



**UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”**

---

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**POLITICHE MONETARIE NON  
CONVENZIONALI: EFFETTI E RISCHI**

**UNCONVENTIONAL MONETARY POLICIES:  
EFFECTS AND RISKS**

Relatore:

Prof.ssa Giulia Bettin

*Giulia Bettin*

Rapporto Finale di:

Antonio Russo

Anno Accademico 20018/2019



Dedicato ai miei nonni  
e alla mia famiglia  
esempi di vita.



## INDICE

Introduzione.....	1
Capitolo 1 Obbiettivi di politica monetaria e come raggiungerli .....	3
1.1 Operazioni di mercato aperto.....	5
1.2 Operazioni su iniziativa delle controparti .....	6
1.3 Il regime di riserva obbligatoria.....	8
Capitolo 2 crisi finanziarie e quantitative easing.....	9
2.1 Le tre crisi.....	9
2.2 Obbiettivi del quantitative easing.....	16
Capitolo 3 Effetti del quantitative easing.....	19
Conclusioni.....	25
Bibliografia .....	27
Sitografia.....	28



## **INTRODUZIONE**

Nel seguente tesi di laurea ho trattato dei dubbi inerenti all'efficacia delle politiche monetarie non convenzionali, soffermandomi, sia sui risultati che sui possibili scenari futuri.

Nello specifico, ho cercato di comprendere quali conseguenze possono verificarsi in seguito al ridimensionamento delle politiche monetarie attuate e quali sono stati i risultati fino ad oggi conseguiti.

Nel primo capitolo, ho esposto gli obiettivi della Banca Centrale Europea soffermandomi sia sui motivi della loro scelta che sui metodi che essa ha per raggiungerli. Nel secondo capitolo, ho fatto un breve excursus delle tre crisi finanziarie spiegando i motivi che le hanno causate, le politiche monetarie attuate e descrivendo in breve il meccanismo di trasmissione monetaria. Nel terzo ed ultimo capitolo, ho illustrato i risultati raggiunti attraverso le manovre di politica monetaria "non standard" e i possibili effetti negativi che si potrebbero verificare in seguito al loro ridimensionamento.





## **Capitolo 1**

### **OBBIETTIVI DI POLITICA MONETARIA E COME RAGGIUNGERLI**

La Banca Centrale Europea (BCE) venne istituita il 1° Giugno del 1998 in seguito alla nascita dell'Unione Europea (EU) che si ebbe con la firma del trattato di Maastricht. Ciò segnò una nuova tappa nel processo di integrazione, con l'obiettivo di conseguire rafforzamento e convergenza delle proprie economie al fine di formare un'unione economica e monetaria sotto un'unica moneta stabile<sup>1</sup>.

Il trattato, oltre a stabilire le regole su come verificare l'attitudine di un Paese ad adottare l'euro, ha focalizzato la sua attenzione anche sulle finalità della BCE stessa, le quali sono indirizzate al mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo quest'obiettivo, la BCE può sostenere le politiche economiche generali della Comunità, al fine di contribuire alla loro realizzazione<sup>2</sup>.

In seguito, nel 2003, il Consiglio Direttivo della BCE ha ulteriormente qualificato la stabilità dei prezzi in termini quantitativi e temporali inserendo l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IACP) per l'area dell'euro inferiore ma prossimo al 2% nel medio periodo<sup>3</sup>.

La scelta di operare in questo modo è stata fatta per gli innumerevoli vantaggi che ne conseguivano, tra i quali:

---

<sup>1</sup> TRATTATO DI MAASTRICHT Trattato sull'Unione Europea Gazzetta ufficiale n. C 191 del 29 luglio 1992 pag.1

<sup>2</sup> TRATTATO DI MAASTRICHT Trattato sull'Unione Europea Gazzetta ufficiale n. C 191 del 29 luglio 1992 art.105

<sup>3</sup>Sito BCE: The ECB's monetary policy strategy.

1) *trasparenza dei prezzi relativi*, che consente al pubblico e alle imprese di non commettere valutazioni erranee in termini di decisioni su spese ed investimenti, portando così un'allocazione efficiente delle risorse e una crescita stabile dei prezzi che si ripercuotono sulla crescita dell'economia;

2) *riduzione del premio per il rischio di inflazione richiesto dai creditori*, facilitando la richiesta di prestiti;

3) *risparmio di risorse*, che in alternativa sarebbero state usate per risolvere il problema di un'inflazione instabile;

4) *stabilizzazione della domanda di contanti*, che si riduce con un'inflazione crescente e aumenta con la deflazione in quanto l'aumento dei prezzi agisce come una tassa sulla disponibilità di contanti.<sup>4</sup>

Questo, unito al fatto che un tasso d'inflazione allo 0% è irrealizzabile e controproducente, ha contribuito alla scelta come obiettivo di lungo termine di un tasso d'inflazione pari al 2%. Inoltre, con questo obiettivo, la BCE ha un elevato grado di flessibilità sulle manovre dei tassi ufficiali rendendo così le politiche monetarie più efficaci.

Affinché la BCE riesca a raggiungere il suo obiettivo ha a disposizione tre strumenti principali (Alessandrini, 2015):

1) operazioni di mercato aperto;

2) operazioni su iniziativa delle controparti;

---

<sup>4</sup>Sito BCE: la politica monetaria della BCE 2004.

3) regime di riserva obbligatoria.

### **1.1 Operazioni di mercato aperto**

Le operazioni di mercato aperto (OMA) vengono svolte su iniziativa della BCE e attuate dalle Banche Centrali Nazionali (BCN) che si interfacciano direttamente con le società creditizie. Queste ultime, ammesse come controparti, ottengono liquidità attraverso un'asta pagando un determinato tasso d'interesse; per limitare il rischio di controparte, ogni operazione erogata è collateralizzata. Questo significa che è previsto, da parte delle banche, un conferimento di titoli in garanzia alla BCE per tutta la durata dell'operazione. Le banche, che quindi fanno richiesta di liquidità, congelano i propri titoli in portafoglio in base all'ammontare della liquidità richiesta applicando a quest'ultima l'haircut ovvero il "taglio" di una certa percentuale in base al rating del titolo<sup>5</sup>. Alla scadenza, i titoli tornano disponibili alle banche e la liquidità viene restituita con relativo addebito nei conti di gestione.

Si hanno a disposizione quattro tipi di operazioni di mercato aperto:

1) *operazioni di rifinanziamento principale* (RP), si svolgono su base settimanale e sono regolate con aste standard. Il tasso ufficiale di rifinanziamento  $i_{RP}^*$  viene

---

<sup>5</sup> Più è rischioso meno liquidità ottengono le banche.

fissato dalla BCE e indica il principale tasso di riferimento per trasmettere i segnali di politica monetaria (Alessandrini, 2015);

2) *operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (RTL)*, hanno una cadenza mensile e la BCE fissa preventivamente la quantità offerta in asta senza stabilire il tasso di rifinanziamento. Le banche quindi si aggiudicano la liquidità a tassi variabili da loro indicati, affinché ci sia nel sistema una fonte di liquidità bancaria (LB) più stabile nel tempo;

3) *le operazioni di fine tuning (FT) e di tipo strutturale (OS)*, sono operazioni non programmate utilizzate per immettere o drenare liquidità nell'occasione di esigenze temporanee impreviste in caso di FT, o per aggiustamenti strutturali dei mercati monetari in caso di OS.

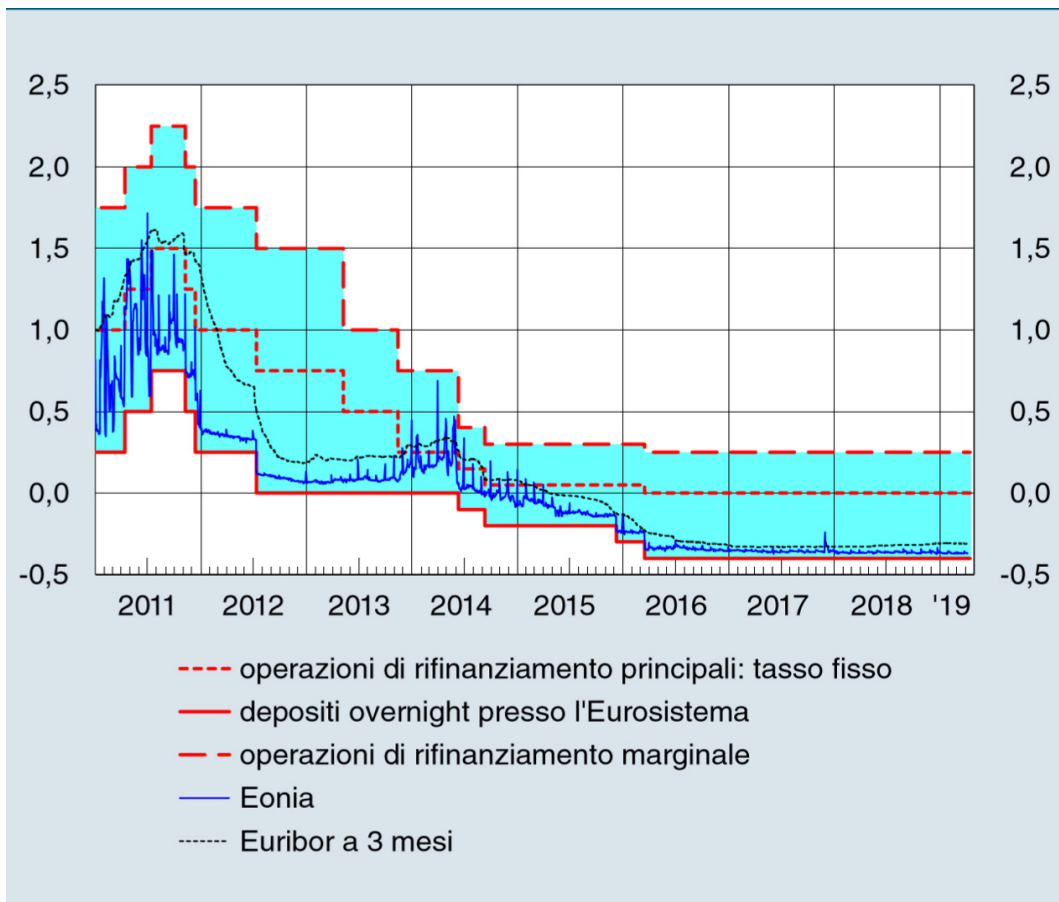
## **1.2 Operazioni su iniziativa delle controparti**

Sono operazioni lasciate all'iniziativa delle banche per rispondere ad esigenze di LB di brevissimo termine. Nell'eventualità in cui le società creditizie si trovassero in eccesso di LB possono usare i depositi overnight messi a disposizione dalle BCN, ottenendo una remunerazione  $i_{Df}^*$ . Al contrario, nel caso in cui richiedessero liquidità, potranno ottenere un finanziamento overnight al tasso  $i_{FMg}^*$ .

La BCE stabilisce i rispettivi tassi di deposit facilities  $i_{Df}^*$  e di finanziamento marginale  $i_{FMg}^*$  per creare un corridoio di tassi ufficiali overnight (vedi fig.1) con l'obiettivo di contenere l'oscillazione dei tassi nel mercato interbancario. Questi ultimi tenderanno a non oltrepassare i limiti del corridoio; infatti, in caso

contrario, non sarebbe più conveniente chiedere o cedere liquidità sull'interbancario. Così facendo la BCE ottiene anche un secondo vantaggio: rendere più agevole la distribuzione della liquidità tra le banche.

Figura 1: Tassi di interesse ufficiale e del mercato monetario nell'area dell'euro.



Fonte: Banca d'Italia.

### 1.3 Il regime di riserva obbligatoria

Una parte della liquidità bancaria può essere vincolata dalla Banca Centrale: questo è un classico strumento di controllo amministrativo dell'attività bancaria ed è rappresentato dal regime di riserva obbligatoria applicato alle banche in proporzione alla raccolta dei depositi (Alessandrini, 2015).

La ROB funge da garanzia a tutela dei depositi, dato che tutte le banche dell'area euro hanno l'obbligo di detenere una riserva minima generalmente remunerata pari al 2%<sup>6</sup> applicata alle passività iscritte nel bilancio presso le BCN.

## **Capitolo 2**

### **CRISI FINANZIARIE E QUANTITATIVE EASING**

---

<sup>6</sup> Regolamento 1745/2003 (art.4), poi modificato riducendo la percentuale durante la crisi.

## 2.1 Le tre crisi

In questo capitolo si vogliono presentare le crisi finanziarie che hanno colpito direttamente o indirettamente l'Unione Monetaria Europea, con l'intento di analizzare le varie strategie intraprese dalla BCE.

Prima di tutto, è necessario suddividere il periodo che va dal 2007 al 2016 in tre parti, in modo tale da rappresentare le tre principali crisi avvenute in questo lasso di tempo.

Il primo shock si ha nel 2007 con la crisi bancaria, esplosa negli Stati Uniti a causa dei crediti deteriorati<sup>7</sup>; in seguito, si vengono a creare una serie di eventi concatenati che portano alla corsa agli sportelli e ad un evento ancora più grave verificatosi il 15 settembre 2008: il fallimento della Lehman Brothers. Quest'ultimo causò una crisi del mercato del credito, che ha portato a un restringimento sia della domanda che dell'offerta di prestiti.

Tralasciando l'evidente inadeguatezza dei controlli preventivi, è opportuno soffermarsi invece sugli interventi svolti dalle BC, che inizialmente andarono ad aggravare la situazione per via della sottovalutazione degli effetti contagiosi dei primi focolai di crisi. La BCE infatti, nel luglio del 2008, andò addirittura ad aumentare il tasso  $i^*_{RP}$ , portandolo al 4,25% con il timore di un aumento del livello dei prezzi. In seguito al fallimento della Lehman Brothers, il tasso di rifinanziamento principale è stato ridotto fino all'1% nel 2009, con l'obiettivo di garantire maggior disponibilità di liquidità alle banche. Fu proprio in questi anni che vennero adottate le prime misure di politica monetaria "non convenzionali",

---

<sup>7</sup> Dovuta ad una erronea valutazione dei rischi di insolvenza di liquidità per crediti inesigibili da parte delle banche che venne accentuata dalla crisi economica portando ad innumerevoli insolvenze da parte dei debitori.

che prevedevano la modifica dell'asta di aggiudicazione delle RP, portandole a tasso fisso e con piena aggiudicazione della quantità di liquidità richiesta in modo tale da evitare concorrenza tra le banche. Fu allentato anche il vincolo di rating sui titoli così da ampliare la gamma di titoli ammissibili come garanzia; in aggiunta, furono allungate le scadenze dei finanziamenti RTL da tre mesi ad un anno (Alessandrini, 2015).

Tali manovre però non portarono al risultato sperato. La liquidità fu immessa sul mercato con lo scopo di far aumentare le concessioni di credito, ma rimase inutilizzata per l'effetto paralizzante del fattore rischio che bloccò le banche in eccesso di liquidità a concedere prestiti interbancari, a causa del timore di insolvenza della controparte.

Ciononostante, le decisioni prese dalla BCE riuscirono a contenere gli effetti destabilizzanti della crisi, convincendo la maggior parte degli euroscettici sulle conseguenze ben più gravi che ci sarebbero state in mancanza della moneta unica.

Nel gennaio del 2010 la BCE si trovò ad affrontare nuove problematiche: risultò che il debito pubblico della Grecia non corrispondeva a quanto dichiarato, bensì era molto più elevato. Ciò accese un nuovo focolio di crisi direttamente all'interno dell'Eurosistema. Si ebbe, come immediata conseguenza, la vendita massiccia dei titoli pubblici dei paesi considerati meno virtuosi<sup>8</sup>, portando così lo spread<sup>9</sup> a livelli molto alti. In fig.2 è rappresentato il differenziale raggiunto dai rendimenti; si evincono di conseguenza i diversi livelli di sfiducia sui debiti sovrani dei paesi membri dell'Unione Europea.

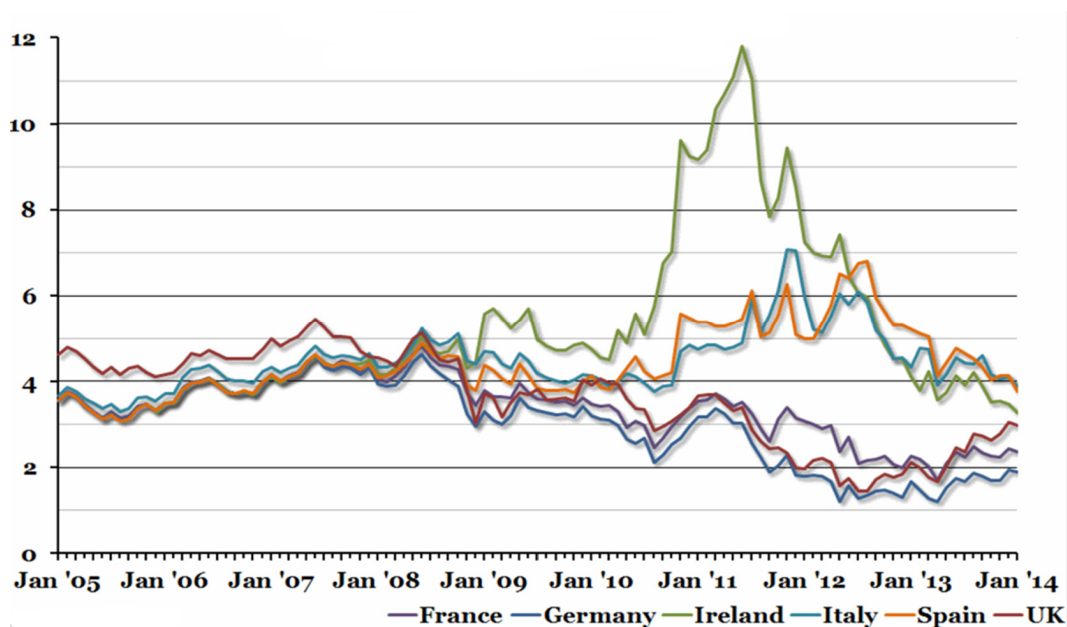
---

<sup>8</sup> Portogallo, Irlanda, Spagna, Italia, Grecia soprannominati i paesi PIIGS.

<sup>9</sup> E il differenziale esistente tra i tassi di rendimento dei titoli pubblici decennali dei Paesi membri dell'UE e il bund tedesco che fino ad allora erano stati pressoché nulli.



Figura 2: Rendimenti titoli di stato Europeo a 10 anni.



Fonte: Bloomberg.

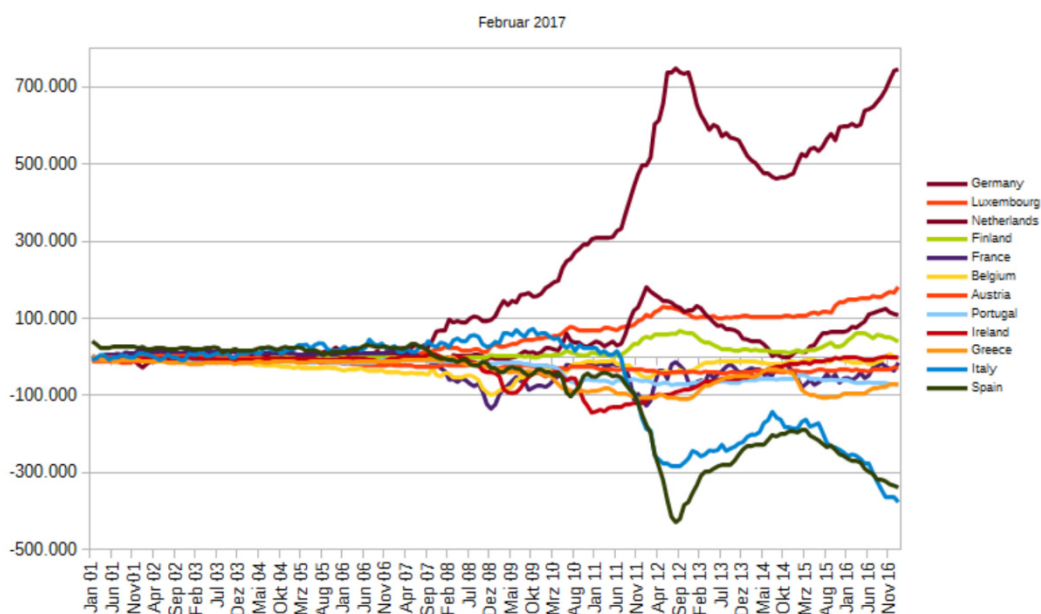
I governi di tutti i paesi furono così indotti ad intervenire in aiuto delle banche in difficoltà e aiutare l'economia in depressione, ma l'aumento dei premi sui titoli di stato avviò un circolo vizioso: l'aumento degli interessi pagati sui titoli influenzava a sua volta il debito pubblico, aumentando così anche il rischio di default del paese.

Inoltre, l'abbassamento del rating dei titoli detenuti nei bilanci delle banche causò un minore accesso di liquidità che costrinse gli stati ad attuare interventi pubblici aggravando ulteriormente le finanze dello stato.

In questo modo la crisi ha messo in evidenza due principali problemi che affliggono la stabilità dell'Unione Europea: gli squilibri dei debiti pubblici nazionali evidenziati in fig.2 e gli squilibri negli scambi reali e finanziari tra paesi

membri evidenziati in fig.3 (Alessandrini,2015)<sup>10</sup>. In aggiunta, è stata messa in risalto l'assenza di un governo fiscale sovranazionale in grado di affiancare la BCE nelle politiche monetarie e negli interventi anticrisi.

Figura 3: Saldi TARGET 2 delle banche centrali di alcuni paesi membri.



Fonte: BCE.

Durante questo periodo i paesi creditori, come la Germania, premettero molto sull'austerità fiscale da parte dei paesi più indebitati affinché non continuassero ad aggravare ulteriormente il debito pubblico. Tuttavia, a crisi avviata, il tutto contribuì a rallentare ulteriormente la crescita andando a peggiorare l'onere del

<sup>10</sup> Viene spiegato che con un aumento del fattore R i capitali si ritirano dai paesi a rischio spostandosi nei paesi più sicuri evidenziando così gli squilibri presenti nell'area euro.

debito sul PIL. All'austerità fiscale si aggiunse inoltre anche l'austerità creditizia che andò a fare da tappo alla crescita economica.

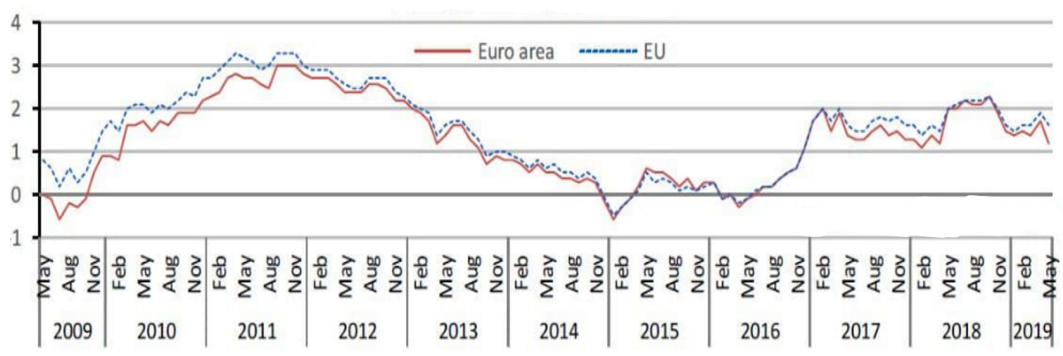
La priorità era la stabilità finanziaria. L'adozione di alcuni interventi, come ad esempio il fondo salva stati ESM (European Stability Mechanism), tardò ad arrivare per la preoccupazione secondo la quale si potesse favorire l'azzardo morale, offrendo la certezza di salvataggio a paesi con governi indisciplinati. Il medesimo criterio fu applicato nei mesi successivi alla crisi del debito sovrano, quando la BCE avviò l'SPM (Securities Market Programme) acquistando 220 miliardi di titoli pubblici greci, irlandesi e spagnoli che, se da un lato aiutò a contenere la crescita dello spread, dall'altro non contribuì ad aumentare la liquidità in circolazione in quando tale manovra fu interamente sterilizzata, offrendo alle banche un piano specifico di depositi a tempo determinato DTD<sub>b</sub>.

Soltanto il 26 luglio 2012, al culmine della crisi, grazie alle parole di Draghi, "the ECB is ready to do whatever it take to preserve the Euro. And believe me, it will be enough", la BCE si dichiarò ufficialmente pronta a svolgere il ruolo di prestatore di ultima istanza.

I risultati sono stati immediati, come si evince dall'inversione di tendenza degli spread e dei saldi T2 mostrati rispettivamente in fig.2 e in fig.3. A confermare la volontà della riduzione di questi squilibri, nel settembre del 2012, venne inoltre annunciato il programma OMT (Outright Monetary Transactions). Tale programma prevedeva l'acquisto di titoli di stato senza un limite prefissato, purché questi paesi si sottoponessero ai criteri di aggiustamento dell'ESM. Questo annuncio bastò per raffreddare i focolai di crisi, anche se in realtà non ebbero mai un seguito operativo.

In questa fase l'inflazione era ancora superiore al 2,5%. Tuttavia, dopo l'apice raggiunto alla fine del 2011 del 3%, il livello dei prezzi iniziò a diminuire diventando la principale preoccupazione della BCE, come mostrato in fig.4.

Figura 4: Inflazione nell'area Euro.



Fonte: comunicato Eurostat.

Dietro il motivo di questo calo ci sono principalmente due cause.

La prima e anche la più importante, è che la crisi, insieme alle politiche di austerità attuate fino ad allora, si stava ripercuotendo inevitabilmente sui livelli dei prezzi e questo, unito al calo del costo del petrolio, il quale influenza indirettamente una vasta gamma di prodotti, andò ad intaccare l'inflazione portandola sotto la soglia dello 0% nel gennaio del 2015, avviando così la fase di deflazione.

La BCE ha così deciso di iniziare a ridurre i tassi ufficiali due volte nel 2013 e due volte nel 2014, portando così il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale dallo 0,75% di inizi 2013 allo 0,05% di fine 2014. La stessa cosa avvenne per i tassi sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui

depositi presso la banca centrale, i quali partivano rispettivamente dall'1,50% e dallo 0,00%, per poi arrivare allo 0,30% e al -0,20%.

Cio però non fu sufficiente e il 24 aprile 2014 il presidente Draghi dichiarò l'adozione di misure quantitative a sostegno di un peggioramento delle prospettive di medio termine dell'inflazione che presero avvio nel mese di giugno del 2014 con l'introduzione di operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine (TLTRO). Quanto detto è stato fatto col fine di incentivare le banche a concedere prestiti e stimolare quindi la domanda aggregata.

All'inizio del 2015, considerando insufficiente l'assorbimento del TLTRO, la BCE lanciò un nuovo programma: il Quantitative Easing (QE) col fine di immettere liquidità sui mercati. Quest'ultimo comprendeva l'acquisto di titoli di stato per un importo di 60 miliardi di euro mensili con durata fino al 2016; l'attuazione di questa manovra venne prolungata e fu ampliato il suo potere, portando gli acquisti a 80 miliardi di euro mensili, includendo anche obbligazioni denominate in euro di qualità emesse da società non bancarie ma stabilite nell'area euro (programma di acquisto del settore aziendale CSPP) (Neri e Siviero, 2019). Oltre al ritmo di acquisto, la BCE ha rivisto al ribasso anche i principali tassi di interesse di riferimento:

- il tasso di interesse di rifinanziamento principale è stato ridotto da 0,05% a 0%;
- il tasso di interesse sui depositi è stato ridotto da -0,30% a -0,40%;
- il tasso di interesse di rifinanziamento marginale è stato ridotto da 0,30% a 0,25%.

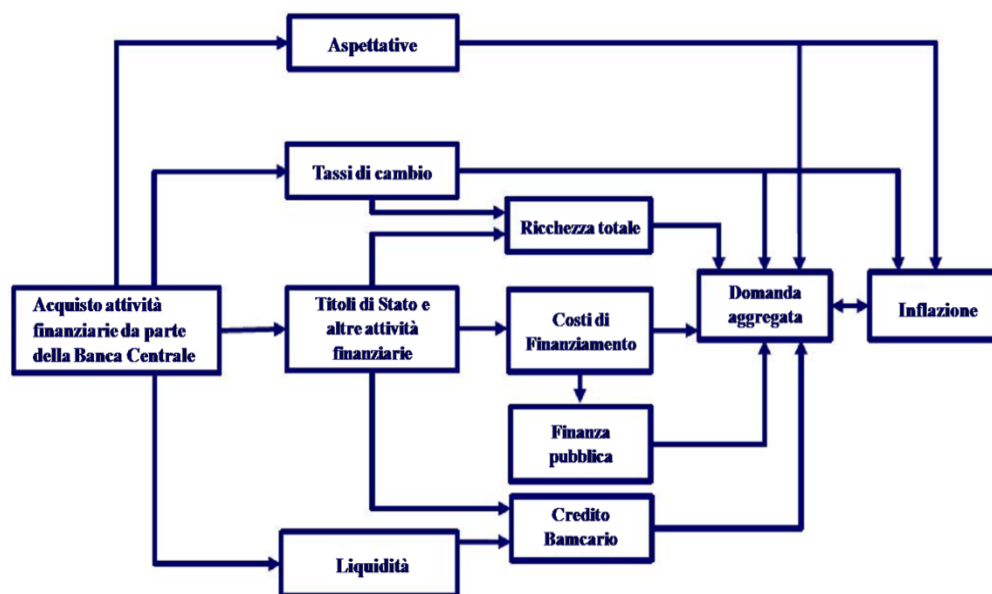
## **2.2 Obiettivi del quantitative easing**

Come visto in precedenza, il fine del QE, attuato dalla BCE, è quello di stimolare l'inflazione riportandola sui livelli di stabilità del 2%.

Sarebbe opportuno analizzare come questa manovra riesca ad influenzare i mercati e soprattutto quali possano essere gli effetti negativi.

Dal grafico mostrato in fig.5 emergono i meccanismi di trasmissione della politica monetaria del QE (Talamo e Di Stefano).

Figura 5: Meccanismo di trasmissione della politica monetaria



Fonte: Quantitative easing in Europa: funzionamento ed effetti per l'economia Italiana.

Normalmente si pensa che esista solo l'aumento di base monetaria come meccanismo di trasmissione; in realtà i meccanismi di trasmissione sono molteplici.

Il tutto parte dall'acquisto di titoli pubblici: questa manovra permette di aumentare il prezzo degli stessi abbassando i rendimenti che vengono utilizzati nell'economia privata come riferimento per i tassi di una vasta gamma di strumenti. Il calo dei rendimenti dei titoli migliora inoltre le condizioni di offerta dei crediti, in quanto si riflette sui costi di finanziamento delle banche stimolando così consumo ed investimento con conseguente aumento del tasso di crescita dell'economia.

In aggiunta a quanto detto, i rendimenti influenzano il tasso di cambio svalutandolo, dato che tassi di interesse elevati di paesi esteri attraggono capitale. Anche la svalutazione però è un elemento positivo: tende ad accrescere l'inflazione importata<sup>11</sup> e fa aumentare le esportazioni<sup>12</sup>. In ultima analisi, la diminuzione dei rendimenti sui titoli di stato comporta un minor interesse sul debito, riducendo il servizio del debito per gli stati (Talamo e Di Stefano).

Come ogni manovra economica però, soprattutto se mai testata, anche il QE possiede degli aspetti negativi.

Innanzitutto potrebbe accadere che un'eccessiva riduzione del tasso di cambio spinga i capitali all'estero. Inoltre non mancano pareri contrastanti, in quanto alcuni sostengono che il QE offuschi la distinzione fra politica monetaria e fiscale,

---

<sup>11</sup>L'inflazione importata è positiva se ci si trova in un periodo deflazionistico in quanto importare prodotti sarà più costoso ripercuotendosi sui prodotti interni con un loro rispettivo aumento dei prezzi (es. aumento costo petrolio).

<sup>12</sup> I prodotti europei sono più competitivi.

ritardando il consolidamento e l'adozione di riforme strutturali, necessarie alle politiche fiscali, e incoraggiando così l'azzardo morale.

Volendo considerare un'ultima criticità, questa potrebbe essere rappresentata dalle conseguenze finanziarie ed economiche dell'uscita dal Quantitative Easing, che porterebbe alla riduzione dell'acquisto dei titoli di stato.



## Capitolo 3

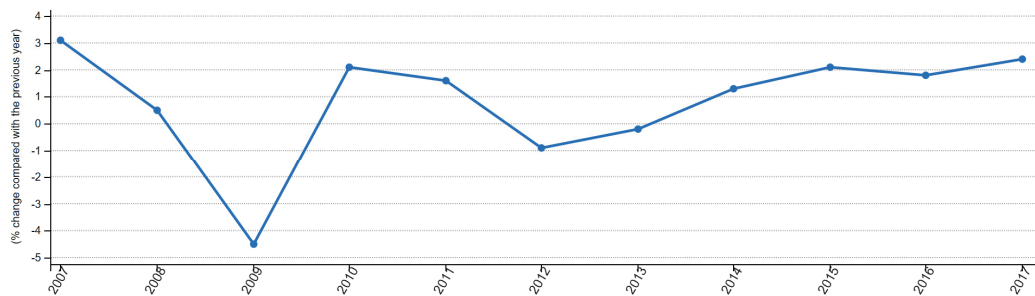
### Effetti del Quantitative Easing

Una politica monetaria restrittiva, come la diminuzione di immissione di liquidità sul mercato e l'aumento dei tassi di rifinanziamento principale, potrebbe comportare svariate conseguenze.

Prima di tutto però è importante analizzare i risultati apportati dal QE all'economia europea.

Considerando il periodo che va dal 2014 al 2017, l'Europa ha registrato una crescita del proprio PIL media annua pari allo 2,07% del proprio PIL; ciò ha segnato una netta ripresa dalla crisi finanziaria del 2012, come mostrato in fig.6.

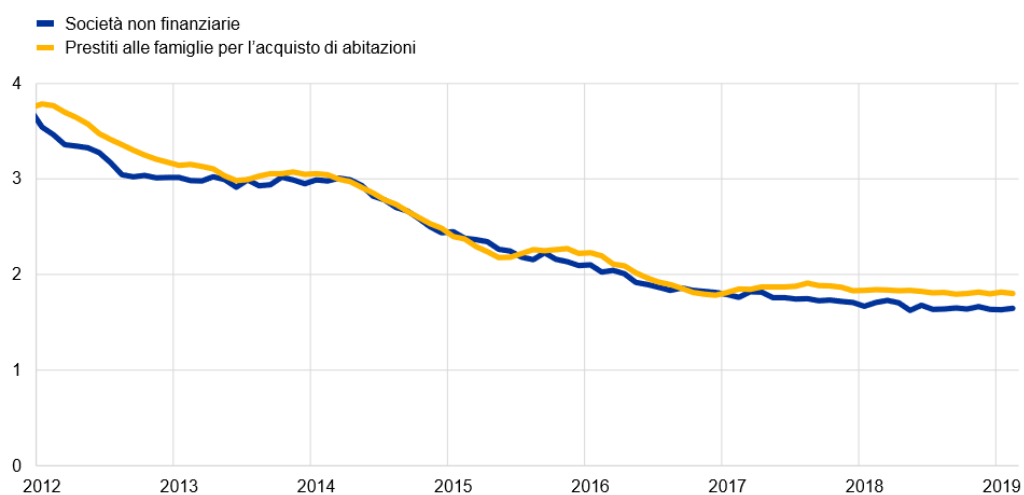
Figura 6: Crescita PIL 2007-2017



Fonte: Eurostat.

Uno dei principali fattori che ha portato l'eurozona a questo risultato è stato l'abbassamento dei tassi d'interesse (vedi fig.7), il che ha permesso l'abbassamento del costo dei prestiti per le famiglie e per le imprese favorendo il trasferimento di liquidità, e quindi l'aumento della domanda aggregata e la crescita economica.

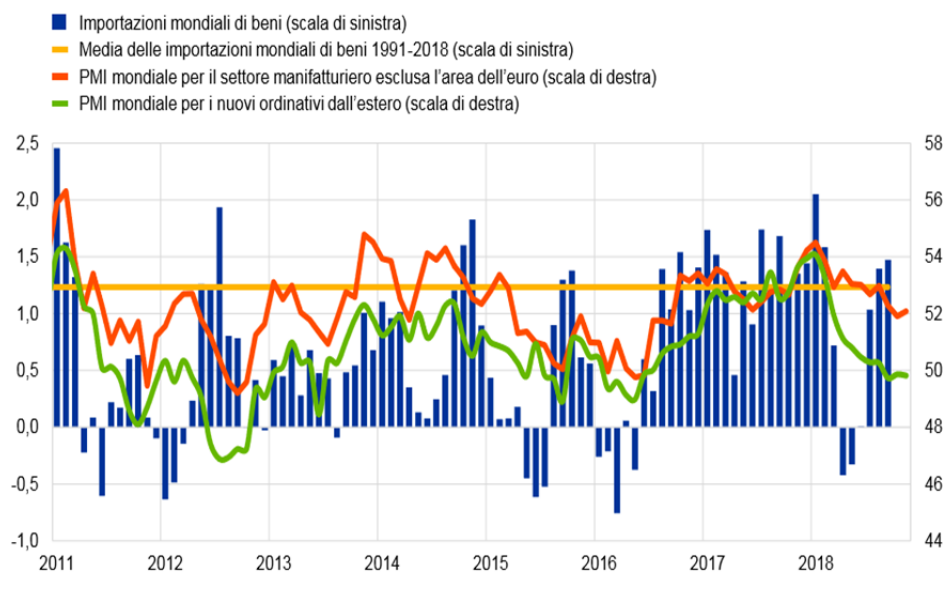
Figura 7: Tassi di interesse applicati dalle banche sui finanziamenti contratti dalle imprese (linea blu) e famiglie (linea gialla) dell'area euro.



Fonte: BCE.

Un altro elemento di grande importanza per il raggiungimento di questo risultato è stato il tasso di cambio, dal forte ruolo strategico: grazie infatti alla svalutazione dell'Euro, i prodotti interni sono diventati molto più competitivi. Ciò ha influito sulle esportazioni, che hanno registrato un repentino aumento; al contrario, i prodotti esteri sono diventati più costosi, orientando così la domanda verso l'acquisto di prodotti nazionali rispetto ai prodotti esteri come mostra la fig.8. Entrambi i fattori hanno avuto un impatto sull'aumento del Pil della zona euro.

Figura 8: Importazioni mondiali, 2014-2017.



Fonte: BCE.

L'aumento della crescita economica, unito alla ripresa del tasso d'inflazione, che, come già esposto, è l'obiettivo principale fissato dalla BCE (come mostrato precedentemente in fig.4), ha permesso nell'aprile del 2017 di attuare una strategia di "tapering".

Quest'ultima consiste in un rallentamento degli acquisti di asset sul mercato, portando in un primo momento il livello netto mensile di acquisti da 80 a 60 miliardi di euro; un ulteriore abbassamento fino a 30 miliardi è stato effettuato nel 2018, per poi passare a un successivo decremento fino a 15 miliardi di euro e infine concludere con una completa chiusura del programma di acquisti (PAA) a dicembre 2018.

Tale manovra, al contrario delle aspettative, non ha portato nessuno shock sui mercati finanziari: molti infatti temevano che il mercato non avrebbe potuto reggere un calo improvviso, sia a livello di flusso che di stock degli acquisti di asset da parte della BCE.

Ciò è stato possibile anche grazie alla strategia di “forward guidance”, attuata a partire dal luglio del 2013. Essa consiste in una strategia di comunicazione delle tendenze e degli obiettivi di lungo periodo mirata alla stabilizzazione delle aspettative degli operatori.

Inoltre, per evitare un drastico calo dei flussi di acquisto di titoli di stato, il Consiglio direttivo, oltre che a diminuire gradualmente il loro acquisto, ha approvato il 13 dicembre 2018 il reinvestimento integrale del capitale rimborsato sui titoli in scadenza per un prolungato periodo di tempo, o comunque fino a quando fosse necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.<sup>13</sup>

Come emerge dall’analisi fatta in precedenza, gli effetti negativi, in realtà, non si sono palesati, eccetto che in Italia dove, nel novembre del 2017, si ebbe un repentino aumento dello spread come riportato in fig.9.

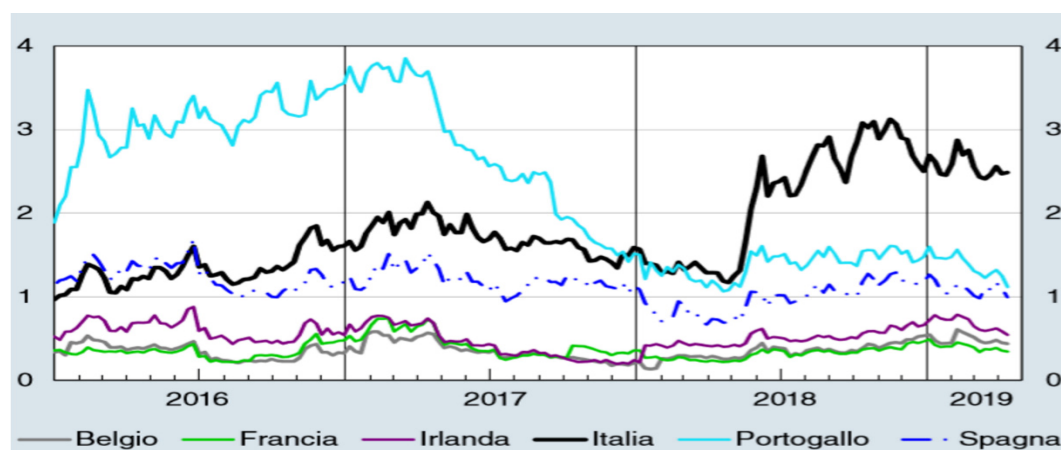
Tale aumento non è imputabile alle manovre svolte dalla BCE, bensì allo scenario politico italiano. L’Italia infatti, era in una situazione assai rischiosa, con un elevato debito pubblico, nuove possibili elezioni e un incremento del clima anti-

---

<sup>13</sup> Sito: Conferenza stampa del presidente della BCE il 13\12\18.

europeista; ciò ha condotto i mercati a un forte stress, con ripercussioni sui rendimenti dei titoli di stato.

Figura 9: Differenziale di interesse tra titoli di Stato decennali e il corrispettivo titolo tedesco.



Fonte: Banca d'Italia.

Ulteriori considerazioni andrebbero fatte riguardo un aumento dei tassi di interesse.

Questa è infatti una manovra molto delicata da attuare e, affinché non si produca uno shock sull'economia, sarebbe opportuno realizzarla in un momento di espansione e di stabilità dell'inflazione<sup>14</sup>. Tali requisiti sono necessari in quanto un aumento dei tassi di rifinanziamento principale si ripercuoterebbe sull'economia con un aumento dei tassi sui prestiti e sui depositi. In tal modo, i consumatori andrebbero a pagare un costo maggiore sui prestiti e ciò avrebbe come effetto un disincentivo degli stessi. Di conseguenza, si avrebbe una minor

<sup>14</sup> Nel caso europeo prossima al 2%

quantità di denaro disponibile per beni e servizi, con ripercussioni sulle imprese e sull'economia.

Inoltre, l'aumento dei tassi potrebbe ricadere sull'inflazione, causando una sua diminuzione, dato che sono parametri inversamente collegati fra loro.

In ultima analisi l'aumento dei tassi influisce anche sui mercati valutari facendo apprezzare l'Euro. Questo è dovuto ad un afflusso di capitali generato dal maggiore rendimento garantito; tale apprezzamento però potrebbe avere ripercussioni sull'economia, causando una diminuzione di esportazioni e un aumento di importazioni.

Tali osservazioni sono necessarie per sottolineare i rischi che la BCE si troverà ad affrontare nel futuro prossimo.

Nella prima metà del 2019, le stime riguardanti la crescita e l'aumento dell'inflazione sono state riviste al ribasso, a causa della prolungata presenza di incertezze connesse a fattori geopolitici, alla crescente minaccia del protezionismo e alle vulnerabilità dei mercati emergenti.

Questo ha fatto sì che la BCE adattasse le proprie politiche monetarie posticipando l'aumento del tasso di rifinanziamento a metà 2020 e introducendo la terza tornata di TLTRO (operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine), con la quale andrebbe ad erogare dei finanziamenti a lungo termine alle banche a condizioni vantaggiose.<sup>15</sup> Le TLTRO III prevedono infatti un'asta attraverso la quale vengono erogati prestiti quadriennali alle banche con tassi superiori di 10 punti base rispetto a quelli del tasso di rifinanziamento. I tassi delle TLTRO III potrebbero però scendere anche al livello del tasso  $i_{Df}^*$ , ad oggi negativo, quanto

---

<sup>15</sup> Sito: Banca d'Italia, operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine.

maggiore fossero i prestiti che le banche partecipanti emettono a società non finanziarie e famiglie.

## CONCLUSIONI

Da quanto emerge dai capitoli precedenti, la BCE ha dovuto affrontare circostanze estreme dopo lo scoppio della crisi finanziaria. La necessità di preservare il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria e di evitare la concretizzazione di rischi deflazionistici, hanno fatto sì che la BCE espandesse i propri limiti di politica monetaria “non standard” permettendo così di evitare il collasso dell'intero sistema europeo. Dalle analisi fatte in precedenza, è evidente come le politiche attuate hanno decisamente apportato un miglioramento dell'economia europea senza creare ripercussioni importanti.

Ciononostante, la strada per la ripresa economica, anche se in parte già avviata, è ancora lunga e per disporre appieno dai benefici derivanti dal Quantitative Easing gli altri Stati dovrebbero contribuire in modo più decisivo, riducendo la loro vulnerabilità e incrementando il loro potenziale di crescita

I paesi PIIGS, che senza ombra di dubbio dovranno accelerare la concretizzazione di riforme strutturali col fine di rafforzare il potenziale di crescita e la produttività del paese.

Quanto alle politiche di bilancio, i paesi che presentano un debito pubblico elevato dovrebbero creare dei margini di manovra col fine di creare degli spazi fiscali, da poter utilizzare nei momenti di recessione.

Volendo gettare uno sguardo sull'Italia invece, l'elevato rapporto tra debito pubblico e Pil resta un vincolo improrogabile e non si può ritardare nel definire

una strategia coerente per la riduzione nel medio termine. Servono inoltre interventi profondi sulla composizione della spesa, delle entrate e manovre in grado di stimolare l'attività economica.

In conclusione chiudo citando una famosa frase di Victor Hugo che racchiude in sintesi il mio pensiero: "L'avvenire è la porta, il passato ne è la chiave."



## **BIBLIOGRAFIA**

Alessandrini Pietro (2017), *Economia e politica della moneta*, Il Mulino.

BCE (2003), **REGOLAMENTO (CE) N. 1745/2003 DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA sull'applicazione di riserve obbligatorie minime (BCE/2003/9).**

Neri Stefano and Siviero Stefano (2019), *The non-standard monetary policy measures of the ECB: motivations, effectiveness and risks*, *Questioni di Economia e Finanza* n. 486, Banca d'Italia.

Talamo Giuseppina e Di Stefano Ferdinando (2016), **QUANTITATIVE EASING IN EUROPA: FUNZIONAMENTO ED EFFETTI PER L'ECONOMIA ITALIA**, Università Kore di Enna.

UE (1992), Trattato sull'Unione Europea, Gazzetta ufficiale n. C 191 del 29 luglio 1992.

## **SITOGRAFIA**

Sito BCE: The ECB's monetary policy strategy;

[https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2003/html/pr030508\\_2.en.html/](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.en.html/)

Sito: Banca d'Italia, operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine.

<https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/tltro/>

Sito: Conferenza stampa del presidente della BCE il 13\12\18

<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2018/html/ecb.is181213.it.html/>

Sito BCE: la politica monetaria della BCE 2004

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2004it.pdf?a7d0a699dc29cebf274cd6784659786d/>

