



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Triennale in Economia e Commercio

**L'EVOLUZIONE DELLA STRATEGIA
DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE
A SEGUITO DELLE CRISI ECONOMICHE**

**THE EVOLUTION OF THE ECB'S
MONETARY POLICY STRATEGY
FOLLOWING THE ECONOMIC CRISES**

Relatore:
Prof. Luca Papi

Tesi di Laurea di:
Alessia Giordani

Anno Accademico 2020/2021

INDICE

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO 1 LA FASE COSTITUENTE ED INIZIALE CARATTERIZZATA DAL CONTRASTO ALLE SPINTE INFLAZIONISTICHE.....	2
1.1 - LA FASE COSTITUENTE: IL MODELLO DELLA BUNDESBANK.	2
1.2 – L’ATTUAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA DELLA BCE.....	6
1.3 – LA POLITICA MONETARIA FINO AL 2008	9
CAPITOLO 2 LA CRISI DEL 2007: IL RISCHIO DEFLAZIONE E LE POLITICHE NON CONVENZIONALI IN UN CONTESTO CARATTERIZZATO DAL COSTANTE DECLINO DEI TASSI D’INTERESSE	12
2.1 – PERIODO 2008-2010: LA CRISI BANCARIA	13
2.2 – PERIODO 2010-2012: LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO E UNA NUOVA CRISI BANCARIA	16
2.3 – PERIODO 2012-2014: OMT E FORWARD GUIDANCE	18
2.4 – PERIODO 2014 -2019: RISCHIO DEFLAZIONE E QUANTITATIVE EASING.....	22

CAPITOLO 3 LA REVISIONE DELLA STRATEGIA IN RISPOSTA ALLA CRISI DOVUTA ALLA PANDEMIA DA COVID-19.....	25
3.1 – LE PRINCIPALI MISURE ADOTTATE PER CONTRASTARE LA CRISI DEL 2020	25
3.2 – LA NUOVA STRATEGIA DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE	28
CONCLUSIONI	31

INTRODUZIONE

Lo scopo di questo lavoro è quello di illustrare l'evoluzione della strategia della Banca Centrale Europea (BCE) a seguito delle crisi economiche che si sono verificate già pochi anni dopo la costituzione della BCE e che hanno comportato l'adozione di strumenti di politica monetaria non convenzionali al fine di perseguire il mandato primario che il trattato UE ha affidato alla Banca centrale, ovvero la stabilità dei prezzi. Gli strumenti convenzionali hanno mostrato tutti i loro limiti già a partire dalla crisi del 2007. Per assicurare la stabilità dei prezzi occorre strumenti di politica monetaria in grado di contrastare il rischio deflazione in un contesto caratterizzato da tassi di interesse prossimi allo zero. Questo ha portato ad una profonda revisione della strategia della BCE, che si è trovata ad adottare politiche espansive con l'arma spuntata della riduzione dei tassi di interesse.

L'adozione di strumenti non convenzionali ha tuttavia aperto il dibattito della legittimità dell'azione della BCE rispetto a quanto previsto nel Trattato UE. La Corte di Giustizia Europea, intervenuta a seguito di azioni legali, ha tuttavia riconosciuto la legittimità dell'operato della BCE, in quanto l'adozione degli strumenti non convenzionali, come si tenterà di illustrare in questo lavoro, è in sostanza strettamente finalizzata al perseguimento dell'obiettivo primario della BCE.

CAPITOLO 1

LA FASE COSTITUENTE ED INIZIALE CARATTERIZZATA DAL CONTRASTO ALLE SPINTE INFLAZIONISTICHE

1.1 - LA FASE COSTITUENTE: IL MODELLO DELLA BUNDESBANK.

Il 1° giugno del 1998 è stata istituita la Banca Centrale Europea (BCE) in vista dell'adozione dell'euro quale moneta comune dei paesi dell'Unione europea a partire dal 1° gennaio 1999, moneta entrata in circolazione in forma di banconote a partire dal 1° gennaio 2002. La BCE pertanto ha assunto la responsabilità della politica monetaria nell'area dell'euro, trasferendola dalle Banche Centrali Nazionali (BCN) ad un unico organo sovranazionale.

Il percorso verso l'Unione Economica e Monetaria (UEM) era stato intrapreso alla fine degli anni '80 prendendo in considerazione due modelli contrapposti per la creazione di un sistema monetario basato su una Banca Centrale, ossia il modello anglo-francese e quello tedesco, le cui differenze consistevano nella scelta degli obiettivi da perseguire e nell'assetto istituzionale che la Banca Centrale avrebbe dovuto avere.

Il primo agiva secondo la convinzione che la Banca Centrale dovesse perseguire contemporaneamente più obiettivi, come la stabilità dei prezzi, il mantenimento di un alto livello di occupazione e la stabilizzazione del ciclo economico, mentre il

modello tedesco riconosceva come obiettivo primario la stabilità dei prezzi, condizione necessaria al perseguimento di ulteriori obiettivi di diversa natura.

Prevalse il modello tedesco sostanzialmente per due motivazioni, una legata alla posizione strategica della Germania nel processo dell'UEM e l'altra derivante dall'impostazione allora prevalente delle teorie economiche (DE GRAWE, 2019).

Facendo un breve excursus, il primo dopoguerra fu caratterizzato dal successo dell'economia Keynesiana: gli obiettivi primari erano un'elevata crescita dell'economia e un basso livello di disoccupazione; per raggiungerli, erano considerate essenziali delle politiche monetarie e fiscali espansive. Gli anni '70 segnarono un punto di svolta: a seguito delle politiche precedentemente attuate si creò una distorsione inflazionistica e questo diede spazio a un'altra scuola di pensiero già apparsa precedentemente denominata monetarismo. Secondo questo indirizzo scientifico la quantità di moneta ha un'influenza di lungo periodo solo sul livello generale dei prezzi, senza determinare variazioni reali nell'economia, pertanto politiche economiche espansive si traducono in un'accelerazione inflazionistica. La scuola monetarista ha riportato l'attenzione sul fatto che la causa dell'inflazione sostanzialmente dipende da un eccesso di creazione di moneta, quindi per i monetaristi la politica monetaria espansiva alimenterebbe soltanto l'inflazione senza portare benefici sulla disoccupazione (ALESSANDRINI, 2015). Secondo la teoria monetarista, la Banca Centrale, nel proprio operare avrebbe dovuto concentrarsi sulle variabili che era effettivamente in grado di influenzare (e,

quindi, la stabilità dei prezzi), non piuttosto su quelle influenzabili in via indiretta. Inoltre la scuola monetarista, in merito alla natura delle relazioni esistenti tra il Governo e la Banca Centrale, pose l'accento sul fatto che le forze politiche, particolarmente orientate a raccogliere consensi nel breve periodo, esercitano pressioni finalizzate al perseguimento di politiche espansionistiche atte a stimolare l'economia. Tutto ciò espone al rischio che queste politiche possano risultare dannose nel lungo termine e pertanto l'unico modo per proteggersi da tali influenze per la Banca Centrale era acquistare indipendenza.

A partire dagli anni '80 prevalse la visione monetarista e le Banche Centrali influirono sull'elaborazione del trattato prendendo come modello la Bundesbank, che aveva costruito una solida reputazione sulla priorità assegnata all'azione antinflazionistica (ALESSANDRINI, 2015).

La costruzione della BCE in effetti si basa su due solide premesse (MICOSI, 2015):

- la politica monetaria unica attraverso la moneta unica dovrebbe essere liberata da ogni ingerenza politica (sia da parte degli Stati membri che delle istituzioni europee) e, in particolare, da ogni legame con le politiche di bilancio, eliminando così ogni rischio di monetizzazione dei disavanzi del settore pubblico;
- il suo obiettivo principale sarebbe "mantenere la stabilità dei prezzi".

La scelta effettuata nell'ambito dell'Unione Europea, al momento della stipulazione del Trattato di Maastricht, emerge chiaramente nello statuto della Banca Centrale

Europea, in particolare, l'articolo 105 del trattato detta: "L'obiettivo principale del SEBC¹ è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nella Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità definiti nell'articolo". È, dunque, chiarita la scelta effettuata circa gli obiettivi da perseguire. La BCE adotta un sistema di mandati gerarchici: come primo obiettivo vi è quello del mantenimento della stabilità dei prezzi, successivamente, se si dichiara raggiunto quest'ultimo, si prosegue con il mantenimento di un alto tasso di occupazione, la stabilità dei mercati finanziari, dei tassi di interesse e dei cambi, e lo sviluppo economico.

L'indipendenza dalla politica della BCE quindi risulta l'elemento chiave per la realizzazione dell'obiettivo di stabilità dei prezzi e di una maggiore efficacia della politica monetaria. A tal fine l'articolo 107 del trattato di Maastricht enuncia: "Nell'esercizio dei poteri e nell'assolvimento dei compiti e dei doveri loro attribuiti dal presente trattato e dallo Statuto del SEBC, né la BCE né una Banca centrale nazionale né un membro dei rispettivi organi decisionali possono sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni o dagli organi comunitari, dai Governi degli Stati membri né da qualsiasi altro organismo. Le istituzioni e gli organi comunitari

¹ Il SEBC comprende la BCE e le banche centrali nazionali di tutti gli Stati membri dell'UE indipendentemente dal fatto che abbiano adottato l'euro (fonte <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.it.html>).

nonché i Governi degli Stati membri si impegnano a rispettare questo principio e a non cercare di influenzare i membri degli organi decisionali della BCE o delle Banche centrali nazionali nell'assolvimento dei loro compiti”.

La BCE è considerata la Banca Centrale col più alto livello di indipendenza, sia dal punto di vista politico che economico; e ciò risulta necessario per mantenere un livello di reputazione e credibilità tali che permettano il perseguimento dei propri obiettivi (DE GRAWE, 2019).

1.2 – L’ATTUAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA DELLA BCE

L'attuazione della politica monetaria della BCE poggia su due pilastri:

- la strategia di politica monetaria attraverso la determinazione del tasso di interesse adeguato al raggiungimento della stabilità dei prezzi. Il tasso di inflazione nel medio termine dovrebbe rimanere “inferiore ma vicino al 2 per cento”². Sono incompatibili con la stabilità dei prezzi sia un'inflazione superiore al 2%, sia un'inflazione eccessivamente bassa.

Per assicurare una misura dell'inflazione che fosse comparabile a livello europeo è stato sviluppato l'Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo (IAPC), calcolato da Eurostat in collaborazione con gli uffici statistici nazionali e

² Banca centrale europea, 2011.

armonizzato tra i paesi dell'eurozona per approssimare il prezzo di un paniere rappresentativo della spesa dei consumatori (HARTMAN, SMETS, 2018).

- il quadro operativo, ossia l'insieme degli strumenti e delle procedure per raggiungere il tasso di interesse desiderato. L'art. 18 dello Statuto del Sistema Europeo di Banche Centrali e della Banca Centrale Europea (SEBC) prevede che, al fine di svolgere i compiti del SEBC, la BCE e le BCN possano:
 - acquistare e vendere a titolo definitivo (a pronti e a termine) o in contratti di riacquisto e prestare o prendere in prestito qualsiasi tipo di strumenti negoziabili (quindi inclusi quelli sovrani) in qualsiasi valuta rendita e metalli preziosi;
 - effettuare operazioni di credito con istituti di credito e altri operatori di mercato, con prestiti basati su adeguate garanzie.

Al fine di rafforzare la capacità della BCE di orientare i tassi con operazioni di mercato aperto, gli enti creditizi dell'area euro sono inoltre tenuti a mantenere riserve minime sui propri conti correnti presso l'Eurosistema³ (MICOSSI, 2015).

Le operazioni di mercato aperto sono lo strumento più comunemente utilizzato per gestire la situazione di liquidità del mercato e segnalare l'orientamento della Banca

³ L'Eurosistema è il sistema di banche centrali dell'area dell'euro responsabile dell'attuazione della politica monetaria unica e comprende la BCE e le BCN dei Paesi dell'Unione europea che hanno adottato l'euro. (fonte <https://www.bancaditalia.it/chi-siamo/eurosistema/>).

sulla politica monetaria. Le principali operazioni di mercato aperto sono (ALESSANDRINI, 2015):

- le operazioni di rifinanziamento principali (MRO) sono regolari operazioni temporanee di mercato aperto eseguite con lo scopo di fornire alle banche un'adeguata liquidità e sono condotte attraverso aste standard settimanali nelle quali le banche possono fare offerte per la liquidità, normalmente hanno scadenza a una settimana;
- le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO) sono regolari operazioni di mercato aperto eseguite per fornire liquidità a lungo termine al sistema bancario e sono effettuate tramite aste standard mensili, normalmente hanno normalmente scadenza a tre mesi;
- le operazioni di fine tuning (FTO) hanno lo scopo di attutire gli effetti di fluttuazioni inattese di liquidità sul mercato e consistono in operazioni effettuate ad hoc per aumentare o diminuire la liquidità del mercato monetario e orientare i tassi di interesse;
- le operazioni strutturali, eseguite dalla BCE per adeguare la posizione strutturale dell'Eurosistema nei confronti del settore finanziario. Possono essere condotte utilizzando operazioni temporanee, operazioni definitive o l'emissione di certificati di debito della BCE (ad esempio, inclusi i programmi di acquisto di obbligazioni garantite, il programma di acquisto di titoli garantiti da attività e il

programma di mercato dei titoli, vedere di seguito). La loro frequenza può essere regolare o non regolare e la loro scadenza non è standardizzata.

Ai sensi dell'art. 20 dello Statuto SEBC il Consiglio direttivo della BCE può decidere di utilizzare altre modalità operative di politica monetaria “come meglio crede” nel rispetto del suo obiettivo primario di stabilità dei prezzi. Tali decisioni del Consiglio direttivo sono formalizzate nell'Indirizzo della BCE pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea.

La BCE pertanto possiede tutti gli strumenti di policy normalmente a disposizione di una banca centrale, con ampi margini di manovra su come utilizzarli, ma il loro effettivo utilizzo è soggetto a vincoli politici derivanti dagli obiettivi assegnati dal Trattato UE e questo, come si vedrà più avanti, ha causato difficoltà nel momento in cui la BCE è dovuta intervenire adottando strumenti non convenzionali, in particolare l'acquisto su mercati dei titoli di stato, per contrastare le recenti crisi (MICOSI, 2015).

1.3 – LA POLITICA MONETARIA FINO AL 2008

Nei primi anni la BCE è stata piuttosto reattiva agli sviluppi economici e finanziari. Dopo un primo decremento del tasso di riferimento (ad aprile 1999 dal 3% al 2,5%) finalizzato a contrastare le pressioni inflazionistiche in diminuzione, tra novembre

1999 e ottobre 2000 il tasso di riferimento delle ORP⁴ è stato aumentato gradualmente di 225 punti base, fino a un picco del 4,75%, tenendo conto di un contesto mondiale di accelerazione della crescita e dei prezzi delle materie prime.

Nei primi anni 2000 il crollo del mercato azionario del settore informatico in genere, detto crollo dei dot.com, e gli attacchi terroristici dell'11 settembre negli Stati Uniti causarono una recessione e la posizione monetaria della BCE è diventata abbastanza espansiva fino alla fine del decennio. Tra l'inizio del 2001 e giugno 2003 la BCE ha abbassato il tasso di riferimento di 275 punti base, portandolo al 2%.

Verso la fine del 2005, fino a luglio 2008, è stato avviato un nuovo ciclo di aumenti dei tassi per contrastare la pressione inflazionistica creata dalla crescita e dall'espansione. Complessivamente il tasso di riferimento è aumentato di 225 punti base, attestandosi al 4,25%.

Quindi fino allo scoppio della crisi economica globale del 2007, la BCE ha cercato di assicurare la stabilità dei prezzi aumentando o diminuendo i tassi d'interesse sulle ORP attuando una politica monetaria convenzionale⁵, incentrata in particolare nello

⁴ Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) è il tasso di interesse corrisposto dalle banche quando assumono prestiti dalla BCE per la durata di una settimana. (fonte <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/mro.it.html>)

⁵ Strumenti tradizionali:

- a. operazioni di mercato aperto;
 - b. operazioni attivabili su iniziativa delle controparti;
 - c. detenzione di riserve obbligatorie.
- (fonte https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/it/FTU_2.6.3.pdf).

stabilire il tasso d'interesse che la BCE applica sulle operazioni attraverso le quali presta liquidità agli operatori economici.

La strategia di politica monetaria della BCE, adottata nel 1998 e rivista nel 2003, era costituita da tre elementi principali⁶:

- l'obiettivo della stabilità dei prezzi (mantenere i tassi di inflazione dell'eurozona su livelli “inferiori ma prossimi al 2 per cento”);
- un orientamento a medio termine;
- l'analisi dei rischi per la stabilità dei prezzi era condotta sulla base di due pilastri: l'analisi economica e l'analisi monetaria.

Il 7 maggio 2009 è stata la prima volta che in conferenza stampa il Presidente del Consiglio direttivo ha incluso alcune misure non convenzionali nella dichiarazione introduttiva (HARTMAN, SMETS, 2018).

⁶ <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/esito-riesame-strategia-polmon/sintesi/index.html>

CAPITOLO 2

LA CRISI DEL 2007: IL RISCHIO DEFLAZIONE E LE POLITICHE NON CONVENZIONALI IN UN CONTESTO CARATTERIZZATO DAL COSTANTE DECLINO DEI TASSI D'INTERESSE

All'inizio del 2007 l'economia statunitense è entrata in un periodo critico trascinandosi nell'anno successivo tutto il resto del mondo. In particolare, negli Stati Uniti si assistette a un'impennata dei prezzi delle abitazioni e il mercato immobiliare fu tra i primi a cedere a causa del fatto che era alimentato da attività di credito particolarmente rischiose da parte degli intermediari, in quanto chi beneficiava del credito non possedeva l'adeguata stabilità economica necessaria per garantirne la restituzione. Per mitigare il rischio, si creavano dei pacchetti all'interno dei quali venivano aggregati più titoli e venivano scambiati ad un prezzo che non rifletteva effettivamente il rischio reale che le attività contenevano. Si innescò un processo che alimentò sempre più i prezzi delle abitazioni, che verso la fine del 2006 raggiunsero l'apice, scoppiando e causando una caduta vertiginosa di questi ultimi. Inoltre, nacque un nuovo vivace processo di elaborazione di nuovi prodotti sul mercato finanziario, accompagnato dalla nascita di nuovi intermediari che però non erano sottoposti al controllo delle autorità competenti. La crisi si

trasmise tempestivamente all'interno del settore bancario e contribuì al deterioramento dei bilanci delle imprese. Ad essere particolarmente colpite furono proprio le istituzioni che si erano attivamente cimentate nell'investimento in titoli legati ai cosiddetti mutui subprime: i finanziamenti erogati a una fascia di clientela ad alto rischio di insolvenza.

A marzo del 2008, Bear Stearns, quinta banca di investimento statunitense, fu costretta a farsi acquisire da J.P. Morgan su garanzia della Federal Reserve.

Nel contempo due società private aventi lo status di Government-Sponsored Enterprise, Freddie Mac e Fannie Mae, necessitarono anch'esse di un forte aiuto della Federal Reserve per continuare ad operare e finirono con l'esser sottoposte ad amministrazione controllata dal governo;

Il 15 settembre 2008 la quarta banca di investimento americana, la Lehman Brothers, fallì, passando alla storia come il più grave caso di bancarotta mai avvenuto negli USA.

In Europa la crisi finanziaria iniziò a farsi avvertire nel 2007, per poi esplodere nel corso dell'anno successivo. I primi tardivi interventi della BCE si registrano nell'agosto dello stesso anno (ALESSANDRINI, 2015).

2.1 – PERIODO 2008-2010: LA CRISI BANCARIA

Come già osservato nel paragrafo precedente la crisi è nata negli Stati Uniti a partire dal settore dei mutui subprime determinando la difficoltà delle principali banche di

investimento e diffondendosi a livello globale. Il crollo di Lehman Brothers ha creato incertezza tra gli istituti finanziari e creditizi riguardo la salute finanziaria degli altri, accentuando le pressioni già avvertite nell'estate del 2007 riguardo le significative esposizioni di bilancio di numerose banche dell'area dell'euro al mercato immobiliare subprime statunitense (nel nostro paese va tuttavia segnalato che la maggior parte delle banche erano meno esposte ai prodotti derivati).

Questa situazione ha portato ad una forte contrazione dei prestiti interbancari e al crollo delle attività in gran parte del mercato finanziario, minacciando di limitare fortemente il finanziamento dell'economia reale.

In questo contesto la priorità della BCE era soddisfare le esigenze di finanziamento delle banche. Per fare ciò ha deciso di ridurre drasticamente, da ottobre 2008 a maggio 2009, i suoi tassi di interesse di riferimento e di integrare questa misura con il programma Enhanced Credit Support (HARTMAN, SMETS, 2018).

Sono state adottate le seguenti politiche non standard temporanee:

- Proroga della scadenza della fornitura di liquidità - la scadenza massima delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) è stata temporaneamente estesa da tre a dodici mesi al fine di mantenere bassi i tassi di interesse del mercato monetario riducendo l'incertezza sui mercati e fornire un orizzonte di pianificazione della liquidità più lungo alle banche, in modo tale di rilanciare il prestito interbancario e incoraggiare le banche a continuare a fornire credito all'economia;

- Contratti di cambio valuta - l'Eurosistema ha fornito temporaneamente liquidità in valute estere, in particolare in dollari USA, riducendo l'incertezza del mercato⁷;
- Requisiti di idoneità delle garanzie - per consentire alle banche di utilizzare una gamma più ampia di attività per ottenere liquidità dalla banca centrale è stato esteso l'elenco delle garanzie ammissibili nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema;
- Primo programma di acquisto di obbligazioni garantite - il 2 luglio 2009 l'Eurosistema ha lanciato il suo primo programma di acquisto di obbligazioni garantite (abbreviato in CBPP1) con l'obiettivo di rilanciare il mercato delle obbligazioni garantite, fonte primaria di finanziamento per le banche europee, che si era praticamente prosciugato in termini di liquidità ed emissioni. Nel periodo compreso tra giugno 2009 e giugno 2010 l'Eurosistema si è impegnato ad acquistare obbligazioni garantite denominate in euro ed emesse nell'area dell'euro per un valore complessivo di 60 miliardi di euro (pari al 2,5% dell'importo totale in essere delle obbligazioni garantite).

⁷ La crisi in questa fase era ancora prevalentemente una crisi statunitense e molte banche europee hanno dovuto affrontare un massiccio deficit di finanziamento in dollari USA.

La reazione espansiva delle banche centrali di tutti di tutto il mondo, BCE compresa, porta ad un allentamento delle tensioni finanziarie (ALESSANDRINI, PAPI, PRESBITERO, ZAZZARO, 2013).

2.2 – PERIODO 2010-2012: LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO E UNA NUOVA CRISI BANCARIA

Nel gennaio 2010 i mercati temevano un default del debito sovrano greco, questo ha sconvolto le condizioni del mercato sollevando crescenti dubbi tra gli investitori sul fatto che il paese, e forse altri paesi altamente indebitati, sarebbero stati spinti verso il default e forse fuori dall'euro⁸ (DELIVORIAS, 2015).

Al fine di domare le turbolenze estreme del mercato, nel maggio 2010 la BCE ha lanciato il suo Securities Market Program (SMP), in base al quale avrebbe acquistato quantità non specificate di obbligazioni sovrane nei mercati secondari.

Gli acquisti nell'ambito del programma sono stati generalmente concentrati nei mesi di maggio-giugno 2010 e agosto-novembre 2011 e il programma è rimasto inattivo per lunghi periodi di tempo⁹.

⁸ Oltre alla Grecia, versavano in difficili situazioni economiche anche Irlanda, Portogallo, Spagna e Italia.

⁹ È stato interrotto nel marzo 2011, apparentemente per rappresaglia dopo che il Consiglio non è riuscito ad accordarsi sulla concessione, al nascente meccanismo europeo di stabilità (MES), del potere di intervenire nei mercati secondari dei titoli di Stato, con grande disappunto della BCE (S. MICOSSI, 2015)

Ad agosto 2011 ci furono acquisti di titoli sovrani italiani e spagnoli, con alcuni effetti positivi sugli spread in condizioni di mercato instabile, ma è il programma stato nuovamente sospeso per i titoli italiani poiché il governo del paese non stava mantenendo gli impegni assunti in materia di riforme economiche (MICOSSÌ, 2015).

Nell'autunno 2011 la crisi sovrana ha iniziato a trasformarsi in crisi bancaria, in quanto gli investitori temevano le potenziali ripercussioni di un default sovrano sulla solvibilità degli istituti bancari con grandi esposizioni ai rischi sovrani. Si è innescata una sorta di spirale negativa tra crisi sovrana e bancaria in quanto l'emergente crisi bancaria ha a sua volta peggiorato le valutazioni del mercato sulla solvibilità sovrana, poiché gli investitori hanno preso in considerazione la prospettiva di ulteriori iniezioni di capitale da parte dei governi nel sistema bancario per mantenere a galla le banche. Le principali agenzie iniziarono a declassare in parallelo i rating dei sovrani e delle banche, aumentando le tensioni del mercato, mentre la crisi degli spread¹⁰ dei paesi più esposti si acuiva sempre di più (MICOSSÌ, 2015).

In questo contesto in rapido deterioramento, la BCE si è affrettata a soddisfare le esigenze di finanziamento delle banche riducendo l'obbligo di riserva minima dal 2% all'1% e lanciando due operazioni di rifinanziamento a “molto lungo termine”

¹⁰ : Lo spread è definito come il differenziale tra i rendimenti dei titoli di stato decennali rispetto a quelli tedeschi.

(VLTRO) – nel dicembre 2011 e nel febbraio 2012 – con scadenza a tre anni; l'importo prelevato è stato di oltre 1 trilione di euro, con la quota maggiore andata alle banche italiane e spagnole, espandendo notevolmente il bilancio della BCE (HARTMAN, SMETS, 2018).

2.3 – PERIODO 2012-2014: OMT E FORWARD GUIDANCE

Malgrado le ingenti iniezioni di liquidità da parte della BCE, le tensioni nel primo semestre del 2012 hanno continuato a crescere a causa del rischio che alcuni paesi potessero essere costretti a lasciare l'euro. Nel giugno 2012 il Consiglio europeo lanciò il progetto di unione bancaria con lo scopo di spezzare il circolo vizioso banca-sovrano, contemporaneamente il governo tedesco dichiarò che la permanenza della Grecia nell'euro non era in discussione (MICOSSÌ, 2015).

Il 26 luglio il presidente della BCE Mario Draghi ha dichiarato in un discorso agli investitori alla Lancaster House, a Londra, che la BCE era «pronta a fare tutto il necessario per preservare l'euro»¹¹ A ciò ha fatto seguito, all'inizio di settembre, dall'annuncio del programma OMT¹², che ha sostituito l'SMP, in base al quale la BCE e le BCN sarebbero disposte a intervenire per importi illimitati nei mercati

¹¹ «But there is another message I want to tell you. Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.»

¹² Le OMT (Outright Monetary Transactions) sono operazioni con cui la BCE acquista debito sovrano rischioso e sterilizza il debito vendendo altre obbligazioni o cambiali. A differenza delle strategie precedenti, il debito acquistato non sarà senior (non privilegiato). La BCE perderebbe come qualsiasi altro investitore se un paese dovesse fallire (fonte <https://www.nasdaq.com/glossary/o/outright-monetary-transactions>)

secondari dei titoli di Stato di specifici membri dell'eurozona, senza limiti temporali prestabiliti.

Questo segnale forte lanciato dalla BCE “ha permesso alla stessa BCE di agire come prestatore di ultima istanza sui mercati dei titoli di Stato”, contribuendo in modo significativo a ripristinare la fiducia dei mercati finanziari (DELIVORIAS, 2015).

Il Programma OMT differiva dal SMP sotto diversi aspetti. La condizione per accedere al programma OMT è la sottoscrizione da parte del paese interessato di un programma economico con l'European Financial Stability Facility (EFSF) o l'ESM (MES detto anche Fondo Salva Stati), comportando una “condizionalità rigorosa ed efficace”. Il programma OMT sarebbe, in linea di principio, illimitato nel tempo e nella portata. Infine, la BCE sarebbe trattata al pari degli altri creditori. Inoltre, la trasparenza degli acquisti di OMT sarebbe maggiore in quanto verrebbe pubblicata la scomposizione per paese e la durata media delle partecipazioni¹³.

Dopo l'annuncio del programma OMT gli spread sui titoli di Stato in difficoltà hanno iniziato gradualmente a ridursi e i flussi di finanziamento transfrontalieri per le banche periferiche hanno ripreso vita. Pertanto, l'OMT ha davvero segnato un punto di svolta nella crisi del debito sovrano dell'eurozona, confermando che la crisi

¹³ Oltre alla Grecia (2010), Irlanda (2010), Portogallo, Cipro (entrambi 2011) hanno dovuto ricorrere a programmi di aggiustamento e assistenza finanziaria da parte dall'EFSF. La Spagna nel 2012 ha ottenuto un prestito del MES per ricapitalizzare le banche L'Italia è stata fortemente in crisi, ma non ha dovuto ricorrere a tali forme di sostegno necessarie per salvaguardare la stabilità finanziaria della zona euro nel suo complesso e dei membri del MES (vedasi <https://www.esm.europa.eu/>).

sovrana e bancaria post-2010 era stata il prodotto di istituzioni monetarie mal progettate (MICOSSI, 2015).

Alla fine del 2012 e all'inizio del 2013 è tuttavia emersa una nuova fonte di tensione. Dopo aver raggiunto un picco del 3%, l'inflazione ha iniziato a diminuire, raggiungendo l'1,2% nell'aprile 2013. Nel contempo si è registrata una lenta crescita dell'economia nell'area dell'euro. Questa combinazione di fattori ha indotto la BCE ad adottare un'altra misura precauzionale non convenzionale, la cosiddetta forward guidance, ossia una strategia di comunicazione degli orientamenti futuri della politica monetaria mirata soprattutto a stabilizzare le aspettative (ALESSANDRINI, 2015).

Nel luglio 2013, il presidente della BCE Draghi ha dichiarato in una conferenza stampa che, “guardando al futuro, la nostra politica monetaria rimarrà accomodante per tutto il tempo necessario. Il Consiglio direttivo prevede che i principali tassi di interesse della BCE rimarranno ai livelli attuali o diminuiranno per un lungo periodo di tempo”. Ciò è stato visto come l'introduzione da parte della BCE di indicazioni prospettiche con lo scopo di influenzare le aspettative private sui tassi a breve termine, che a loro volta influenzeranno le aspettative sui tassi a lungo termine, al fine di rafforzare la trasmissione della politica monetaria, e quindi sostenere l'economia.

Secondo alcuni osservatori questa strategia è intesa a completare al Quantitative Easing, del quale si farà un cenno nel prossimo paragrafo, ed è particolarmente

rilevante quando i tassi ufficiali sono vicini al loro limite inferiore effettivo, compromettendo i normali canali di trasmissione delle politiche monetarie, o quando vi è un'incertezza eccezionale sullo stato dell'economia. Le indicazioni prospettiche della BCE hanno contribuito a condizioni del mercato monetario più stabili e hanno aiutato per ancorare più saldamente le aspettative del mercato.

Altri osservatori tuttavia hanno espresso dubbi sull'efficacia delle indicazioni prospettiche: hanno studiato l'efficacia delle indicazioni prospettiche per le banche centrali di Nuova Zelanda, Norvegia, Svezia e Stati Uniti e hanno scoperto che migliorava solo la capacità degli operatori di mercato di prevedere tassi a breve termine su orizzonti di previsione relativamente brevi e solo per Norvegia e Svezia (DELIVORIAS, 2015).

Per ultimo si osserva come siano importanti le parole delle banche centrali, infatti nel tempo la comunicazione è gradualmente diventata essa stessa uno strumento di politica monetaria. La credibilità delle banche centrali, ossia che “dicano quello che fanno e facciano quello che dicono”, incide in maniera decisiva nell'efficacia del loro operato¹⁴.

¹⁴ Fonte: <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/monpol-communication.it.html>

2.4 – PERIODO 2014 -2019: RISCHIO DEFLAZIONE E QUANTITATIVE EASING

All'inizio di questo periodo si attenua la crisi del debito e la ripresa ha timidamente iniziato a prendere piede, sia grazie alle misure strutturali adottate da alcune nazioni, sia grazie all'azione della BCE illustrata nel precedente paragrafo.

Prosegue la tendenza del calo dell'inflazione e, quindi, aumentano i timori di rischi di deflazione e si fanno largo aspettative di un periodo prolungato di bassa inflazione. Le prospettive a medio termine per l'inflazione hanno continuato a peggiorare, il bilancio della BCE si è ridotto, la crescita del credito è rimasta negativa riflettendo la riduzione dell'indebitamento in corso e fino a marzo 2014 il tasso di cambio dell'euro si è rafforzato. Per evitare i rischi di deflazione emergenti e affrontare il deterioramento del canale dei prestiti bancari, la BCE ha avviato una strategia globale di allentamento della politica monetaria su tre fronti a partire da giugno 2014 (HARTMAN, SMETS, 2018).

Nel 2014 il presidente Draghi prefigura tale strategia pronunciando un discorso in cui sono state definite le condizioni per i tre elementi della strategia di allentamento. Una prima misura è stata quella di introdurre tassi di interesse negativi (a giugno 2014 e ancora a settembre 2014 la BCE ha abbassato il DFR¹⁵ fino al -0,2%). In

¹⁵ Il Deposit Facility Rate (DFR) è il tasso che la Bce paga alle banche sulla liquidità e che queste a fine serata parcheggiano nel conto che devono avere presso la BCE.

secondo luogo, al fine di rilanciare l'offerta di credito, è stata annunciata una nuova serie di misure di allentamento del credito con una serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termini. La scadenza dei prestiti era subordinata al raggiungimento di determinate soglie di prestito da parte delle banche al settore delle imprese. In terzo luogo, al fine di fornire ulteriore stimolo in un contesto in cui ulteriori tagli dei tassi a breve termine non erano possibili, nel gennaio 2015 la BCE ha annunciato un programma ampliato di acquisto di attività (quantitative easing), con acquisti medi mensili di titoli del settore pubblico e privato di 60 miliardi di euro, abbinando la politica di riduzione dei tassi all'aumento della quantità effettiva di base monetaria (ALESSANDRINI, 2015). Nei periodi successivi gli acquisti mensili oscillarono tra i 60 e gli 80 miliardi di euro, per calare lentamente fino ad azzerarsi nella prima parte del 2019, per poi riprendere successivamente senza superare la soglia dei 30 miliardi di euro prima della crisi pandemica da Covid-19.

L'effetto combinato di queste misure è stato quello di ridurre i costi di finanziamento basati sul mercato e sulle banche e di allentare le condizioni finanziarie in modo più ampio. Le banche hanno iniziato ad allentare gli standard di prestito e la crescita del credito al settore privato ha iniziato gradualmente a riprendersi. Nell'estate del 2015 si registra una crescita del PIL dell'eurozona di circa il 2%, tuttavia l'inflazione si stabilizza a livelli bassi intorno all'1%.

In questo contesto di crescita lenta e di bassa inflazione, per evitare un nuovo aumento del rischio di deflazione e continuare a sostenere la graduale ripresa dell'economia dell'area dell'euro, il triplice pacchetto di misure è stato più volte ricalibrato negli anni successivi con l'obiettivo di aggiungere ulteriori stimoli di politica monetaria.

Ciò ha stimolato la domanda interna e ha trasformato una ripresa fragile e disomogenea in un'espansione solida e diffusa nonostante la temporanea debolezza dell'economia internazionale. Di conseguenza, ma anche in parte a causa dell'aumento dei prezzi delle materie prime, l'inflazione è aumentata a partire dal terzo trimestre 2016. Nello stesso tempo la BCE aveva rafforzato la sua forward guidance sui tassi ufficiali affermando che si aspettava che i tassi ufficiali rimanessero agli stessi livelli almeno per tutta l'estate 2019 e, comunque, per tutto il tempo necessario a garantire la convergenza duratura dell'inflazione a livelli prossimi al 2%. In effetti l'inflazione si è stabilizzata intorno al 2% a partire dall'estate del 2018 (HARTMAN, SMETS, 2018).

Il periodo 2014-2020 si è pertanto caratterizzato da azioni volte a contrastare i rischi di deflazione e riportare l'inflazione su livelli prossimi al 2%. La BCE ha pertanto attuato politiche di tassi di interesse negativi, quantitative easing e forward guidance, facendo ampio ricorso all'adozione di strumenti non convenzionali.

CAPITOLO 3

LA REVISIONE DELLA STRATEGIA IN RISPOSTA ALLA CRISI DOVUTA ALLA PANDEMIA DA COVID-19

3.1 – LE PRINCIPALI MISURE ADOTTATE PER CONTRASTARE LA CRISI DEL 2020

La BCE è stata molto attiva dall'inizio della crisi COVID-19 e ha annunciato un gran numero di misure, inclusi alcuni annunci al di fuori delle sue regolari riunioni del consiglio direttivo (CLAEYS, 2020). Le principali sono:¹⁶.

- 12 marzo 2020 - all'inizio dell'attuazione delle misure di lockdown in vari paesi dell'area dell'euro, la BCE ha annunciato un pacchetto di misure che consistono in fornitura di liquidità attraverso condizioni agevolate sulle sue operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO) con un taglio del tasso di 25 punti base al di sotto del tasso sui depositi per le banche che soddisfano i propri parametri di riferimento sui prestiti all'economia reale, ORLT aggiuntivi e un aumento della dotazione del suo principale programma di acquisto di asset per 120 miliardi di euro fino alla fine dell'anno. Lo stesso giorno, il braccio di vigilanza bancaria della BCE ha annunciato misure per fornire capitale e aiuti operativi alle banche durante la crisi;

¹⁶ Fonte: <https://www.bancaditalia.it/media/bce-comunicati/index.html>.

- 15 marzo 2020 - la BCE ha annunciato di essere pronta a fornire dollari USA al settore bancario dell'area dell'euro grazie alle sue linee di swap in valuta con la Fed;
- 18 marzo 2020 - dopo una riunione di emergenza del consiglio direttivo a seguito di un aumento indesiderato e significativo dei rendimenti di alcuni paesi rispetto alla settimana precedente, la BCE ha annunciato la creazione di un nuovo Programma di acquisto di emergenza pandemica (PEPP), pari a 750 miliardi di euro fino alla fine del 2020. Gli acquisti sono allocati dal comitato esecutivo della BCE in modo flessibile, rispetto alle chiavi di capitale a breve termine, non sono vincolati dai limiti dell'emittente di altri programmi di acquisto di attività e ripristinano una deroga per includere i titoli di stato greci. Il Corporate Sector Purchase Program (CSPP) è stato inoltre esteso a nuove classi di attività, come le carte commerciali. Inoltre, il Consiglio direttivo ha chiarito di essere pronto a fare di più e ad aumentare le dimensioni e ad adeguare ulteriormente la composizione dei suoi acquisti di attività, se necessario;
- 20 marzo 2020 - la BCE ha iniziato a fornire euro alla Banca centrale danese tramite linee di swap (queste linee sono state estese il 15 aprile alla banca centrale croata e il 22 aprile alla banca centrale bulgara). La BCE ha anche cambiato la tempistica delle sue operazioni di swap in USD da settimanale a giornaliera;

- 30 aprile 2020 - la BCE ha annunciato che avrebbe ulteriormente allentato le condizioni delle sue TLTRO tagliando il tasso applicabile tra giugno 2020 e giugno 2021 di ulteriori 25 bps fino a -1 per cento (ovvero a 50 bps al di sotto della deposit facility tasso), e ha introdotto nuove operazioni di rifinanziamento a lungo termine di emergenza pandemica (PELTRO) per le banche che raggiungono i limiti di offerta TLTRO, le banche con prestiti non ammissibili (immobili, prestiti a enti pubblici) e le banche per le quali sono operative anche le TLTRO complesso;
- 4 giugno 2020 - il Consiglio ha aumentato di 600 miliardi di euro il PEPP, portando il totale a 1350 miliardi di euro e lascia invariati i tassi d'interesse. Il PEPP sarà esteso almeno fino a fine giugno 2021 e in ogni caso continuerà finché la BCE non giudicherà che la crisi è finita.
- 10 settembre 2020 – il Consiglio ha deliberato una serie di ulteriori misure quali il mantenimento dei tassi di interesse ai livelli minimi per agevolare il raggiungimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi; la prosecuzione del PEPP confermando l'ammontare di 1.350 miliardi di euro per rendere più chiaro e lineare l'orientamento della politica monetaria; la conferma degli acquisti netti relativi all'APP per un valore di 20 miliardi di euro al mese fino a quando non sarà possibile rialzare i tassi di riferimento, la prosecuzione delle operazioni di rifinanziamento allo scopo di fornire il mercato della liquidità di cui necessita;

- 10 dicembre 2020 – il Consiglio ha aumentato di 500 miliardi di euro il PEPP, portandolo a 1.850 miliardi di euro ed estendendolo almeno sino alla fine di marzo 2022. Restano invariati i principali tassi di interesse e si confermano gli acquisti netti relativi all'APP per un valore di 20 miliardi di euro al mese.
- 28 ottobre 2021 – Il Consiglio conferma il PEPP sia nell'ammontare di 1.850 miliardi di euro, che nell'estensione almeno fino a marzo 2022. Continuano a restare invariati i principali tassi di interesse. Gli acquisti netti nell'ambito del APP proseguiranno a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro.

3.2 – LA NUOVA STRATEGIA DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE

L'8 luglio 2021 la BCE ha pubblicato una dichiarazione dal Consiglio direttivo che illustra la nuova strategia di politica monetaria approvata lo stesso giorno. Si conferma che per mantenere la stabilità dei prezzi è necessario perseguire a medio termine un obiettivo di inflazione del 2%, continuando a ritenere inopportuni scostamenti sia positivi che negativi da questo obiettivo. Gli strumenti convenzionali restano il pilastro della politica monetaria, tuttavia la forward guidance, il quantitative easing e le operazioni di rifinanziamento a più lungo

termine, ovvero strumenti non convenzionali continueranno ad essere utilizzati per contrastare il rischio di deflazione¹⁷.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) resta lo strumento più adeguato a misurare l'inflazione in maniera affidabile, tuttavia dovrà esser modificato per ricomprendere i costi relativi alle abitazioni occupate dai proprietari al fine di rappresentare meglio l'inflazione rilevante per le famiglie. Nel frattempo la BCE dovrà però utilizzare anche altre misure dell'inflazione che coprano questo aspetto¹⁸.

Una novità è rappresentata dal riconoscimento che il cambiamento climatico ha profonde implicazioni per la stabilità dei prezzi, Di conseguenza il Consiglio Direttivo si è impegnato a realizzare un ambizioso piano di azione connesso al clima¹⁹.

Nella riunione del 22 luglio 2021 il Consiglio Direttivo ha proseguito nella revisione della strategia della BCE introducendo la novità dell'impegno a correggere con pari aggressività eventuali differenze tra inflazione effettiva e target del 2% positivi e negativi, lasciando aperta la possibilità che temporaneamente, quando l'economia si trova molto vicina allo *zero lower bound* per i tassi di

¹⁷ Fonte:

https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monopol_strategy_statement.it.html

¹⁸Fonte: <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/inflation-measurement.it.html>

¹⁹Fonte: <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/climate-change.it.html>

interesse, l'inflazione effettiva sia moderatamente superiore al 2%, al fine di ancorare le aspettative inflazionistiche al target del 2% in modo tale da evitare che si radichino aspettative di inflazione inferiori al target, assicurandosi un come margine di sicurezza per scongiurare il rischio di deflazione.

Tenuto conto del contesto e a conferma della volontà di mantenere una posizione molto espansiva di politica monetaria, la BCE ribadisce la possibilità che in futuro l'inflazione resti moderatamente al di sopra del 2% per un certo periodo (BAGLIONI, 2021²⁰).

²⁰ <https://www.lavoce.info/archives/88741/bce-la-nuova-strategia-in-pratica/>

CONCLUSIONI

Il tema del mandato della BCE, ovvero la stabilità dei prezzi, si ripropone di fronte all'esplosione ad inizio 2020 della crisi pandemica da Covid-19 che ha portato e sta portando ancora a restrizioni nello spostamento delle persone e a reiterati periodi di lockdown e chiusure totali o parziali delle attività economiche. La pandemia ha determinato una crisi letteralmente devastante che ha portato la BCE a riproporre con maggiore vigore e convinzione le misure non convenzionali adottate per affrontare le crisi che si sono succedute a partire dal 2007.

I programmi OMT (2012) e PSPP (2015) sono stati impugnati legalmente in Germania. La Corte di giustizia dell'UE (CGUE) ha ritenuto che gli acquisti di attività siano uno strumento legittimo della BCE purché vi siano “tutele sufficienti”. La CGUE ha ritenuto che le garanzie presenti nell'OMT e nel PSPP garantissero il rispetto dei trattati. Quale scenario si apre ora sotto questo punto di vista? I programmi adottati per contrastare la pandemia garantiscono il rispetto dei trattati? Se si osservano i risultati della recentissima revisione della strategia della BCE, il Consiglio Direttivo ha pienamente confermato l'adozione di strumenti non convenzionali per assicurare la stabilità dei prezzi durante le recenti crisi economiche caratterizzate dalla bassa inflazione. Da non sottovalutare, come già osservato, il ruolo di una comunicazione efficace e adeguata quale ulteriore strumento di politica monetaria.

Il target del 2% per l'inflazione è diventato un vero obiettivo simmetrico, ossia le deviazioni positive e negative sono considerate ugualmente indesiderabili.

La storica espressione "below but close to 2 per cent" conteneva una potenziale asimmetria, infatti essendo definita come una fascia di valori limitata superiormente da un "tetto", lasciava intendere che la BCE volesse reagire più aggressivamente a sforamenti verso l'alto dell'inflazione effettiva rispetto al 2% (inflation gap positivi) piuttosto che a scostamenti verso il basso (inflation gap negativi) e questo nell'ultimo decennio ha rappresentato un elemento critico della strategia della BCE. Nell'attuale contesto vanno adottate misure di politica monetaria espansive, pertanto per la BCE è ora ammissibile che l'inflazione effettiva sia moderatamente superiore al 2% per un certo periodo: ciò al fine di ancorare le aspettative inflazionistiche al target del 2%. In sostanza il Consiglio direttivo ha confermato che gli strumenti non convenzionali sono necessari per raggiungere l'obiettivo principale della stabilità dei prezzi. Le cronache di questi giorni in effetti dimostrano che le politiche espansive stanno producendo i loro effetti: alcuni paesi dell'eurozona stanno recuperando meglio del previsto. Tuttavia si sta osservando nel contempo un aumento dell'inflazione che attualmente su base annua è stimata intorno al 3% nell'eurozona, la BCE ritiene che si tratti di picchi transitori. Certamente se la tendenza al rialzo inflazionistico si dovesse consolidare, questo potrebbe comportare un ripensamento dell'attuale politica monetaria espansiva, attenuando il ricorso agli strumenti non convenzionali.

BIBLIOGRAFIA

- P. ALESSANDRINI *Economia e politica della moneta* Il Mulino – Bologna 2015.
- P. ALESSANDRINI, L.PAPI, A.F. PRESBITERO, A. ZAZZARO *Crisi finanziaria globale, crisi sovrana e crisi bancaria: L'Italia e il confronto europeo* MoFiR Working paper no. 87 – Ancona 2013.
- A. DELIVORIAS *Monetary policy of the European Central Bank* European Parliamentary Research Service. 2015.
- S. MICOSSI *The Monetary Policy of the European Central Bank (2002-2015)*. Centre for European Policy Studies - Bruxelles 2015.
- P. HARTMAN, F. SMETS *The first twenty years of the European Central Bank: Monetary policy* ECB Working Paper, No. 2219 – Francoforte sul Meno 2016.
- G. CLAEYS *The European Central Bank in the COVID-19 crisis: Whatever it takes, within its mandate* Policy Contribution 09/2020.
- P. DE GRAWE *Economia dell'unione monetaria* Il Mulino – Bologna 2019.

SITOGRAFIA

<https://www.europarl.europa.eu/ftu>

<https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/esito-riesame-strategia-polmon/>

<https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/workstreams.it.html>

<https://www.lavoce.info/archives/88741/bce-la-nuova-strategia-in-pratica/>

<https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/borsaitaliana/italiana.htm>

<https://www.nasdaq.com/>

<https://www.esm.europa.eu>