

Lezione 13

La Politica Monetaria e il

ruolo della BCE

09/11/2023

Prof. Gian Paolo Stella
Economia degli Intermediari Finanziari

- L'UEM (*Unione Economica e Monetaria*), costituita dai *Paesi dell'Unione Europea* (UE) che hanno adottato l'euro come moneta (*Paesi dell'area euro*); rappresenta l'atto finale di un percorso iniziato nel 1961 (Proposta di realizzare l'Unione Europea delle Riserve Monetarie), formalizzato nel 1992 con la firma del Trattato istitutivo di Maastricht e terminato il 1° gennaio 1999 con l'adozione dell'euro quale moneta unica degli Stati aderenti.
- Poiché la realizzazione di un'unione monetaria richiede che i Paesi aderenti – ognuno dei quali conserva autonomia politica e fiscale – abbiano situazioni economico-finanziarie compatibili tra loro, il Trattato di Maastricht (di seguito, il Trattato) ha previsto alcune condizioni per l'adesione e il rispetto da parte dei Paesi aderenti di due obblighi di convergenza.
 - Stabilità dei prezzi. Il tasso di inflazione non deve superare di oltre 1,5% la media dei tre Paesi aderenti a più bassa crescita dei prezzi;
 - Situazione finanziaria pubblica sostenibile. Rapporto deficit corrente/PIL inferiore al 3% e rapporto stock di debito corrente/PIL inferiore al 60%.

- L'attuazione della politica monetaria unica è affidata (Trattato, art. 107) al SEBC (*Sistema Europeo delle Banche Centrali*) costituito da:
 - BCE (Banca Centrale Europea), alla quale sono conferiti i poteri decisionali in materia di politica monetaria unica;
 - BCN (Banche Centrali Nazionali) dei Paesi aderenti all'UEM presso le quali è decentrata la fase operativa di attuazione della politica monetaria;
 - Banche centrali dei Paesi non aderenti all'UEM con un ruolo consultivo.
- A causa della non coincidenza tra Paesi partecipanti all'UE e Paesi aderenti all'UEM e, quindi, dell'impossibilità di conferire tale responsabilità al SEBC, è l'Eurosistema, composto dalla BCE e dalle sole BCN aderenti all'UEM, ad attuare la politica monetaria.
- Dal 1° gennaio 1999, la BCE gestisce la politica monetaria e assicura il buon funzionamento del sistema dei pagamenti, funzione propedeutica alla prima in quanto solo se la liquidità può fluire rapidamente da un Paese all'altro e con costi di transazione trascurabili, può esistere un mercato monetario unico e, quindi, un tasso di mercato interbancario unico. Inoltre, dal 4 novembre 2014, con l'entrata in vigore del *Single Supervisory Mechanism* la BCE esercita l'attività di vigilanza direttamente nei confronti dei principali gruppi bancari dell'area euro e in modo "decentralizzato" (ossia attraverso le Autorità di vigilanza nazionali) sulle altre banche

- La scelta di accentrare la funzione monetaria e la vigilanza bancaria in un'unica istituzione, ritenuta preferibile rispetto alla presenza di due soggetti distinti, si basa su considerazioni circa la presenza di sinergie informative, il miglior controllo del rischio sistemico, l'indipendenza e la competenza tecnica.
- La governance della BCE, il cui capitale è sottoscritto dalle BCN per un ammontare determinato sulla base della quota relativa dello Stato di appartenenza sul prodotto interno lordo e sulla popolazione dell'Unione, è incentrata su due organi decisionali, il Consiglio direttivo e il Comitato esecutivo, entrambi presieduti dal presidente della BCE e i cui componenti agiscono non in veste di rappresentanti nazionali ma a titolo personale e con piena indipendenza; affiancati dal Consiglio generale con funzioni consultive.
- Consiglio direttivo, formato dai 6 membri del Comitato esecutivo e dai governatori delle BCN dell'area euro, adotta le decisioni e gli indirizzi necessari ad assicurare l'assolvimento dei compiti affidati all'Eurosistema e formula gli indirizzi di politica monetaria: obiettivi monetari intermedi, tassi di interesse policy, offerta di riserve.
- Il Comitato esecutivo – composto, oltre che dal presidente e dal vicepresidente, da quattro membri, nominati di comune accordo dai capi di Stato o di Governo dei Paesi dell'area euro con mandato di 8 anni non rinnovabile

- Il SEBC sostiene le politiche economiche generali al fine di contribuire alla realizzazione dei seguenti obiettivi (Trattato, art. 2): elevato livello di occupazione, crescita sostenibile e non inflazionistica, alto grado di competitività e di convergenza dei risultati economici.
- Scopo fondamentale dell'Eurosistema è, invece, assicurare il mantenimento della stabilità dei prezzi, per preservare il potere d'acquisto della moneta unica.
- In termini operativi, l'Eurosistema:
 - Definisce e attua la politica monetaria;
 - Svolge le operazioni sul mercato dei cambi;
 - Detiene e gestisce le riserve ufficiali degli Stati membri;
 - Promuove il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento.

- L'obiettivo del mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo presuppone, da parte delle Autorità monetarie, l'adozione e il perseguimento di una strategia articolata in fasi logiche:
 - individuazione del legame tra livello dei prezzi e moneta (meccanismi di trasmissione), nonché delle modalità attraverso le quali gli strumenti disponibili e utilizzati si collegano con gli obiettivi (canali di trasmissione);
 - definizione di uno schema di riferimento attraverso il quale procedere all'individuazione delle "variabili chiave" indispensabili al monitoraggio del rischio di inflazione, in base alle quali decidere eventuali manovre correttive;
 - decisione circa tipo e livello di trasparenza pubblica della propria strategia.

- Qual è il legame che unisce la moneta al mercato dei beni e in particolare all'inflazione?
- Secondo l'equazione degli scambi di Fisher [1], il valore totale delle transazioni (numero di transazioni [T] per prezzo medio di transazione [P]) è pari al volume di moneta necessario per effettuarle (quantità di moneta in circolazione [M] per la sua velocità di circolazione [V]), quindi:

$$P \cdot T = M \cdot V$$

Definizione e misurazione della moneta e del credito

- Che cosa si intende per “moneta” e qual è l’aggregato migliore per monitorarne l’andamento? Con riferimento alla funzione di favorire gli scambi, la moneta può essere definita come l’insieme delle attività che possono essere facilmente impiegate per effettuare transazioni; di conseguenza, in questo aggregato possono rientrare:
 - La moneta legale quale strumento di massima liquidità;
 - I depositi in c/c, i quali, grazie all’utilizzo di assegni, bonifici e giroconti, consentono di effettuare i pagamenti con immediatezza;
 - Gli altri strumenti che, per scadenza, vita residua, mercato di negoziazione, sono liquidabili facilmente e senza costi per effettuare pagamenti: depositi a risparmio liberi, con preavviso o a scadenza breve; titoli di mercato monetario; operazioni di pronti contro termine; quote di fondi comuni monetari.

Definizione e misurazione della moneta e del credito

- In quest'ottica, si possono identificare differenti aggregati di moneta progressivamente ordinati in funzione della loro capacità di consentire transazioni o di essere trasformabili in contante o in depositi in c/c. Nell'ambito dell'UEM sono stati definiti tre aggregati:
 - M1, *aggregato ristretto*, costituito dalla moneta legale e dai depositi a vista direttamente utilizzati per effettuare pagamenti (depositi in c/c) e quelli immediatamente convertibili in denaro (depositi a risparmio);
 - M2, *aggregato intermedio*, costituito da M1 e dai depositi bancari con scadenza fino a due anni o rimborsabili con preavviso fino a tre mesi i quali, grazie al loro grado di liquidità, possono essere convertiti in contante o in depositi a vista velocemente e con costi minimi;
 - M3, *aggregato ampio*, costituito, oltre che da M2, dagli strumenti – pronti contro termine, quote di fondi di investimento monetario, titoli di mercato monetario, obbligazioni con scadenza fino a due anni – caratterizzati da elevato grado di liquidità e certezza del prezzo di liquidazione.
- I tre aggregati includono le attività, denominate in euro e in valuta, detenute dai residenti presso le IFM (Istituzioni Finanziarie Monetarie), ossia banche centrali, banche, fondi comuni monetari e altre istituzioni finanziarie, la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o strumenti altamente sostituibili ai depositi da enti diversi dalle IFM e concedere crediti nonché effettuare investimenti in titoli per proprio conto.

- Tra le strategie che ispirano l'azione della BCE rientrano il *monetary targeting* e l'*inflation targeting*.
 - Il *monetary targeting* è uno schema a due stadi nel quale si annuncia l'obiettivo intermedio in termini di crescita dell'aggregato monetario prescelto e si effettuano le dovute correzioni, manovrando gli strumenti disponibili, se l'aggregato si discosta dall'obiettivo annunciato.
 - L'*inflation targeting* è uno schema a uno stadio nel quale la manovra monetaria è direttamente legata, senza il tramite di obiettivi intermedi, all'obiettivo finale: in caso di superamento del valore soglia dell'aggregato di riferimento (il tasso di inflazione) è necessario adeguate manovre di "rientro" su valori ritenuti soddisfacenti.
- Tale approccio richiede:
 - L'annuncio esplicito dell'obiettivo di massima crescita del livello dei prezzi;
 - Il perseguimento dell'obiettivo mediante il monitoraggio e il controllo costante del tasso di inflazione e un meccanismo quasi automatico di intervento basato su manovre restrittive o espansive;
 - La trasparenza sulle decisioni adottate e sui risultati raggiunti, la quale influisce sulle attese degli operatori economici ed eventualmente consente, se previsto, di sanzionare le Autorità monetarie in caso di insuccesso.

- Quello a uno stadio come riferimento principale con la definizione quantitativa di un obiettivo di stabilità dei prezzi e il conseguente monitoraggio del pilastro economico, mentre l'uso del pilastro monetario assume una funzione di confronto/conferma delle conclusioni che emergono dall'analisi del primo sulla base dei seguenti principi:
 - intervento sulle attese inflazionistiche degli operatori poiché l'efficacia della politica monetaria è alta se riesce ad ancorarle saldamente;
 - lungimiranza della politica monetaria poiché i meccanismi di trasmissione delle manovre richiedono tempi non brevissimi;
 - orientamento sul medio termine, per cui è necessario effettuare manovre correttive solo se si reputa duraturo l'indesiderato livello di crescita dei prezzi, evitando così un eccessivo attivismo;
 - impostazione di ampio respiro, tenendo conto di tutte le informazioni rilevanti senza affidarsi a un unico "modello di economia".

- Nella definizione dell'obiettivo di inflazione la BCE ha:
 - prescelto quale indicatore lo IAPC (Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo) per l'area euro;
 - fissato il limite superiore al 2%;
- Ritenuto che la prossimità dello IAPC al 2% sia desiderabile per scongiurare situazioni di deflazione;
- stabilito che il rischio inflativo vada considerato in un'ottica di medio periodo: sia perché nel breve i prezzi sono soggetti a variabilità dovuta a cause non controllabili dalla politica monetaria (per esempio, modifiche nell'imposizione fiscale indiretta o variazioni nei prezzi internazionali delle materie prime); sia per dare una risposta graduale ed equilibrata, che eviti elementi di eccessiva instabilità e incertezza.
- Poiché qualsiasi strategia di politica monetaria richiede l'osservazione continua di indicatori che permettano di percepire con anticipo eventuali variazioni indesiderate dell'inflazione, la BCE conduce il proprio monitoraggio attraverso gli indicatori del pilastro monetario e del pilastro economico i quali rappresentano due prospettive complementari del processo di formazione dei prezzi

Gli strumenti a disposizione della BCE

- Nel quadro della propria strategia, la BCE punta a conseguire due risultati immediati:
 - influenzare i tassi di interesse di mercato e avviare il meccanismo di trasmissione;
 - segnalare il proprio orientamento agli operatori economici (banche, imprese, famiglie) i cui comportamenti dovrebbero essere coerenti.
- Per conseguire questi obiettivi, la BCE non può ricorrere a strumenti coercitivi, ma deve operare (Trattato, art. 105) in conformità al principio di un'economia di mercato e in libera concorrenza, favorendo un'efficiente allocazione delle risorse.
- Inoltre, le decisioni devono essere in grado di riflettersi nel modo più preciso e rapido possibile sui tassi a breve del mercato monetario (efficienza operativa).
- Gli strumenti di cui si avvale l'Eurosistema sono:
 - le operazioni di mercato aperto;
 - le operazioni su iniziativa delle controparti;
 - la riserva obbligatoria.

Le operazioni di mercato aperto

- Le operazioni di mercato aperto consistono in acquisti o vendite nei confronti degli operatori e determinano rispettivamente l'aumento (creazione) o la riduzione (distruzione) della base monetaria e, quindi, della liquidità per il sistema bancario; esse sono effettuate dalla BCE e operativamente realizzate a livello decentrato dalle BCN, la quale stabilisce quantità e costo della base monetaria da immettere o assorbire (a seconda del segno dell'operazione); poiché tali variazioni hanno durata ed efficacia limitate nel tempo, le operazioni di mercato aperto svolgono un ruolo fondamentale soprattutto nell'influenzare i tassi di interesse, segnalare l'orientamento di politica monetaria e gestire le condizioni temporanee di liquidità del sistema.
- Tali operazioni, condotte mediante aste o procedure bilaterali alle quali possono partecipare tutte le istituzioni creditizie residenti nei paesi dell'Eurosistema in possesso dei necessari requisiti, si distinguono in:
 - operazioni di rifinanziamento principale;
 - operazioni di rifinanziamento a più lungo termine;
 - operazioni di *fine tuning*;
 - operazioni di tipo strutturale

Le operazioni di mercato aperto

- Le *operazioni di rifinanziamento principale* sono effettuate regolarmente su base e con scadenza settimanale.
- L'assegnazione dei fondi avviene tramite *aste standard (marginali e competitive)* con importo e tasso di offerta (TRP, Tasso di Rifinanziamento Principale) decisi di volta in volta dalla BCE.
- Esse rappresentano le operazioni di mercato aperto più importanti perché finalizzate a regolare le condizioni di liquidità e a influenzare i tassi di interesse; inoltre, hanno una fondamentale funzione segnaletica poiché il tasso di rifinanziamento principale è un tasso policy indicativo della politica monetaria *pro tempore* perseguita dalle Autorità.

Le operazioni di mercato aperto

- L'influenza esercitata dalle operazioni di rifinanziamento principale nasce dalla circostanza che il sistema bancario presenta una situazione strutturale di deficit di liquidità, coperto dalla banca centrale anche mediante queste operazioni.
- Le *operazioni di rifinanziamento a più lungo termine*, svolte con frequenza mensile e durata trimestrale, sono finalizzate a fornire al sistema bancario liquidità per un periodo più lungo onde evitare che tale immissione debba essere “rinnovata” con cadenza settimanale.
- Le aste si svolgono secondo il sistema a tasso variabile, per volumi preannunciati e senza fissazione dei tassi di riferimento: di conseguenza, il tasso di aggiudicazione non rappresenta un tasso policy.
- Il 5 giugno 2014 il Consiglio Direttivo, con l'obiettivo di migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria sostenendo l'erogazione del credito bancario all'economia reale, ha deciso di condurre per un periodo di due anni, con cadenza trimestrale, una serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO, *Targeted Longer Term Refinancing Operations*) a tasso fisso con scadenza entro il 2018.

Le operazioni di mercato aperto

- *Operazioni di fine tuning* (“sintonia fine”) hanno l’obiettivo di attenuare gli effetti di fluttuazioni impreviste della liquidità sui tassi di interesse o, in casi estremi, di sostenere il regolare funzionamento dei mercati e fornire liquidità in circostanze eccezionali; per esempio, la mattina del 9 agosto 2007, a causa del prosciugamento della liquidità nel mercato interbancario in euro per il rarefarsi degli scambi, le Autorità monetarie sono state costrette a immettere sul mercato 95 miliardi di euro di liquidità aggiuntiva mediante un’operazione con scadenza overnight.
- Si è trattato del più ampio volume mai aggiudicato sino a quel momento in un’operazione di regolazione puntuale ma negli anni successivi la BCE è dovuta intervenire più volte per immettere quantità molto elevate di liquidità allo scopo di fronteggiare le situazioni di difficoltà del mercato.
- Le operazioni di *fine tuning* non hanno né frequenza né scadenza standardizzata e possono essere utilizzate sia per immettere sia per assorbire liquidità e possono assumere la forma contrattuale di operazioni temporanee, operazioni definitive, swap in valuta e raccolta di depositi a tempo determinato.
- I tassi praticati con queste operazioni non sono segnaletici della politica monetaria.

Le operazioni di mercato aperto

- Le *operazioni di tipo strutturale* sono utilizzate per correggere, mediante immissione o assorbimento, la posizione strutturale, ossia a lungo termine, di liquidità dell'Eurosistema nei confronti del sistema bancario; per esempio, qualora la BCE ritenga che vi sia un eccesso di liquidità e intenda correggere tale squilibrio, può decidere di emettere certificati di debito a 5 anni drenando liquidità, poiché gli acquirenti cedono moneta in cambio di titoli.
- Le operazioni di tipo strutturale non si susseguono secondo modalità e scadenze prestabilite e possono assumere la veste di:
 - operazioni temporanee di rifinanziamento (pronti contro termine od operazioni di finanziamento con garanzia su attività non negoziabili);
 - emissioni di certificati di debito;
 - acquisti e vendite definitivi di titoli, misura attuata nell'ambito degli interventi cosiddetti di "*quantitative easing*" (QE) adottati a partire dal 2015.

Le operazioni su iniziativa delle controparti

- Le operazioni su iniziativa delle controparti, così chiamate perchè attivabili nei confronti dell'Eurosistema a discrezione delle banche, assumono la veste, alternativamente, di:
 - *operazioni di rifinanziamento marginale*, mediante le quali una banca (controparte) si finanzia presso la propria BCN con scadenza overnight (pari a 1 giorno) a un tasso prestabilito denominato TRM (*Tasso di Rifinanziamento Marginale*). L'operazione richiede il deposito, a titolo di garanzia, di un sufficiente quantitativo di titoli il cui ammontare disponibile in portafoglio rappresenta il limite massimo alla sua utilizzabilità;
 - *depositi overnight presso la banca centrale*, mediante i quali una banca (controparte) deposita fondi presso la propria BCN con scadenza overnight a un tasso prestabilito denominato TDO (*Tasso di Deposito Overnight*).

Le operazioni su iniziativa delle controparti

- Di norma, i tassi di rifinanziamento marginale e di deposito overnight sono penalizzanti (rispettivamente, più alti e più bassi) rispetto ai corrispondenti tassi interbancari per la medesima scadenza poiché l'obiettivo della BCE è che le operazioni su iniziativa della controparte vengano effettuate in una logica residuale, di “ultima istanza”.
- Se una banca ha un eccesso di liquidità da impiegare, per ovvie ragioni di rendimento, cercherà di collocarla presso altri intermediari dai quali ottenere un tasso anche solo marginalmente più alto del TDO; per le stesse ragioni, se una banca ha un deficit di liquidità, cercherà di ottenerla da altri intermediari ai quali è disposta a pagare un tasso anche solo marginalmente più basso del TRM.
- Solo nell'impossibilità di reperire controparti disponibili, si ricorre al rifinanziamento, detto appunto di “ultima istanza”, o al deposito presso la BCE.
- Determinando in questo modo il livello dei tassi, si favorisce l'efficienza del mercato interbancario e si evita che l'aggiustamento della posizione di liquidità del sistema determini repentine oscillazioni della base monetaria, la quale si modifica a fronte di qualsiasi operazione in contropartita con la banca centrale.
- Tale meccanismo “funziona” in condizioni di normalità del mercato interbancario e di assenza di dubbi sul rischio di insolvenza fra banche datrici e prenditrici di fondi ma si è rivelato inefficace durante le fasi più acute della crisi, quando le banche hanno preferito depositare liquidità presso la BCE piuttosto che prestarla a controparti considerate non prive di rischio di credito.

Le operazioni su iniziativa delle controparti

- I tre tassi (tasso di rifinanziamento marginale, tasso di deposito overnight e tasso di rifinanziamento principale) fissati dalla BCE assumono un forte valore “segnalatico” perché la loro variazione indica l’orientamento delle Autorità monetarie: un rialzo implica una politica restrittiva e, al contrario, un ribasso una politica espansiva.
- In particolare, il TRM e il TDO determinano, rispettivamente, la soglia massima e la soglia minima del tasso interbancario overnight in quanto non è conveniente ricorrere al mercato se il tasso di finanziamento è superiore o se il tasso di deposito è inferiore.
- In questa logica, il *corridoio dei tassi overnight* misura l’ampiezza della banda di oscillazione dei tassi interbancari e il TRP, fissato dalla BCE al centro costituisce il tasso guida intorno al quale oscilla il tasso EONIA (*Euro OverNight Index Average*), ossia il tasso medio interbancario calcolato su un panel di banche di riferimento dell’area euro.

La riserva obbligatoria

- La BCE impone alle istituzioni creditizie di mantenere, sui conti aperti presso le BCN, un deposito, a titolo di *ROB (Riserva Obbligatoria)*, calcolato su un aggregato di riferimento rappresentato dalla raccolta a breve o a medio termine a seconda della scadenza contrattuale o della durata del preavviso per l'estinzione anticipata.
- Raccolta a breve termine (Aggregato A):
 - depositi overnight;
 - depositi con durata prestabilita fino a 2 anni;
 - depositi rimborsabili con preavviso fino a 2 anni;
 - titoli di debito con scadenza fino a 2 anni
- Raccolta a medio-lungo termine (Aggregato B):
 - depositi con durata prestabilita superiore a 2 anni;
 - depositi rimborsabili con preavviso superiore a 2 anni;
 - titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni;
 - pronti contro termine.

La riserva obbligatoria

- La riserva obbligatoria è “mobilizzabile” in quanto il rispetto dell’obbligo deve avvenire non in modo puntuale, bensì con riferimento alla media dei saldi di fine giornata detenuti sul conto di riserva nell’arco di un periodo di mantenimento di circa un mese. In questo modo, la banca può liberamente utilizzare l’intera riserva per tutto il periodo di mantenimento con il massimo di elasticità: per esempio, se l’obbligo di assolvimento è pari a 1 milione di euro per 30 giorni, la banca può detenere:
 - 30 milioni di euro per 1 giorno (giacenza media pari a 1 milione di euro);
 - 1 milione di euro per ognuno dei 30 giorni.
- Le situazioni ipotizzate rappresentano casi limite difficilmente verificabili e la realtà si pone tra questi due estremi. A ogni modo, al termine del periodo di mantenimento, l’obbligo va rispettato in quanto le banche non possono più differire nel tempo un’eccedenza o un deficit di liquidità.
- Il meccanismo della mobilitazione consente: alle banche di attingere dal deposito obbligatorio i fondi necessari per coprire eventuali fabbisogni giornalieri senza ricorrere a finanziamenti interbancari o al credito di ultima istanza stabilizzando il tasso interbancario; alla BCE un migliore controllo dei tassi attraverso le operazioni di immissione di liquidità, poiché l’adempimento dell’obbligo di riserva “sottrae” risorse alla libera disponibilità delle banche ampliando il fabbisogno strutturale di liquidità del sistema bancario e accrescendo la “domanda di rifinanziamento”.

La Gestione della Crisi

- A partire dal 2009, si registra una prolungata fase di stagnazione con un andamento del PIL che dopo aver fatto registrare segnali positivi di crescita (fino al 2,4% del primo trimestre 2011) rallenta rapidamente; inoltre, si registra una notevole contrazione della crescita della moneta e del credito.
- Nel 2011, il “quasi fallimento” della Grecia e il timore del contagio della crisi di Cipro determinano maggiore volatilità dei mercati e continui e ripetuti ampliamenti dello *spread* (differenza nei tassi di interesse) dei titoli di Stato, soprattutto spagnoli e italiani, rispetto a quelli tedeschi.
- Il forte aumento del “rischio sovrano” per i Paesi dell’eurozona e l’azione speculativa provocano un forte rialzo dei rendimenti dei titoli pubblici e dunque del servizio del debito (interessi sul debito a carico del bilancio dello Stato) con conseguente aumento del deficit e del debito che, congiuntamente a una forte riduzione “precauzionale” dei consumi privati, ha reso per le Autorità di politica economica dei singoli Paesi insostenibile l’uso dello stimolo fiscale per rilanciare l’economia.

- In questo contesto, la BCE decide di effettuare operazioni straordinarie di finanziamento a medio termine (dicembre 2011), forse anche con l'obiettivo di evitare di ampliare il programma di acquisto di titoli di Stato dei Paesi "periferici" indirettamente "incoraggiando" le banche a farlo.
- Nonostante le manovre di riduzione dei tassi, le vicende legate al perdurare della crisi hanno messo in evidenza i limiti della politica monetaria e degli strumenti fino a quel momento utilizzati dalla BCE ma anche dalle altre banche centrali, le quali sono state costrette a progettare e attuare misure di intervento di natura "straordinaria" definite dalle stesse Autorità "non convenzionali".
- Il contesto generale si è andato progressivamente deteriorando: l'inflazione è scesa significativamente sotto l'inflationary targeting; l'attività economica ha mostrato evidenti segni di rallentamento, sono aumentati i rischi di una spirale deflativa.
- In un quadro così complesso, instabile e pericoloso la BCE ha adottato un'articolata serie di misure volte a stimolare l'espansione.
- Nel confermare l'obiettivo statutario di combattere la deflazione o la bassa inflazione riportandola su valori vicini alla soglia del 2%, l'obiettivo operativo di tipo economico era favorire i prestiti all'economia e la domanda globale.

- Benché abbiano contribuito a ridurre significativamente i tassi attivi o dell'indebitamento, gli effetti positivi di tali misure sono apparsi inferiori alle attese non avendo inciso in misura significativa sulle aspettative di inflazione.
- Ritenuto insufficiente lo stimolo monetario e data l'impossibilità di ridurre ulteriormente i tassi ufficiali, nel novembre 2014 la BCE ha annunciato l'avvio dei lavori preparatori all'adozione dell'*expanded Asset Purchase Programme* (APP) ampliando, progressivamente con decisioni successive e finché non riscontrerà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, coerente con il proprio obiettivo di inflazione, la dimensione del programma di acquisto di titoli per finalità di politica monetaria, includendovi anche quelli pubblici.
- Tale manovra, definita *quantitative easing* (letteralmente, alleggerimento quantitativo), consiste nella creazione di moneta da parte di una banca centrale mediante acquisto, per un predeterminato e annunciato controvalore, di attività finanziarie (azioni o titoli obbligazionari, anche tossici) con effetti positivi sulla struttura di bilancio delle banche, trasformando in contanti titoli talvolta di problematica liquidabilità.

- Le operazioni di acquisto di titoli da parte della BCE hanno avuto a oggetto:
 - ABS derivanti dalla cartolarizzazione di crediti (ABSPP, *Asset-Backed Securities Purchase Programme*) per alleggerire gli immobilizzi di bilancio delle banche;
 - Obbligazioni bancarie garantite (CBPP3, *Covered Bond Purchase Programme*);
 - Titoli emessi dai Paesi membri dell'area euro, da alcune agenzie pubbliche dell'area e da talune istituzioni europee (PSPP, *Public Securities Purchase Programme*), al fine di alleggerire il costo del debito di questi ultimi e generare spazi per investimenti pubblici.

- In sintesi durante la crisi, la BCE (ma anche le banche centrali degli altri Paesi) si è spinta oltre i tradizionali assetti operativi utilizzando i rispettivi bilanci (emissione di base monetaria al passivo, detenzione di titoli acquistati sul mercato primario o secondario all'attivo) *“quando le carenze di liquidità e le disfunzioni dei mercati derivanti dagli elevati premi di liquidità e per il rischio di credito hanno impedito la trasmissione dell’orientamento monetario desiderato e quando si è reso necessario un ulteriore allentamento in presenza di tassi di interesse nominali a breve termine al limite inferiore effettivo. La calibrazione esplicita e attiva delle dimensioni e della composizione del bilancio della banca centrale come strumento di politica monetaria costituisce per molti versi una novità: di fatto negli assetti operativi contemporanei delle banche centrali, nonostante le differenze in termini di strutture economiche e finanziarie e tradizioni di banca centrale nelle varie giurisdizioni, le Autorità monetarie perseguono principalmente il loro mandato definendo un obiettivo operativo per un tasso di interesse a breve termine. In questi assetti operativi, il bilancio della banca centrale svolge un ruolo secondario”* (BCE, Bollettino Economico, n. 4, 2015).
- Per gli acquisti di titoli da parte della BCE è l'aumento dei prezzi e, conseguentemente, la riduzione dei tassi di interesse: oggi, una quota significativa di bond governativi presenta un tasso di rendimento negativo.

La Gestione della Crisi

- La presenza di tassi di mercato negativi a partire dal 2014 induce a chiedersi per quali ragioni gli investitori siano disposti ad acquistare e detenere attività finanziarie a fronte di un costo anziché, come ragionevole, un rendimento positivo, sia pure molto basso.
- Con riferimento ai titoli obbligazionari essi possono essere sottoscritti all'emissione o acquistati sul mercato secondario per le seguenti ragioni :
 - la “prevedibile” rivalutazione della valuta di denominazione rispetto a quella del sottoscrittore superiore all'interesse negativo;
 - il soddisfacimento di un bisogno precauzionale e di sicurezza a fronte sia dei costi non finanziari da sostenere per la detenzione del contante sia del rischio di possibili interventi fiscali (per esempio, tasse sul patrimonio) anche sui depositi bancari;
 - il perseguimento di logiche di diversificazione e frazionamento del portafoglio per emittenti e livello di rischio;
 - il mantenimento di titoli a elevata liquidabilità;
 - l'aumento della paura e la domanda per i beni rifugio.