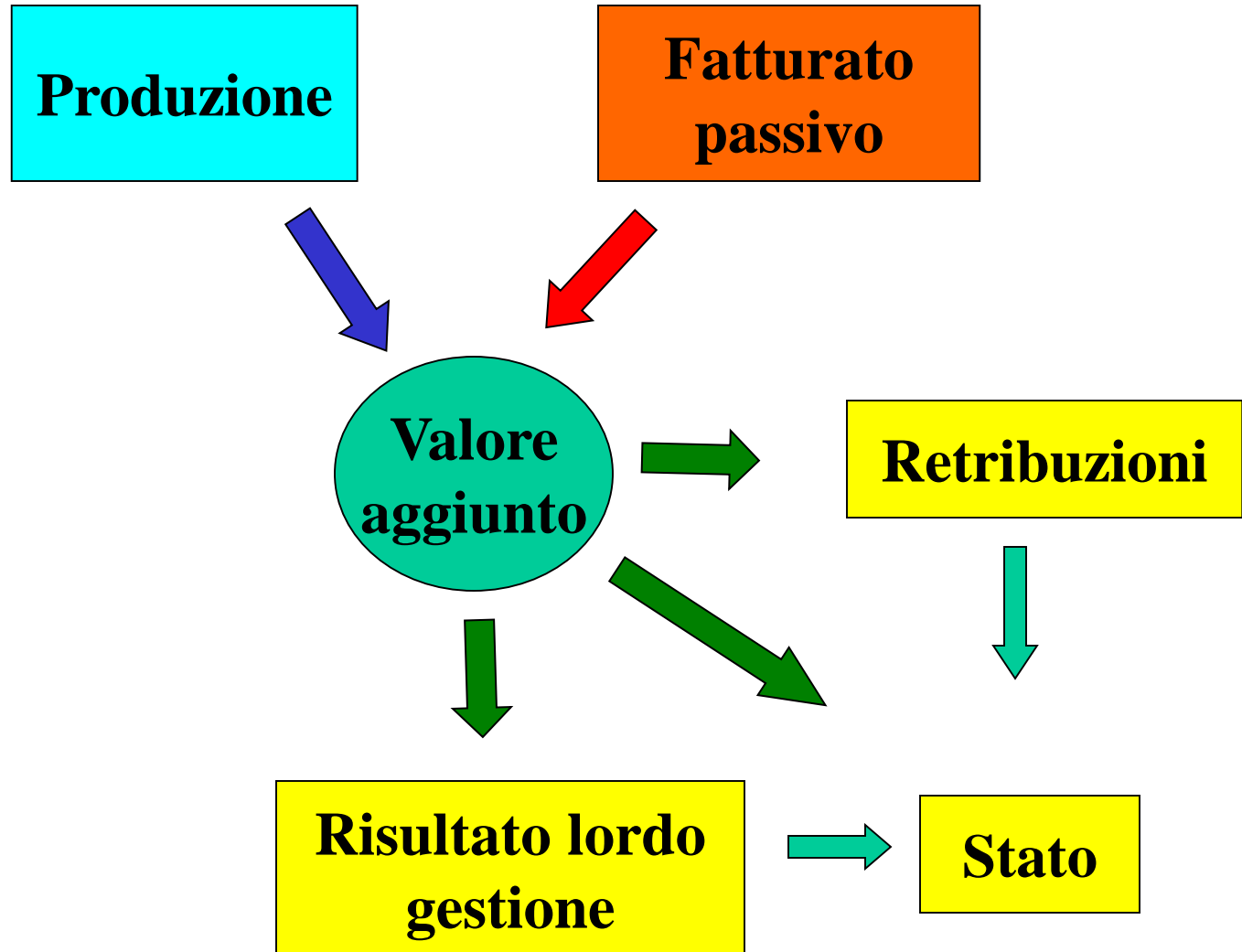
Manovra effettuata tramite il bilancio dello Stato con la finalità di incidere sulle variazioni del reddito, dell'occupazione, e di contenere l'inflazione.

È una manovra che può agire sia sul lato delle entrate sia su quello delle uscite, incidendo sulla dinamica dei consumi privati e di quelli pubblici.

Con il **patto di stabilità** si sono portati vincoli esterni all'uso di questo strumento.

La principale autorità competente della politica di bilancio è il Parlamento, che si avvale della legge finanziaria.

Valore aggiunto produzione e distribuzione



La politica dei redditi

Volta a generare una crescita equilibrata dei salari e del margine di profitto praticato dalle imprese, compatibile con la dinamica della produttività aziendale, per eliminare alla base quelle frizioni nella distribuzione del valore aggiunto che provocano l'inflazione.

E' realizzata agendo con: 1) provvedimenti legislativi, 2) con accordi tra le parti sociali 3) interventi delle autorità di governo al fine di persuadere le parti sociali.

La responsabilità della gestione della politica dei redditi è affidata essenzialmente alle autorità governative e alle parti sociali.

La politica monetaria

Manovra sugli aggregati monetari e creditizi da parte della Banca Centrale al fine di realizzare, nel breve periodo, un mix soddisfacente tra stabilità monetaria, occupazione e sviluppo, e, nel lungo periodo, il contenimento del tasso di crescita del livello dei prezzi.

Viene realizzata in autonomia dalla Banca Centrale.

Gli obiettivi della politica economica

Gli obiettivi di politica economica vengono specificati, in base ai valori andamentali di talune grandezze rappresentative e misurabili con specifici indicatori, come *proxy* del fenomeno che vanno a rappresentare:

- **il pil**, per la crescita economica;
- **il tasso di disoccupazione** per il mercato del lavoro;
- **l'indice dei prezzi al consumo** per l'inflazione;
- **il saldo della bilancia dei pagamenti** per l'equilibrio dei conti con l'estero.

Crescita economica: il Pil

Prodotto, in quanto rappresenta la produzione totale di beni e servizi dell'economia, diminuita dei consumi intermedi e aumentata dell'IVA e delle imposte indirette sulle importazioni.

Interno, in quanto fa riferimento al criterio del luogo e non della residenza dei produttori.

Lordo, in quanto comprensivo degli ammortamenti.

E' un indicatore della ricchezza ufficiale, quella rilevabile e misurabile in termini monetari, per cui non può rappresentare significativamente fenomeni di autoconsumo o baratto e di qualità della vita (problema del confronto nel tempo e nello spazio).

Il tasso di disoccupazione

- **Popolazione presente:** l'insieme di tutte le persone che in un determinato periodo (trimestre) sono presenti in un paese.
- **Forze di lavoro:** l'insieme delle persone presenti disposte a lavorare.
- **Occupati:** la quota delle persone disposte a lavorare che lavorano.
- **Disoccupati:** coloro che hanno perso il lavoro.
- **In cerca di lavoro:** coloro che non lavorano e sono disposti a lavorare.
- **Tasso di disoccupazione:** rapporto percentuale tra le persone in cerca di lavoro e il totale delle forze di lavoro.

Indice dei prezzi al consumo

- **Nic** – **Indice Nazionale per l'Intera Collettività**
(Indice principale a copertura totale)
- **Foi** – **Indice per le famiglie di Operai e Impiegati**
(Copre solo i destinatari indicati, soddisfa le esigenze previste dalla normativa nazionale)
- **IPCA** – **Indice armonizzato a livello europeo**
(Non copre tutta l'area dei beni e servizi – solo il 94% - per rispondere a esigenze di omogeneità tra i vari paesi comunitari, calcolato in base a normativa comunitaria)

Questi indici sono calcolati in modo coordinato, con unica rilevazione, medesima rappresentazione territoriale, stessi metodi di calcolo, paniere aggiornato annualmente

L'aggiornamento del paniere avviene annualmente al fine di recepire adeguatamente i mutamenti che avvengono nei gusti dei consumatori, garantendo una migliore rappresentazione della dinamica inflazionistica.

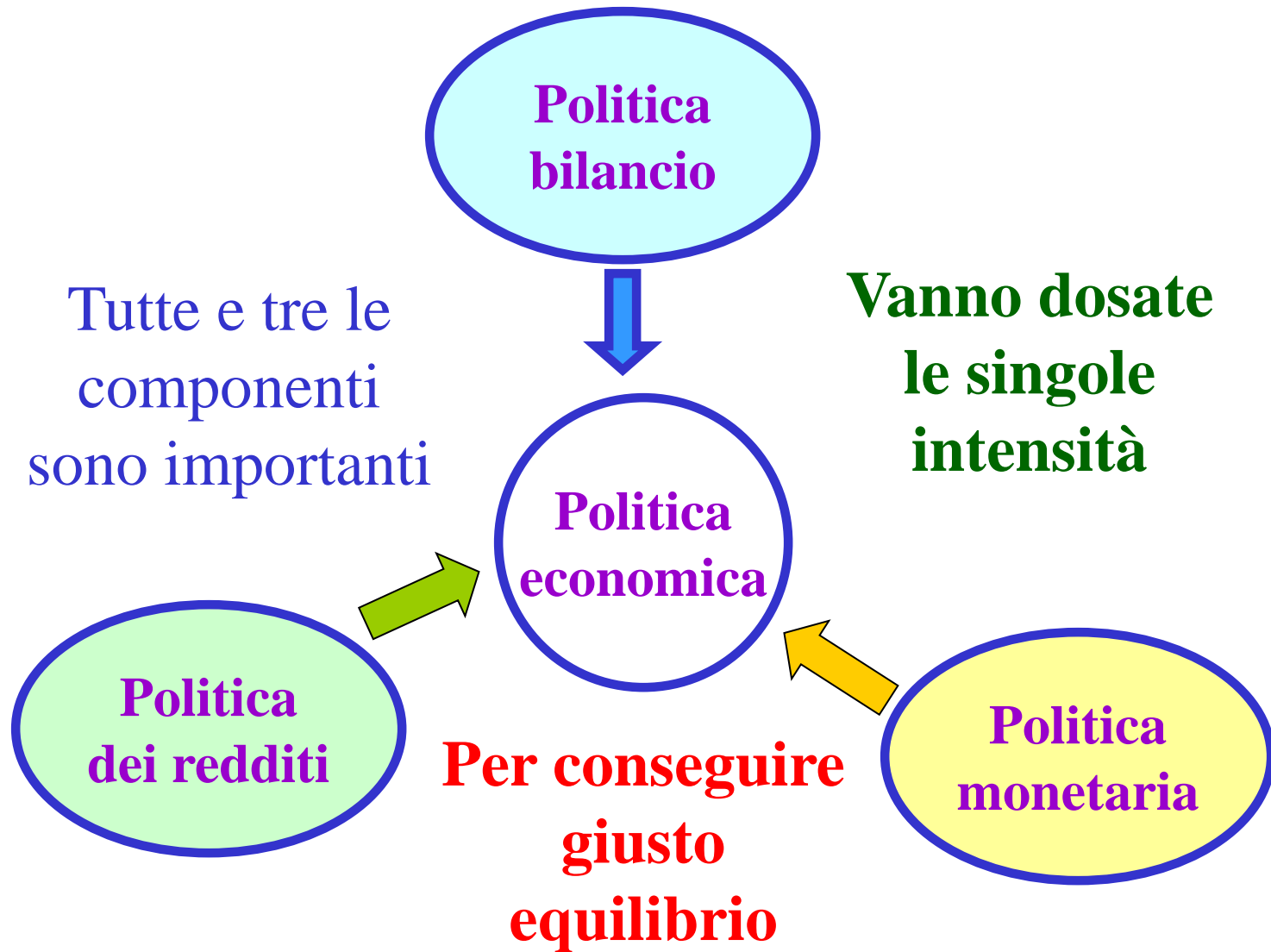
Saldo bilancia pagamenti

Indicatore che evidenzia lo squilibrio di tutti i movimenti valutari in entrata ed uscita. E' influenzato:

1. dall'equilibrio di base, garantito dalla bilancia commerciale, che definisce la capacità di un paese di inserirsi efficacemente nella divisione internazionale del lavoro;
2. dalla capacità attrattiva dei capitali internazionali per investimenti reali o finanziari.

Mentre il primo dipende essenzialmente da fattori di competitività di prezzo, il secondo dai rendimenti finanziari e reddituali, al netto delle imposte, assicurati ai capitali investiti.

L'equilibrio nella politica economica



La politica monetaria

Gli strumenti e gli obiettivi

Il legame tra moneta e inflazione

Equazione degli scambi di Fisher:

$$M * V = P * T$$

M = moneta in circolazione

V = velocità di circolazione della moneta

P = prezzo medio di transazione

T = numero di transazioni

Y = pil reale

$$T \approx Y \Rightarrow M * V = P * Y$$

A parità di V e di Y, P varia in funzione di M

$$M = k * P * Y \quad (k = 1/V)$$

La moneta creata dalla Banca Centrale (BM)

Stato Patrimoniale Banca Centrale

	Attivo	Passivo	
<i>1. Acquisto di valuta</i>	↑ Valuta estera	↑	Aumenta la base Monetaria (BM)
<i>2. Prestito ad una banca</i>	↑ Crediti	↑	
<i>3. Estinzione prestito</i>	↓ Crediti	↓	Diminuisce la base Monetaria (BM)

Moneta in circolazione

La base monetaria e il moltiplicatore della moneta

Moneta disponibile (M) = Circolante (C) + Depositi (D)

Base monetaria (BM) = Circolante (C) + Riserve bancarie (R = RL + RO)

e dividendo per D

$$M / D = C / D + 1$$

$$BM / D = C / D + RL / D + RO / D \rightarrow BM / D = p + b$$

Propensione del pubblico
a detenere circolante

Riserve totali detenute
dalle banche

con opportune sostituzioni si ottiene

$$M = BM (p + 1) / (p + b)$$

Offerta di moneta = Moltiplicatore * Base Monetaria

M è un multiplo di BM

b dipende dal costo implicito delle riserve e dal vincolo di ROB e incide sul volume dei prestiti erogati dalle banche

p è inversamente proporzionale ai tassi di interesse

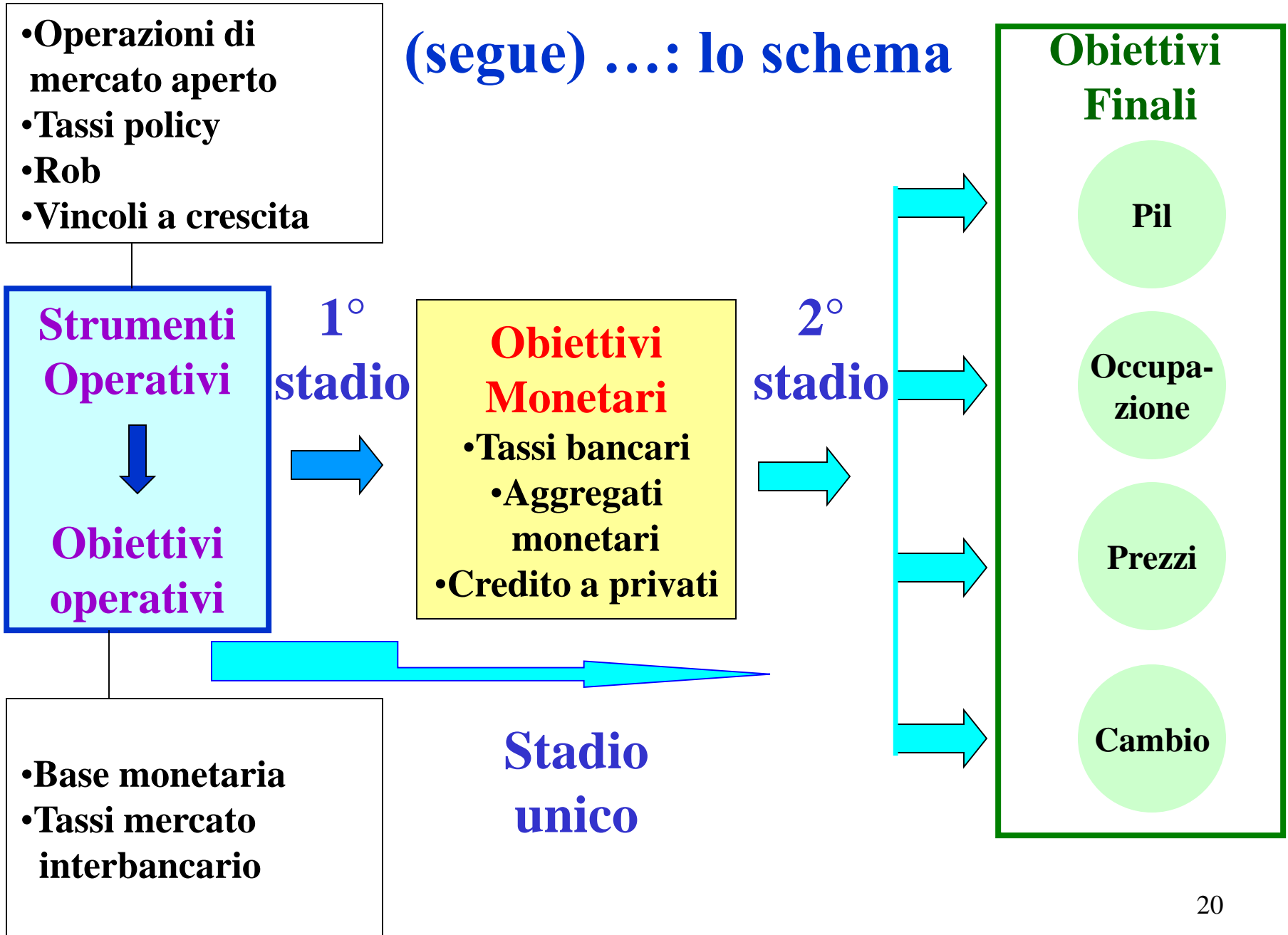
La Politica Monetaria

“L’insieme delle azioni intraprese dalla Banca Centrale e dirette a modificare, orientare la moneta, il credito, la finanza.”

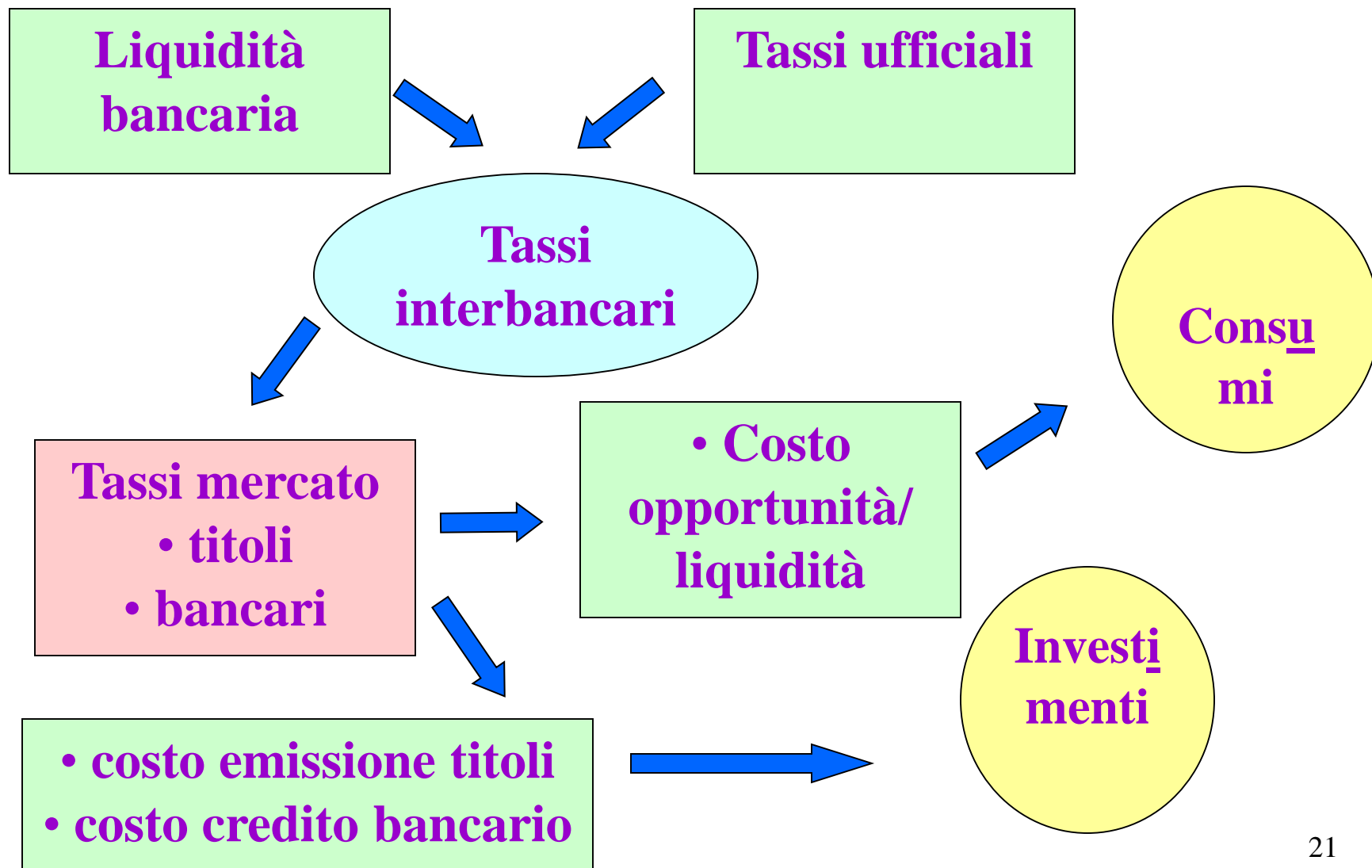
E’ un processo a uno o più stadi in cui vengono attivati determinati **strumenti** (tassi policy, operazioni di mercato aperto) per conseguire **obiettivi operativi** (riserve bancarie, tassi di mercato monetario):

1. al fine di influenzare in via diretta le variabili monetarie conseguendo **obiettivi intermedi** (moneta, credito, tassi di interesse) (trasmissione tra variabili finanziarie);
2. per influire sugli **obiettivi finali** di natura reale: prezzi, cambio, reddito, occupazione (trasmissione tra variabili finanziarie e reali).

(segue) ...: lo schema



(segue) ...: il meccanismo di trasmissione



(segue) ...: strumenti ed obiettivi

Nella politica monetaria si distingue tra:

- **strumenti**, le variabili che sono sotto il **controllo diretto** delle autorità monetarie (tassi policy, aliquota rob, operazioni mercato aperto, limiti crescita impieghi) e che possono essere manovrati **tempestivamente** allo scopo di **controllare gli**
- **obiettivi operativi**, quelli **immediatamente realizzabili** (base monetaria, tassi di mercato monetario, riserva obbligatoria), in funzione degli strumenti utilizzati, ed in grado di **influire sugli**
- **obiettivi intermedi**, variabili **controllate indirettamente** dalla banca centrale (tassi di mercato creditizio, le quantità di credito o di moneta), conseguiti con un **certo ritardo** ed un determinato **grado di precisione** ed in grado di **influire sugli**
- **obiettivi finali**, di natura economica, che riguardano come visto prezzi, cambio, reddito, occupazione.

Le caratteristiche delle variabili utilizzate

Per essere efficaci le variabili utilizzate debbono possedere alcuni requisiti:

- **manovrabilità diretta** da parte della Banca Centrale,
- **relazione causale** con gli obiettivi perseguiti,
- **stabilità della relazione**,
- **rilevabilità e controllabilità periodica**.

Gli strumenti

In base alle variabili oggetto dell'intervento, gli strumenti possono essere distinti, tra controllo:

- **della *base monetaria***, mediante
 - rifinanziamento delle aziende di credito;
 - operazioni di mercato aperto;
- **dei *tassi policy praticati dalla Banca Centrale***:
 - tasso ufficiale di sconto (ormai obsoleto);
 - tasso operazioni di rifinanziamento;
- ***diretto con vincoli amministrativi***, quali:
 - coefficiente di riserva obbligatoria;
 - massimali sugli impieghi;
 - composizione qualitativa degli impieghi;
 - dimensione e composizione attività in valuta.

Gli obiettivi operativi

- Base monetaria
- Tassi di mercato monetario
- Livello della riserva obbligatoria

La base monetaria

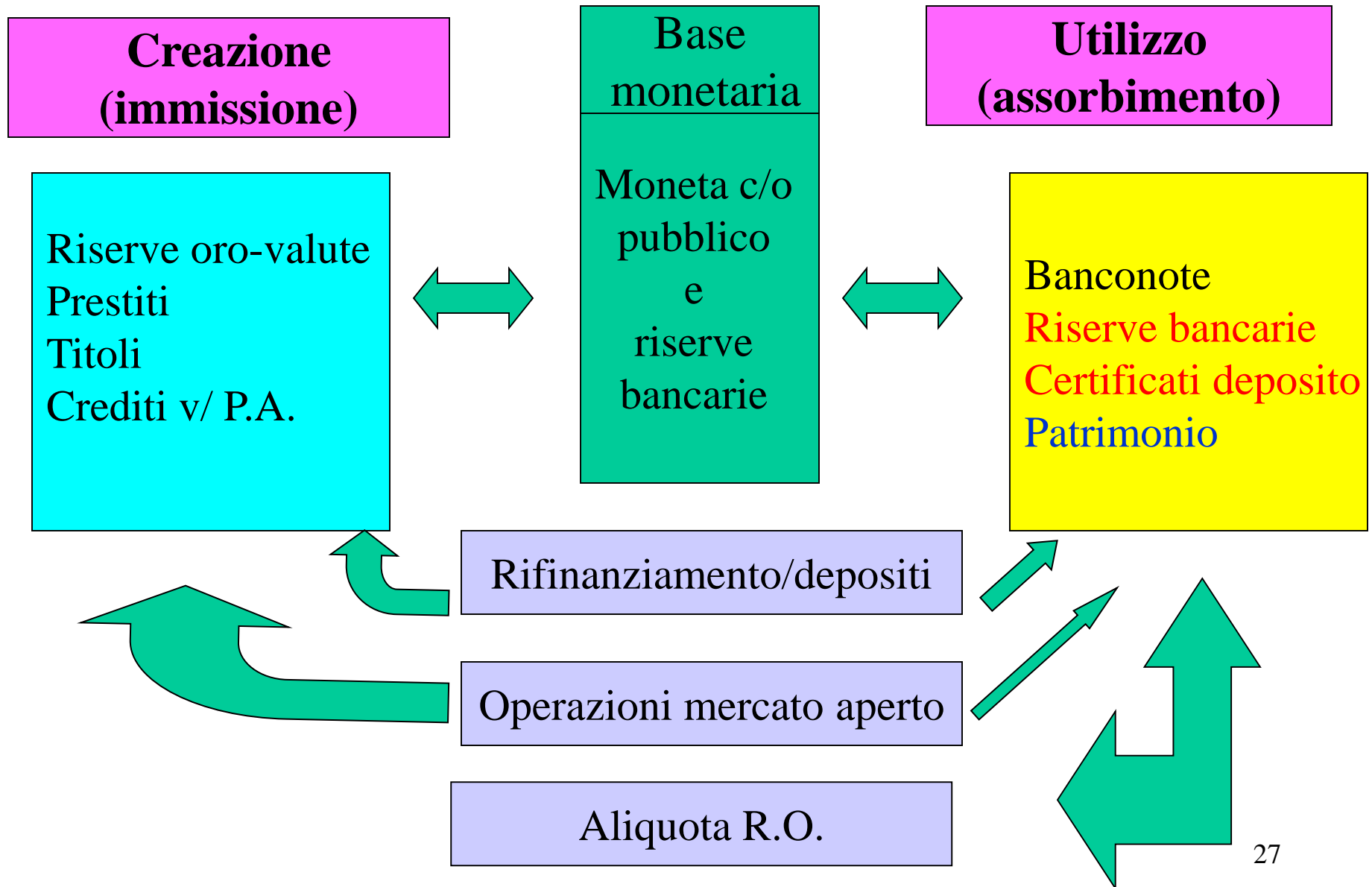
La **moneta** è costituita dalle attività finanziarie che possono essere utilizzate come mezzo di pagamento.

Per **base monetaria** si intende la moneta direttamente creata dalla Banca Centrale; comprende la moneta legale e qualsiasi attività finanziaria convertibile immediatamente e senza costi in moneta legale di nuova creazione.

BM (base monetaria) = **BM_p** + **RB** (riserve bancarie)

M (offerta moneta) = **BM_p** (contanti) + **D** (depositi)

(segue) ... : i canali della base monetaria



(segue) ... : il moltiplicatore della base monetaria

- B_m (base monetaria) = B_{mp} (pubblico) + R_b (banche)
- Offerta moneta $O_m = B_{mp} + D$ (depositi bancari monetari)

dividendo per B_m $O_m/B_m = (B_{mp}+D)/(B_{mp}+R_b)$

dividendo per D il secondo membro

$$O_m/B_m = ((B_{mp}/D) + 1)/((B_{mp}/D)+(R_b/D)) \quad \text{ove}$$

$p = B_{mp}/D =$ propensione pubblico a scorte moneta

$b = R_b/D =$ propensione a detenere moneta per banche

$O_m = B_m (p+1)/(p+b)$ si evidenzia

“l’offerta di moneta è direttamente proporzionale alla base monetaria grazie al suo moltiplicatore”.

(segue) ... : la stabilità del moltiplicatore

- **p** (propensione a detenere moneta legale) dipende dal livello dei tassi di interesse: più sono elevati, meno è conveniente detenere contante;
- **b** (propensione a detenere riserve bancarie) dipende dal costo implicito a detenere riserve (rendimenti alternativi e delle riserve), dal vincolo di riserva e da movimenti in entrata ed uscita di moneta legale.

(segue) ... : i tassi di mercato monetario

Quelli, essenzialmente, praticati sul mercato a breve, soprattutto interbancario, che elevando (riducendo) il costo del denaro per le banche, influenzano quelli praticati verso la clientela. Essi principalmente sono:

- 1) depositi overnight,
- 2) depositi a un mese,
- 3) depositi a tre mesi,
- 4) depositi a sei mesi,
- 5) depositi a un anno.

(segue) ... : il livello della riserva obbligatoria

- La variazione del coefficiente di riserva obbligatoria, consente di aumentare (ridurre) strutturalmente tale aggregato.
- A parità di attivo della Banca Centrale questo consente di ridurre (aumentare) la moneta circolante o eventuali titoli emessi dalla Banca Centrale.
- Aumenta (riduce) la dipendenza delle banche dalla Banca Centrale, poiché riduce (aumenta) l'ammontare di liquidità disponibile.

Gli obiettivi intermedi

- Tassi di interesse
- Quantità di credito
- Quantità di moneta

(segue) ... : i tassi d'interesse

Il livello dei tassi, la struttura per scadenze, le aspettative di andamento dei tassi sono rilevanti ai fini del perseguimento degli obiettivi finali di politica monetaria.

Pertanto, la politica monetaria potrebbe prendere come riferimento guida il livello, l'andamento temporale e/o la struttura per scadenze dei tassi d'interesse.

(segue) ... : le quantità creditizie

- **Credito Totale**, costituito dai finanziamenti (prestiti bancari e obbligazioni collocate sull'interno) totali agli “altri residenti” (residenti al netto IFM e amministrazioni pubbliche) italiani e debito delle Amministrazioni pubbliche italiane.
- **Credito Totale Interno** (CTI), costituito dai finanziamenti interni agli “altri residenti” italiani e debito sull'interno delle Amministrazioni pubbliche.

(segue) ... : le quantità monetarie

- **M1**, aggregato monetario ristretto, costituito dal circolante più i depositi a vista e in conto corrente;
- **M2**, aggregato monetario intermedio, costituito oltre che da M1 anche dai depositi con durata fino a due anni o ritirabili con preavviso fino a tre mesi;
- **M3**, aggregato monetario ampio, costituito oltre che da M2 anche dai pct e dalle quote di fondi comuni monetari e titoli di mercato monetario.

La Banca Centrale Europea

Il compito della BCE

Chi gestisce la politica monetaria

A seguito della nascita dell'Unione Monetaria Europea, dal 1° gennaio 1999
la politica monetaria
viene gestita dal **SEBC**

Le banche centrali dei paesi aderenti all'UME hanno perso questa prerogativa e sono diventate bracci operativi della BCE.

Il SEBC: la struttura

La **Banca Centrale Europea** rappresenta il vertice istituzionale ed operativo del sistema. E' rappresentata da un Presidente e da un Vice Presidente.

Il **SEBC** opera sotto la guida di tre organi decisionali.

- Il **Consiglio Direttivo**, composto dai membri del Comitato Esecutivo e dai governatori delle banche centrali aderenti all'UME.
- IL **Comitato Esecutivo** composto dal Presidente, Vicepresidente e altri quattro membri, tutti scelti dai governi dei Paesi dell'Ume.
- Il **Consiglio Generale**, composto da tutti i membri del consiglio direttivo più i governatori dei Paesi dell'Unione non aderenti all'UME.

(segue) ... la struttura ...

Consiglio Generale		SEBC		Eurosistema
		Dai sei membri del Comitato Esecutivo		
		Consiglio direttivo	National Bank van Belgie Deutsche Bundesbank Banco de Espana Banque de France Central Bank of Irland Banca d'Italia Banka Slovenije Central Bank of Cyprus Bank of Latvia – Lietuvos Hrvatska narodna banka	
Bulgaria-Cechia-Ungheria-Polonia-Romania-Svezia.				

Al 2023 sono 20 i paesi aderenti all'Eurosistema

Le adesioni all'euro

- Austria: 1999
- Belgio: 1999
- Croazia: 2023
- Cipro: 2008
- Estonia: 2011
- Finlandia: 1999
- Francia: 1999
- Germania: 1999
- Grecia: 2001
- Irlanda: 1999
- Italia: 1999
- Lettonia: 2014
- Lituania: 2015
- Lussemburgo: 1999
- Malta: 2008
- Paesi Bassi: 1999
- Portogallo: 1999
- Slovacchia: 2009
- Slovenia: 2007
- Spagna: 1999

(segue) ... : i compiti

La politica monetaria comune si applica ai Paesi aderenti all'Ume, che condividono ovviamente anche la moneta: l'euro.

Nel SEBC convivono due esigenze :

- accentramento delle decisioni, da parte degli organi collegiali previsti;
- decentramento delle attività, tramite l'azione delle banche centrali nazionali.

(segue) ... : i compiti

Il Trattato di Maastricht stabilisce i compiti del SEBC nei seguenti quattro punti (art. 105.2):

- definire e attuare la politica monetaria della comunità;
- svolgere le operazioni sui cambi;
- detenere e gestire le riserve ufficiali in valuta degli Stati membri;
- promuovere e regolare il funzionamento dei sistemi di pagamento.

L'indipendenza della BCE

La BCE è stata concepita come **istituzione indipendente** proprio per assicurare che agisca nel miglior interesse dei cittadini europei.

Alla BCE **non è permesso erogare in via diretta finanziamenti al settore pubblico**, disposizione che la pone al riparo dalle pressioni delle autorità pubbliche.

(segue) ... : gli obiettivi

Il trattato di Maastricht stabilisce che la politica monetaria del SEBC deve essere indirizzata:

- in via prioritaria (art. 105. 1) al “**mantenimento della stabilità dei prezzi**”;
- in via sussidiaria (art. 2) al sostentamento delle politiche economiche generali della comunità.

La preminenza dell’obiettivo della stabilità dei prezzi nasce dalla consapevolezza che **la crescita economica deve poggiare sulla libera concorrenza, garantita dalla trasparenza e dalla stabilità dei prezzi e non da arbitrarie redistribuzioni di ricchezza operate dall’inflazione.**

Lo schema della politica monetaria

In via di massima semplificazione la politica monetaria può essere ricondotta a due schemi:

- *monetary targeting*, ove l'obiettivo di riferimento è la crescita di un aggregato monetario di riferimento;
- *inflation targeting*, ove il riferimento è il tasso programmato dell'indice dei prezzi al consumo.

Sostanzialmente, viene annunciato, per un certo orizzonte temporale predeterminato, l'obiettivo in termini di tasso di crescita ritenuto accettabile dell'aggregato di riferimento (monetario o inflattivo). Ove ci si discosti la BCE interviene con gli strumenti a sua disposizione con interventi correttivi.

Lo schema dell'UME

Nell'Ume lo schema adottato è quello della *inflation targeting*.

La BCE ha fissato l'obiettivo di stabilità dei prezzi nell'incremento del 2% dell'indice dei prezzi al consumo da mantenere in un orizzonte temporale di medio termine.

L'aver fissato come desiderabile una crescita inferiore al 2% non implica l'accettazione di situazioni deflazionistiche.

Per raggiungere il citato obiettivo la politica della BCE è incentrata su **due pilastri**:

- il controllo (non vincolante) della quantità di moneta (**M3**);
- le **prospettive di crescita dei prezzi**, tramite indicatori come la curva dei rendimenti, le aspettative degli imprenditori e dei consumatori, il costo del lavoro, i tassi di cambio, la capacità produttiva.

Lo schema ...

Inflation targeting

Si converge sulla considerazione che la dinamica dei prezzi nel medio-lungo periodo abbia un'origine monetaria. In particolare, gli aumenti dei prezzi sono, in genere, strettamente legati a tassi di crescita della moneta superiori al potenziale di crescita dell'economia reale nel medio termine. Inoltre, l'esperienza storica delle banche centrali in Europa e nel resto del mondo dimostra che è importante, per il successo della politica monetaria, effettuare un'analisi approfondita degli aggregati monetari e delle informazioni che essi forniscono.

(Relazione Annuale BCE 2001)

Lo schema ...

Formula della **teoria quantitativa**
dell'offerta di moneta.

$$M * V = Y * P$$

quantità moneta * velocità circolazione = reddito reale * livello prezzi

in chiave dinamica



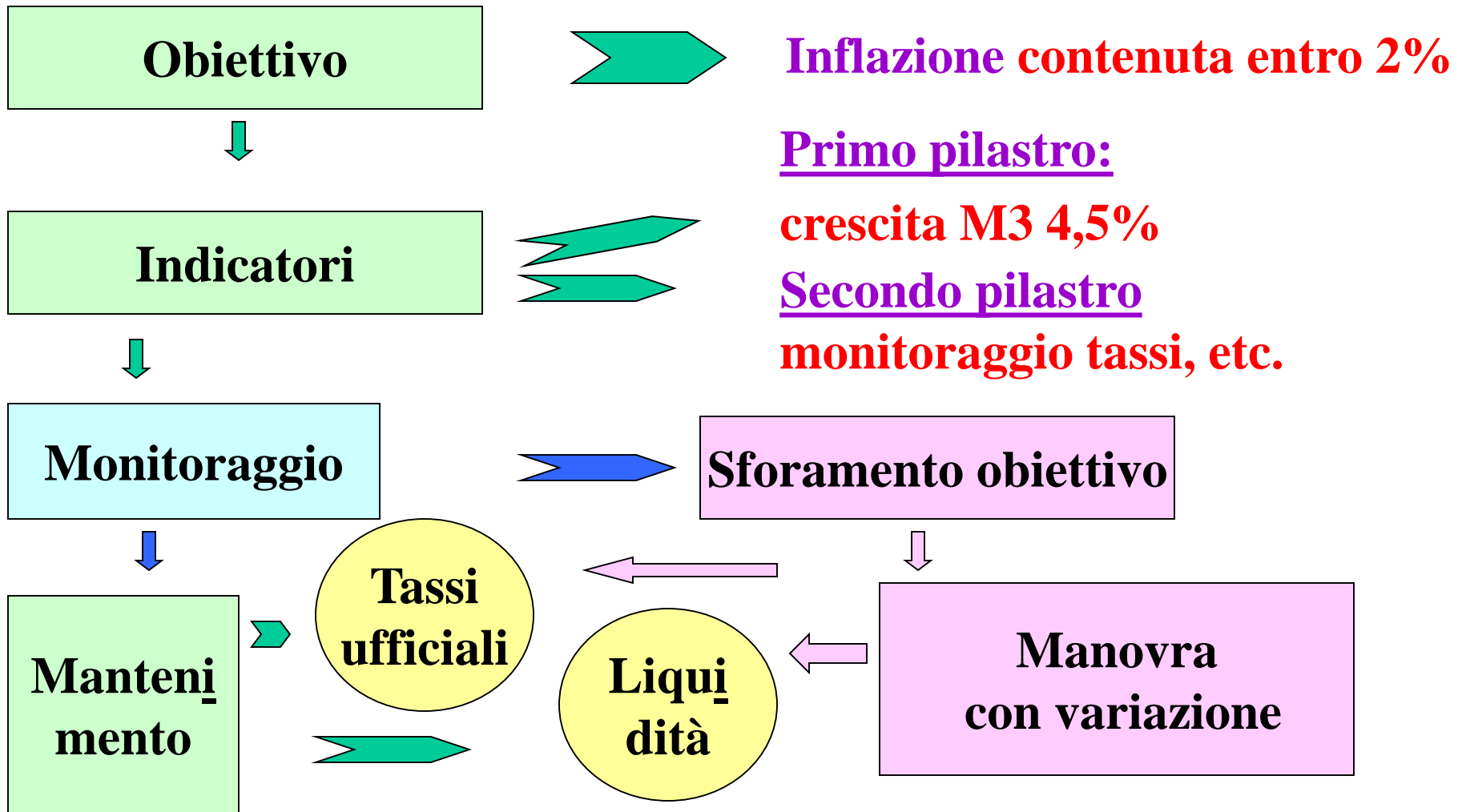
La variazione della quantità di moneta moltiplicata per la velocità di circolazione della moneta è uguale alla variazione dei prezzi per la variazione del reddito reale.

da qui il principio base della BCE



Nel lungo termine la crescita della offerta di moneta deve essere in linea con quella della crescita del pil e di una inflazione non superiore al 2%, considerata la variazione della velocità di circolazione della moneta.

Schema di intervento BCE nell'*inflation targeting*



Gli strumenti del SEBC

Operazioni su
iniziativa del SEBC

- operazioni di mercato aperto

Operazioni su
iniziativa controparti

- operazioni rifinanz.to marginale
- operazioni deposito

Riserva obbligatoria

Operazioni di mercato aperto

svolte su iniziative della BCE che ne stabilisce le modalità e le condizioni sono

indirizzate a controllare i tassi di interesse, determinare le condizioni di liquidità sul mercato e segnalare l'orientamento della politica monetaria

1. operazioni di rifinanziamento principale
2. operazioni di rifinanziamento a più lungo termine
3. operazioni di *fine tuning*
4. operazioni di tipo strutturale

Operazioni ...

- **Operazioni di rifinanziamento principale**, operazioni temporanee di finanziamento con frequenza settimanale e scadenza settimanale. Sono uno strumento centrale per il conseguimento degli obiettivi, fornendo la maggior parte del rifinanziamento necessario al settore finanziario.
- **Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine**, operazioni temporanee con frequenza mensile e scadenza a tre mesi. Sono fatte in modo da non influenzare i tassi e **non hanno valore segnaletico**.

Operazioni ...

- **Operazioni di fine-tuning**, non hanno frequenza prestabilita e mirano a regolare la liquidità del mercato e a controllare l'evoluzione dei tassi, quando sopraggiungono fluttuazioni impreviste della liquidità nel mercato. Normalmente dovrebbero essere effettuate dalla BCN mediante aste veloci e procedure bilaterali
- **Operazioni di tipo strutturale**, mediante emissione di certificati di debito, operazioni temporanee e definitive. Sono effettuate ogni volta che la BCE intende modificare la posizione strutturale dell'Eurosistema nei confronti del settore finanziario.

Operazioni su iniziativa delle controparti

gestite dalle BCN e volte a immettere o assorbire liquidità *overnight*, in funzione delle esigenze delle controparti, per segnalare l'orientamento monetario e stabilizzare le fluttuazioni dei tassi di interesse del mercato *overnight*.

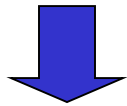
- **rifinanziamento marginale**, per ottenere finanziamenti *overnight* dalle banche centrali nazionali a fronte di attività stanziabili a garanzia. In condizioni normali non sono previsti limiti quantitativi, il tasso di interesse è il limite massimo nel mercato *overnight*;
- **deposito overnight**, per costituire depositi *overnight* presso le banche centrali nazionali, in condizioni normali non sono previsti limiti quantitativi, il tasso di interesse è il limite minimo nel mercato *overnight*.

Riserva obbligatoria

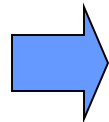
- Il regime di riserva obbligatoria (2% fino a gennaio 2012 ora 1%), applicato agli istituti dell'area dell'euro, mira principalmente a stabilizzare i tassi di interesse del mercato monetario e a creare o ampliare un fabbisogno strutturale di liquidità.
- Consente di utilizzare un meccanismo di mobilitazione; infatti: l'adempimento degli obblighi di riserva è verificato sulla base delle riserve medie giornaliere detenute da una istituzione nel periodo di 6 settimane di mantenimento. La remunerazione è in base al tasso di rifinanziamento principale dell'Eurosistema.

Le tappe della trasmissione della BCE

1
**Manovre
dell'Eurosistema**



2
**Variazione dei
tassi di
mercato
monetario**



**Man mano che si passa dalla primo
all'ultimo stadio, l'intensità dei
effetti dovrebbe ridursi.**

3
**Riflessi sui
Tassi applicati
dalle banche a
imprese e
famiglie**



4
**Riflessi
sul
sistema
reale**

Indicatore

più significativo della politica monetaria del
SEBC



Il corridoio dei tassi:

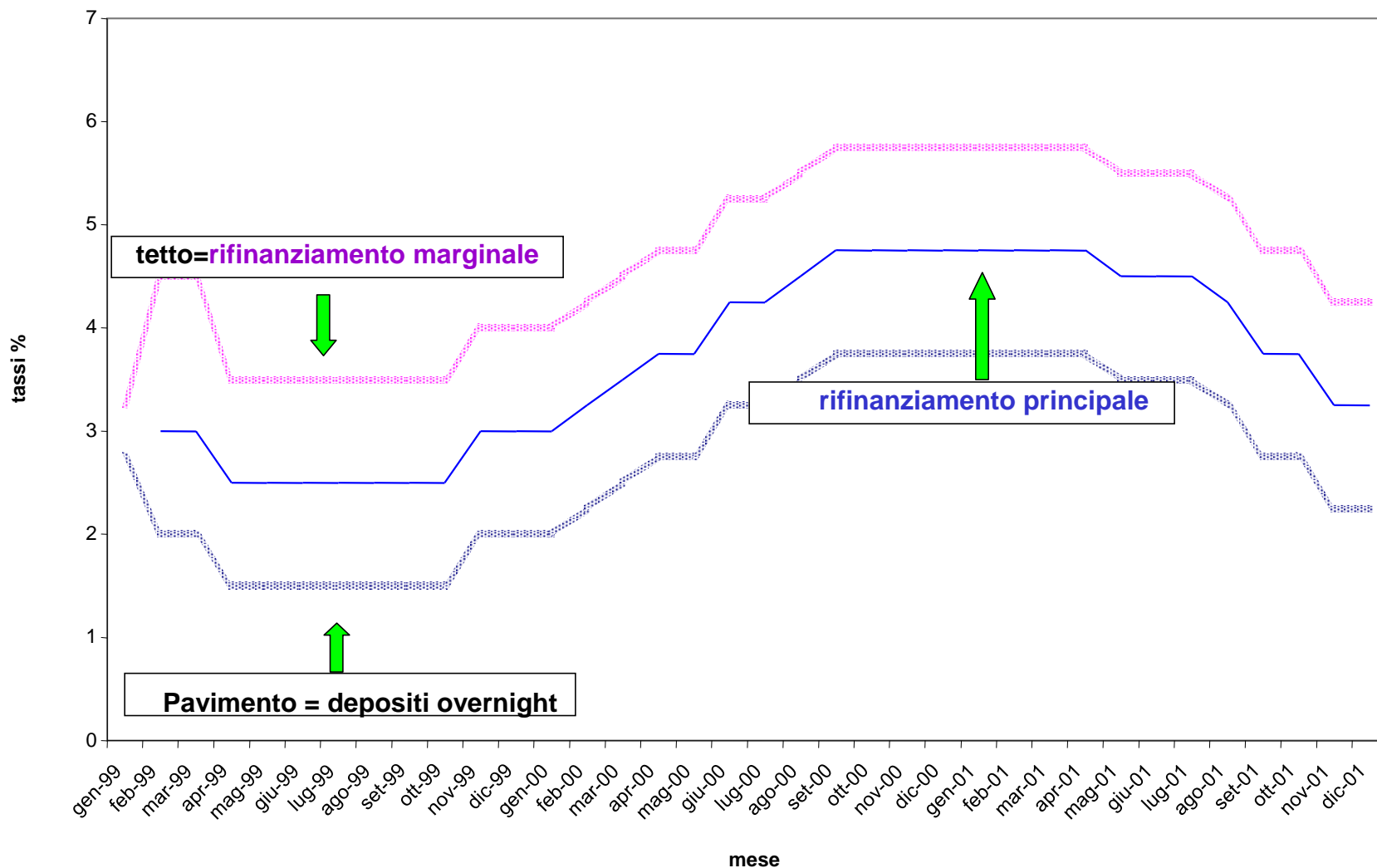
Pavimento: tasso depositi overnight

Tetto: tasso di rifinanziamento marginale

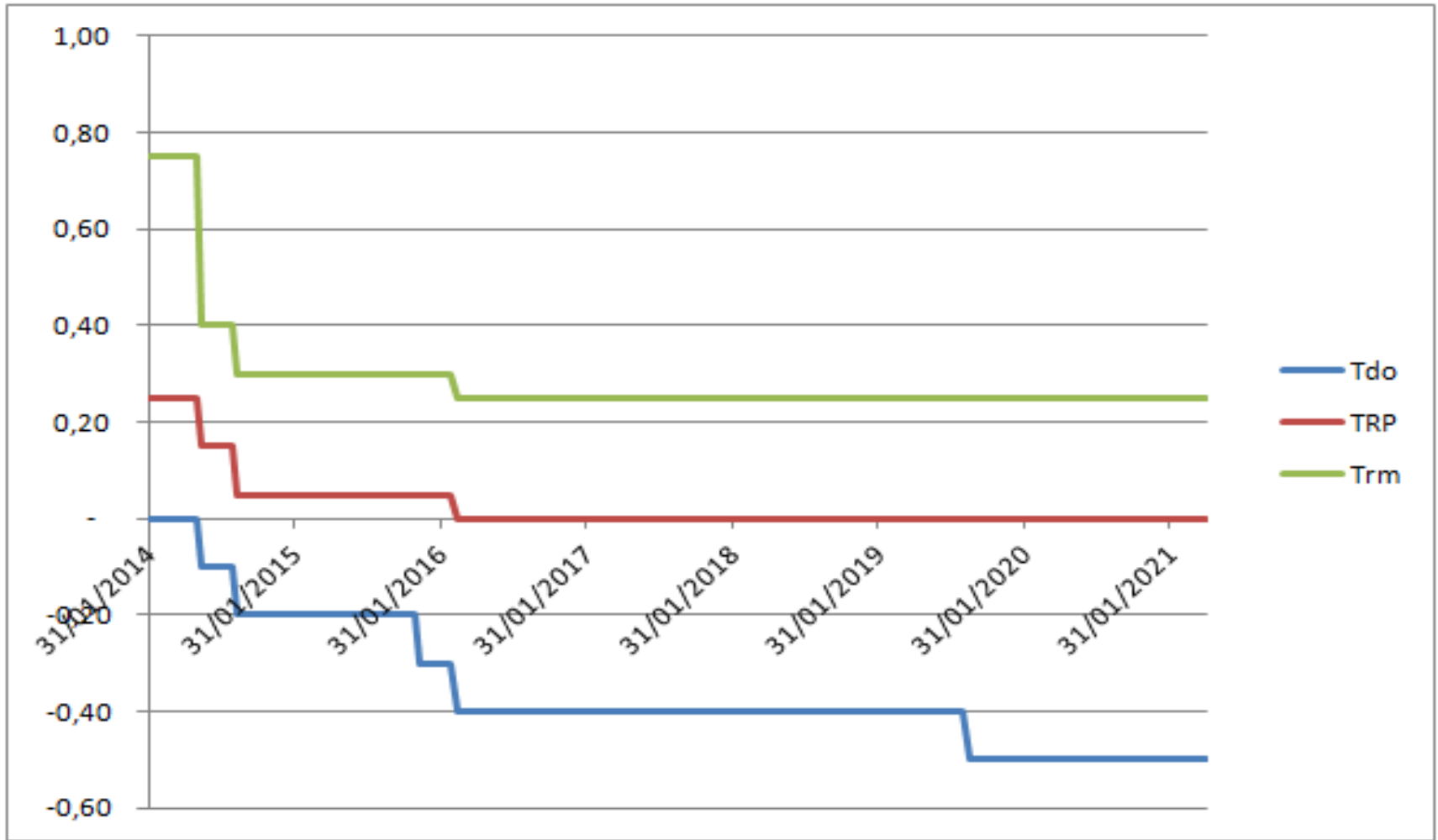
Indicatore oscillante nel corridoio:

tasso di rifinanziamento principale

Corridoio dei tassi in Italia nel periodo 1999-2001

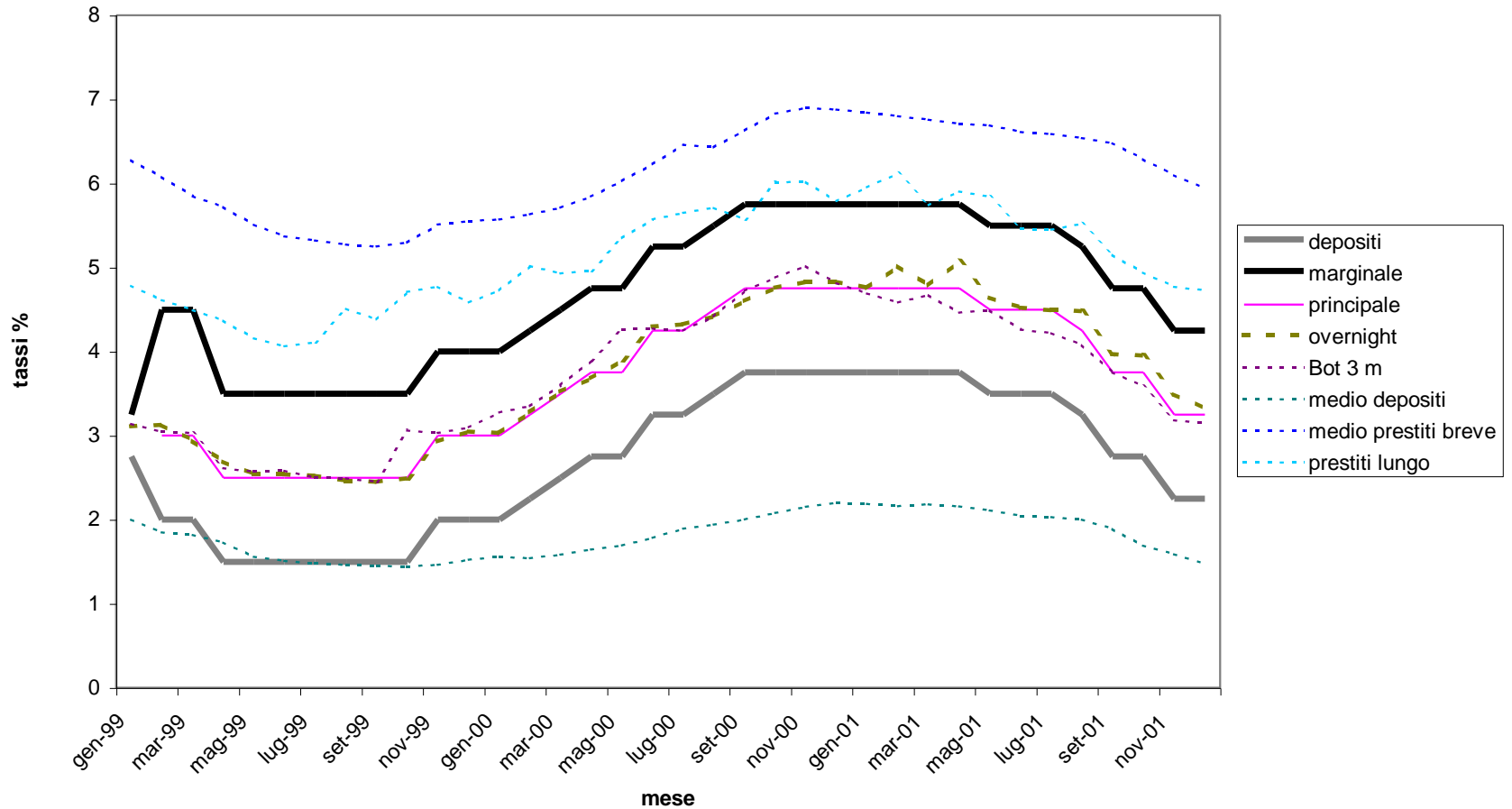


Corridoio dei tassi periodo 2014 - 2021



I tassi in Italia

I tassi policy, di mercato monetario e bancari



Riflessi ...

- La presenza del corridoio, il valore indicativo del tasso di rifinanziamento principale, stabilizzano l'Eonia (*euro overnight index average* calcolato dalla BCE come media ponderata su un **paniere di banche selezionate**) su valori intorno al tasso di rifinanziamento principale.
- Questo livello viene trasmesso a sua volta agli altri tassi a breve, che, a loro volta, si stabilizzano attorno al tasso di rifinanziamento principale i tassi a breve.
- Questi tassi, poi, influenzano quelli sui prestiti e sui titoli; essendo correlati in modo diretto con i primi, anche se con qualche ritardo di aggiustamento.

Le scelte della BCE dalla sua fondazione fino ad oggi

Dalla crisi finanziaria alla crisi
pandemica

Le scelte della BCE nel primo decennio

L'attività della BCE e i suoi interventi nei 10 anni dalla sua costituzione possono essere esaminati in relazione a 3 cicli congiunturali

1. **1999-2003:** manovra dei tassi in linea con l'andamento congiunturale
2. **2003-2005:** il rallentamento della crescita del PIL giustifica una politica espansiva con tassi stabili sui livelli più bassi del decennio; l'assenza di rischi di inflazione non ha reso necessario alcun intervento di "raffreddamento"
3. **2005-2008:** correlazione tra interventi e fase di sviluppo congiunturale, con variazioni dei tassi *policy* al rialzo prima, e al ribasso a seguito degli eventi dell'estate 2008; le ragioni di tale comportamento vanno ricercate sia nel rallentamento del PIL sia nei riflessi del prezzo del petrolio sulla dinamica inflattiva

La BCE è riuscita a conseguire due risultati: contenimento dell'inflazione e reputazione nel perseguire con determinazione l'obiettivo della stabilità dei prezzi

La crisi finanziaria

- ✓ Generalizzata mancanza di fiducia nel **mercato interbancario** (non più in grado di svolgere il ruolo di fornitore di liquidità alle banche)
- ✓ Rarefazione degli scambi e rialzo dei tassi con rischi di possibile **credit crunch**
- ✓ Effetti negativi a catena sui mercati reali
- ✓ Massiccio intervento delle banche centrali (BCE e altre) sul mercato svolgendo il ruolo di **prestatore di ultima istanza**
 - In una situazione che per crescita dei prezzi e di M3 avrebbe suggerito di non ridurre i tassi, la BCE è intervenuta per garantire alle **imprese** un soddisfacente flusso di credito e contrastare la recessione sia immettendo ulteriore liquidità sia restringendo la forbice dei tassi policy (1% nel novembre 2008)
 - Per le banche, il ridotto ricorso al mercato interbancario è stato, almeno parzialmente, compensato dal ricorso alla BCE che ha svolto, con frequenza e per importi massicci, sia operazioni di rifinanziamento principale e a più lungo termine sia operazioni di rifinanziamento marginale

La gestione della crisi finanziaria

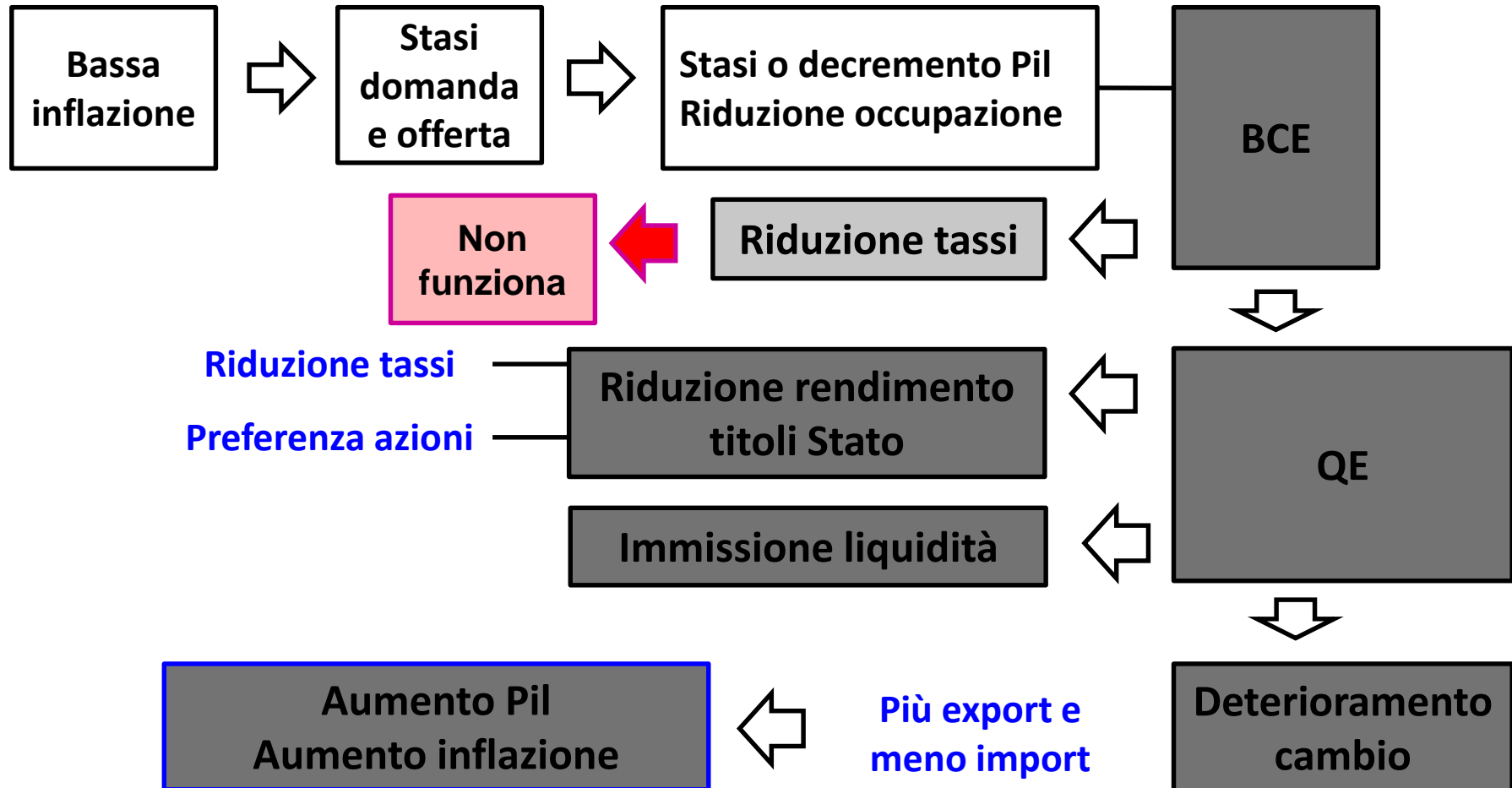
Obiettivo principale: combattere la deflazione o la bassa inflazione riportandola vicino alla soglia del 2%

Obiettivo operativo: favorire i prestiti all'economia (potenziale *credit crunch*)

Strumenti:

- a) Riduzione dei tassi *policy* per aumentare la liquidità a breve (2011)
- b) Operazioni straordinarie di finanziamento a medio termine (dicembre 2011 in corrispondenza della crisi del debito sovrano)
- c) Dal 2013 tasso negativo per i depositi overnight per forzare le banche a finanziare l'economia (operazione sia di mercato che di *moral suasion*)
- d) Operazioni di rifinanziamento a medio e lungo termine (2014, TLTRO)
- e) Acquisto di titoli (2015) sul mercato secondario: ABS e obbligazioni bancarie garantite per alleggerire gli immobilizzi di bilancio delle banche per favorire la concessione dei prestiti all'economia; titoli di Stato per alleggerire il costo del debito e favorire investimenti pubblici

La deflazione



Il QE

Il Quantitative Easing (QE) – manovra del gennaio 2015

Impegno BCE a investire € 60 mld mensili fino a settembre 2016 per un totale di € 1.140 mld

**Acquisto titoli di Stato:
€ 40 mld**

**Acquisto titoli di Istituzioni europee
€ 5 mld**

**Acquisto di ABS:
€ 15 mld**

Italia	€149 mld
Francia	€171 mld
Germania	€217 mld
Spagna	€107 mld

Successivamente il QE è stato confermato e ampliato

Whatever it takes

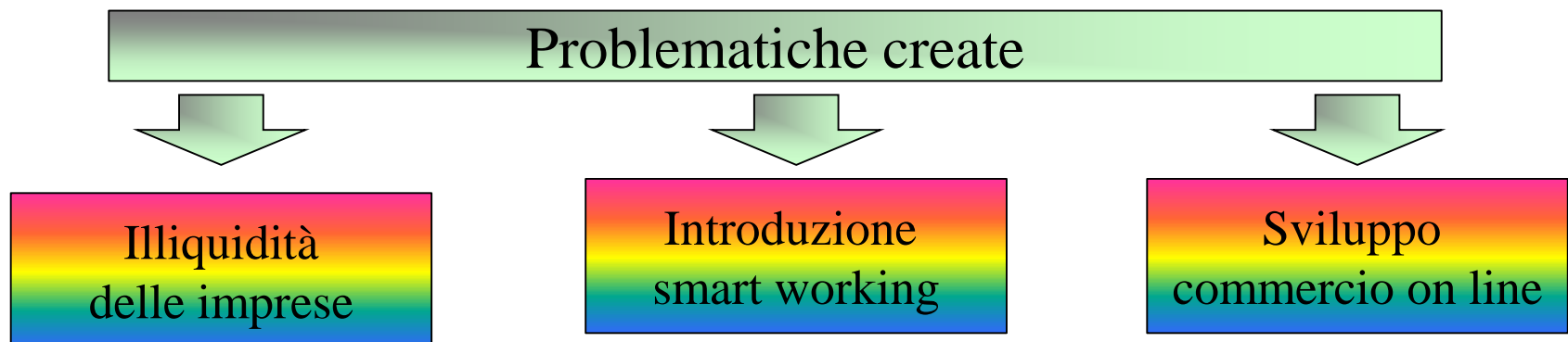
- «Nei limiti del nostro mandato, la Bce è pronta a fare qualsiasi cosa per salvare l'euro. E credetemi, sarà abbastanza», disse Mario Draghi a Londra il 26 luglio 2012, nel mezzo della crisi del debito sovrano che rischiava di far saltare l'eurozona.
- E quel «qualsiasi cosa», cioè whatever it takes nel discorso pronunciato in inglese, è considerato il punto di svolta nella gestione della crisi del debito sovrano dell'eurozona.
- Questa dichiarazione, sostenuta dall'impegno - assunto in un successivo intervento del 6 settembre 2012 - ad acquistare un ammontare potenzialmente illimitato di titoli governativi in modo da garantire agli Stati la **possibilità di finanziarsi tassi accettabili**, è considerata la chiave di volta che ha permesso ai paesi più indebitati, tra cui l'Italia, di superare la crisi dello spread e ad impedire la frantumazione dell'euro.

Coronavirus: i riflessi reali e monetari

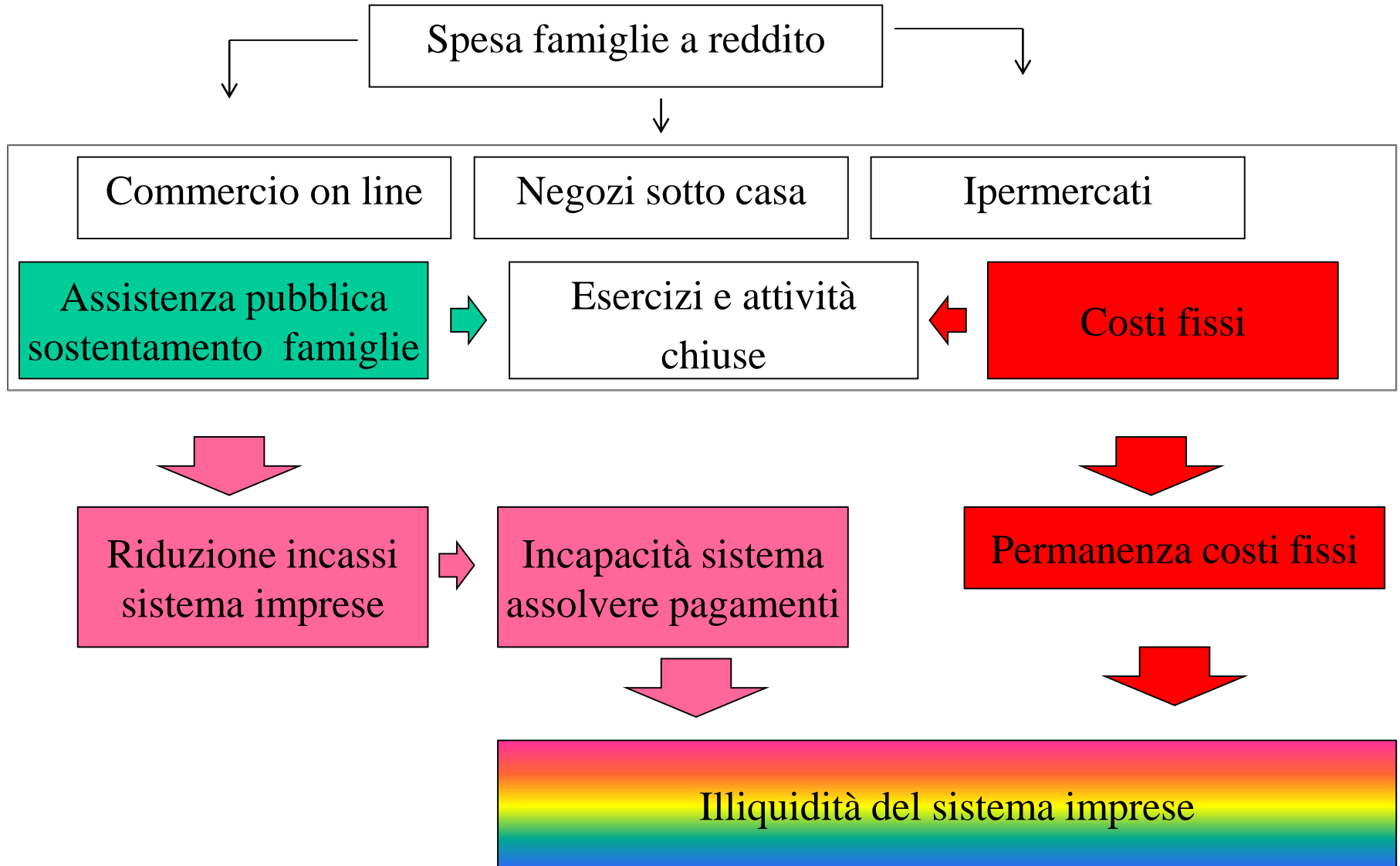
Il lock down e le misure di distanziamento hanno generato:
una forte riduzione della domanda di beni

- sia per effetto del lock down (assenza shopping)
- sia per il calo del reddito conseguente alla chiusura di una serie di attività produttive.

I settori colpiti più pesantemente sono stati quelli del commercio al minuto, dei trasporti e delle altre attività terziarie, soprattutto la ristorazione.



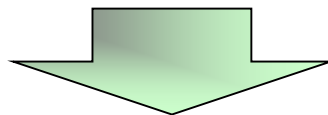
Coronavirus: illiquidità delle imprese



I problemi per la BCE

La perdita di domanda per alcuni e il calo della domanda per altri, comporta per il sistema bancario:

- un deterioramento del merito creditizio con una notevole accelerazione del rischio di default e conseguenti svalutazioni dell'attivo di bilancio.



Necessità di supportare le imprese fornendo liquidità immediata cercando di evitare “una stretta creditizia”.

I bassissimi livelli dei tassi policy impedivano manovre di questo tipo.

L'azione della BCE vs Covid

- **Aiutare l'economia ad assorbire lo shock provocato dalla crisi in atto: *attuazione del PEPP.***
- **Mantenere accessibile il costo dei finanziamenti: *lasciati bassi i tassi policy.***
- **Sostenere l'accesso al credito da parte di famiglie e imprese: *incrementata la liquidità disponibile per i prestiti alle banche e allentato i criteri concernenti le garanzie che la BCE richiede per concedere fondi alle banche.***
- **Assicurare che i timori di breve periodo non blocchino il credito: *offerte opzioni di finanziamento immediato a tassi favorevoli, per sostenere le banche a erogare credito ai cittadini e alle imprese che ne hanno bisogno.***
- **Aumentare la capacità di finanziamento delle banche: *ridotta la rigidità riguardo all'ammontare di fondi, o "capitale", che le banche devono detenere come riserva per poter affrontare i momenti difficili.***

Il programma di acquisto per l'emergenza pandemica (PEPP)

Il PEPP è un programma temporaneo di acquisto di titoli del settore pubblico e privato con una dotazione complessiva iniziale di 750 miliardi di euro.

- La dotazione è poi passata:
- da €750 miliardi fino alla conclusione della fase critica del coronavirus:
- a giugno 2020, la dotazione del PEPP è passata a €1.350 miliardi (l'orizzonte degli acquisti è stato esteso almeno sino alla fine di giugno 2021);
- a dicembre 2020, la dotazione del PEPP è ulteriormente aumentata a €1.850 (l'orizzonte degli acquisti è stato esteso almeno sino alla fine di marzo 2022).

Gli interventi di politica di bilancio

La risposta dell'UE alla COVID-19 è incentrata su quattro priorità:

- limitare la diffusione del virus
- garantire la fornitura di attrezzature mediche
- promuovere la ricerca su terapie e vaccini
- sostenere l'occupazione, le imprese e l'economia.

Assieme ai 540 miliardi di EUR di fondi già disponibili per le tre reti di sicurezza (per i lavoratori, le imprese e gli Stati membri), il pacchetto globale per la ripresa dell'UE ammonta a **2.364,3 miliardi di EUR**.

Oltre ai contributi al reddito vi sono azioni volte a garantire i crediti.