



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**IL CAMBIO DI POLITICA DELL’UNIONE
EUROPEA: L’INTRODUZIONE DEL
NUOVO STRUMENTO TPI**

**THE EUROPEAN UNION POLICY CHANGE: THE
INTRODUCTION OF THE NEW TPI INSTRUMENT**

Relatore:
Prof. Roberto Esposti

Rapporto Finale di:
Francesco Assanti

Anno Accademico 2021/2022

INDICE

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO 1: LA POLITICA MONETARIA DELLA BCE	4
1.1 LA POLITICA ECONOMICA	4
1.2 BCE: RUOLO, FUNZIONI ED OBIETTIVI.....	5
1.3 STRUMENTI TRADIZIONALI DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE.....	9
1.4 STRUMENTI NON CONVENZIONALI DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE...12	
1.5 POLITICA MONETARIA DAL 2015.....	15
1.6 IL CAMBIAMENTO DI DIREZIONE DELL'ULTIMO ANNO.....	16
CAPITOLO 2: IL NUOVO STRUMENTO TPI.....	23
2.1 LE CARATTERISTICHE DEL NUOVO “SCUDO ANTI SPREAD”	23
2.2 LE DIFFERENZE TRA STRUMENTI “ANALOGHI”	28
CAPITOLO 3: FEDERAL RESERVE SYSTEM VS BCE.....	32
3.1 FEDERAL RESERVE SYSTEM.....	32
3.2 POLITICHE MONETARIE A CONFRONTO.....	35
CONCLUSIONI.....	38
BIBLIOGRAFIA E SITOLOGIA.....	39

INTRODUZIONE

Il fine di questo elaborato è quello di analizzare un nuovo strumento introdotto dalla BCE, il *Transmission Protection Instrument* (TPI), che sarà un'aggiunta al “*toolkit*” di Bruxelles per contrastare gli effetti della divaricazione dei differenziali fra i titoli di debito pubblico degli Stati membri dell'Eurozona. Lo scudo anti-spread è indicato come strumento ideato «al fine di sostenere l'efficace trasmissione della politica monetaria».

Sono partito dalla descrizione della Banca Centrale Europea e dall'analisi degli strumenti che l'organismo utilizza per attuare la propria politica monetaria, facendo una distinzione fra quelli convenzionali e quelli non convenzionali, di cui il TPI fa parte. Inoltre, ho brevemente argomentato su come sia completamente cambiata la politica monetaria negli ultimi periodi, in risposta al mutamento di scenario.

Infine, ho voluto introdurre il corrispondente organismo americano, il Federal Reserve System, evidenziando punti di raccordo e differenze tra le due politiche monetarie, quella europea e quella americana.

CAPITOLO 1: LA POLITICA MONETARIA DELLA BCE

1.1 LA POLITICA ECONOMICA

La politica economica è quella disciplina che studia gli effetti che interventi pubblici e privati hanno sul sistema economico di un paese o di un continente. La politica economica prefissa obiettivi da raggiungere nel breve, medio e lungo periodo. Quando facciamo riferimento al breve termine si presume che vi sia un'economia statica che, strutturalmente, non viene modificata dagli interventi di politica economica. Invece, quando si fa riferimento al medio e lungo periodo, si presuppone un'economia dinamica dove gli interventi di politica economica vanno ad alterare l'economia futura.

In ambito macroeconomico si pone l'attenzione su due tipologie di politica economica: quella fiscale e quella monetaria.

La politica fiscale spetta al governo e riguarda, ad esempio, l'ammontare della spesa pubblica e della tassazione.

Le decisioni di politica monetaria spettano alle banche centrali con finalità di contenimento dell'inflazione attraverso controlli sull'offerta di moneta o sui tassi di interesse.

Ci concentreremo principalmente sulla politica monetaria della Banca Centrale Europea.

1.2 BCE: RUOLO, FUNZIONI ED OBIETTIVI

La Banca Centrale Europea è l'Istituto che dal 1998, con il trattato sull'Unione Europea, si occupa della politica monetaria dell'Eurozona. La BCE ha iniziato ad operare dal primo gennaio 1999 con l'introduzione della moneta unica e attraverso il trasferimento delle politiche monetarie dai paesi aderenti alla Banca Centrale Europea. Attualmente è formata da 19 stati membri dell'Unione Europea che hanno deciso di abbandonare la propria valuta nazionale a favore dell'euro, ai quali si è aggiunto dal 1° gennaio 2023 anche la Croazia. La BCE insieme alle banche centrali nazionali di tutti gli Stati membri dell'UE costituiscono il SEBC, ovvero il Sistema europeo di banche centrali, anche se solo i Governatori delle banche centrali nazionali che hanno adottato l'euro possono prendere parte al processo decisionale della politica monetaria dell'eurosistema. Questa differenziazione è importante poiché alcune disposizioni del trattato sull'Unione Europea fanno riferimento al SEBC piuttosto che all'Eurosistema, in quanto il trattato sul funzionamento dell'Unione Europea era stato elaborato con l'ottica che tutti gli stati dell'UE aderissero all'euro; per cui, non solo le disposizioni del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TFUE) riguardanti il sistema europeo di banche centrali non possono essere applicate dai paesi dell'Unione Europea che non hanno accettato l'euro, ma questi avranno anche una politica monetaria autonoma finché non

aderiranno all'Euro. La BCE è un'istituzione indipendente, sancito anche dall'articolo 130 del TFUE, secondo cui "... né la Banca centrale europea né una banca centrale nazionale né un membro dei rispettivi organi decisionali possono sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni, dagli organi o da organismi dell'Unione, dai governi degli Stati membri né da qualsiasi altro organismo. Le istituzioni, gli organi e gli organismi dell'Unione nonché i governi degli Stati membri si impegnano a rispettare questo principio e a non cercare di influenzare i membri degli organi decisionali della Banca centrale europea o delle banche centrali nazionali nell'assolvimento dei loro compiti".

La sua indipendenza verte su cinque pilastri principali sanciti dallo statuto del SEBC e dal TFUE:

- 1) indipendenza istituzionale: la BCE non può accettare alcuna istruzione dalle istituzioni, governi o altri organismi. Allo stesso tempo, ai governi degli Stati membri e alle altre istituzioni dell'UE non viene concesso di influenzare le decisioni della BCE;
- 2) indipendenza personale: ai membri del Comitato esecutivo viene garantita protezione nello svolgimento dei propri compiti e posso essere allontanati solo esclusivamente in caso di colpa grave; questo permette loro di operare ed assumere decisioni in modo responsabile ed imparziale;

3) indipendenza funzionale e operativa: lo Statuto attribuisce alla Banca Centrale Europea tutte le competenze tali da conseguire l'obiettivo principale della stabilità dei prezzi;

4) indipendenza finanziaria e organizzativa: la BCE ha un bilancio proprio, indipendente rispetto a quello della Comunità europea e ciò consente di mantenere l'amministrazione della BCE indipendente dalle risorse finanziarie comunitarie. Per quanto riguarda l'organizzazione, viene concesso alla BCE di organizzare la propria struttura interna come ritiene opportuno;

5) indipendenza giuridica: la BCE gode di personalità giuridica e può aderire alla Corte di giustizia dell'Unione Europea per far valere la propria indipendenza.

Il processo decisionale all'interno dell'eurosistema si avvale del Comitato esecutivo, del Consiglio direttivo, del Consiglio generale ed infine dal Consiglio di vigilanza.

Il Comitato esecutivo comprende il presidente e vicepresidente della BCE più altri quattro membri nominati dal Consiglio europeo a maggioranza qualificata ogni otto anni. Il Comitato esecutivo si occupa principalmente di attuare la politica monetaria, impartendo anche alle Banche centrali nazionali le dovute indicazioni. Inoltre, si occupa anche di preparare gli incontri del Consiglio direttivo e cura gli affari della BCE.

Il Consiglio direttivo è il principale organo decisionale della BCE ed è composto dai sei membri del Comitato esecutivo e dai governatori delle banche centrali nazionali che hanno adottato la moneta unica. L'obiettivo primario del Consiglio direttivo è quello di prendere decisioni per attuare al meglio la politica monetaria dell'eurosistema.

Il Consiglio generale, oltre a comprendere i sei membri del Comitato esecutivo e tutti i governatori nazionali che hanno adottato l'euro, include anche i governatori di tutte le banche centrali nazionali all'interno dell'Unione Europea. Al Consiglio generale vengono attribuiti compiti come la raccolta di informazioni statistiche e la redazione del rapporto annuale della BCE.

Infine, il Consiglio di vigilanza, composto dal presidente e vicepresidente, quattro rappresentanti della BCE e dai rappresentanti delle autorità di vigilanza nazionali, ha l'obiettivo di difendere la sicurezza e la solidità del sistema bancario europeo

Il primario scopo della politica monetaria della BCE è il mantenimento della stabilità dei prezzi dell'Eurozona attraverso il controllo sull'inflazione; il Consiglio direttivo della BCE ritiene che il miglior modo per mantenere la stabilità dei prezzi sia quello di perseguire un livello di inflazione pari al 2% nel medio periodo.

In aggiunta a questo obiettivo, la Banca Centrale Europea ha altre finalità; tra cui:

- definire e attuare la politica monetaria dell'Unione;
- svolgere le operazioni sui cambi
- detenere e gestire le riserve auree degli Stati membri;
- promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento.

1.3 STRUMENTI TRADIZIONALI DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE

Per attuare la propria politica monetaria, la BCE dispone di molti strumenti: il principale è quello di agire sui tassi di interesse. I tassi di interesse ufficiali sono strumenti finanziari volti a contrastare l'inflazione: tassi relativamente bassi portano al sistema maggiore liquidità, al contrario tassi più alti comportano una riduzione di domanda di liquidità da parte delle banche.

Esistono tre tipi di tassi di interesse ufficiale:

- tasso di rifinanziamento: determina il costo del credito che le banche centrali concedono alle banche commerciali;
- tasso di prestito marginale: rappresenta il tasso di interesse che le banche commerciali versano alla banca centrale per i prestiti di brevissimo periodo (overnight);
- tasso di deposito: si può definire come il tasso che la BCE paga sui depositi overnight delle banche private.

Tra gli strumenti più tradizionali, definiti appunto convenzionali, possiamo trovare: le operazioni di mercato aperto, le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e la detenzione di riserve obbligatorie. Questi strumenti vengono definiti “convenzionali” in quanto forniscono prestiti o depositi su tempi molto brevi, con scadenza massima a tre mesi. Le operazioni di mercato aperto vengono utilizzate dalla BCE con cadenza regolare per modificare la moneta in circolazione. Consistono nella compravendita di titoli nei confronti di controparti autorizzate e sono operazioni fondamentali per orientare i tassi di interesse e per segnalare l’orientamento della politica monetaria. Chi dà inizio a queste transazioni è la banca centrale stessa che fisserà anche le modalità con cui dovranno svolgersi, indicando sia la scadenza che il tasso di interesse. Il portare a termine un’operazione di mercato aperto genera un impatto sia sul sistema bancario ma anche sul bilancio della banca centrale poiché ipotizzando un acquisto sul mercato aperto, si darà origine ad una riduzione dell’attivo del sistema bancario dovuto alla presenza di meno titoli in circolazione, ma allo stesso tempo si registrerà un aumento delle riserve dovuto al pagamento dei titoli della banca centrale. Contrariamente la banca centrale registrerà un aumento dei titoli in portafoglio che andrà ad incrementare l’attivo patrimoniale. Per cui l’acquisto di titoli sul mercato aperto impatterà positivamente sia sulle riserve che sui depositi del sistema bancario.

Le operazioni di mercato aperto sono di diverso tipo; prima di tutto ci sono quelle di rifinanziamento principale che consistono in regolari immissioni di liquidità con frequenza e scadenza settimanale con l'obiettivo di orientare i tassi di interesse nel breve termine e gestire la liquidità. Queste immissioni di liquidità avvengono attraverso delle aste e possono distinguersi a tasso fisso oppure variabile. Nel caso del tasso fisso sarà la stessa banca centrale a stabilire la quantità di finanziamento. Per quanto riguarda nelle variabili la banca centrale fissa un tasso di interesse minimo a cui le controparti possono piazzare le proprie offerte. Di più lunga durata sono le operazioni di rifinanziamento a lungo termine e di fine tuning. Le prime consistono in operazioni di immissione di liquidità con durata di tre mesi fornendo così al settore finanziario un rifinanziamento supplementare a più lungo termine. Quelle di fine tuning non hanno una scadenza prestabilita ma nascono allo scopo di regolare fluttuazioni delle liquidità e dei tassi di interesse. Per quanto riguarda le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, queste consentono alle istituzioni creditizie di compensare i propri squilibri di liquidità, sia in eccesso che in difetto. I tassi di queste operazioni sono decisi dalla BCE: tassi bassi, nel caso in cui desideri invogliare le banche private ad indebitarsi, al contrario tassi alti nel caso in cui desideri che le banche private investano le loro disponibilità

monetarie. Sono operazioni di brevissima durata, definite *overnight* in quanto hanno la durata massima di un giorno.

L'ultimo strumento convenzionale è la riserva obbligatoria. L'Eurosistema impone alle banche di detenere una percentuale delle proprie passività sotto forma di depositi presso la banca centrale nazionale. L'obiettivo di questa riserva è quello di stabilizzare i tassi di interesse a breve termine e creare un fabbisogno di liquidità nel sistema bancario.

Gli strumenti tradizionali avendo una durata breve hanno una capacità di azione limitata. Difatti, quando la BCE ha necessità di manovrare grandi quantità di denaro in circostanze di particolare bisogno, gli strumenti convenzionali risultano poco efficaci poiché servirebbero moltissime operazioni a ciclo continuo. Per questo motivo sono stati creati gli strumenti non convenzionali con una durata più lunga e la possibilità di prestare denaro anche agli Stati e alle normali aziende, non solo alle banche.

1.4 STRUMENTI NON CONVENZIONALI DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE

Durante periodi di profonda crisi economica, gli strumenti convenzionali non sempre da soli sono sufficienti. In recessione il tasso di interesse fissato dalla BCE è prossimo allo zero, poiché con tassi bassi le famiglie

dovrebbero essere più propense a consumare ed indebitarsi mentre le imprese dovrebbero essere più stimolate ad investire. Tuttavia, se si raggiunge un tasso di interesse pari allo zero la Banca Centrale si trova impossibilitata a continuare con tale manovra qualora il livello di inflazione si riduca ulteriormente. Dal 2009 sono stati attuati vari programmi di acquisto di attività con l'obiettivo di sostenere la crescita nell'Eurozona e mantenere un tasso di inflazione stabile al 2%: il più importante è l'acquisto di attività finanziarie a medio e lungo termine. Questa manovra può essere attivata tramite l'acquisto di sole attività finanziarie del settore privato, *Credit Easing*, oppure può riguardare anche l'acquisto di titoli di Stato, *Quantitative Easing* (QE).

Il *Quantitative Easing* (o anche detto alleggerimento quantitativo) rientra tra le manovre di politica monetaria espansiva, volte ad immettere più denaro nel mercato ed aumentare l'offerta di moneta al fine di stimolare la crescita economica, produttiva, nonché dell'occupazione e dell'inflazione.

Il *Quantitative Easing* segue uno schema specifico: la BCE crea nuovo denaro emettendo moneta; l'emissione di nuova moneta avviene attraverso l'acquisto di titoli sia a breve che a lunga scadenza. I titoli possono essere di stato oppure può trattarsi di acquisto di attività finanziarie delle banche.

Con l'acquisto dei titoli il prezzo aumenta e conseguentemente il tasso di rendimento diminuisce; l'acquisto di titoli genera nuova liquidità alle banche, riducendo gli interessi bancari relativi ai mutui delle famiglie e ai debiti che le famiglie hanno nei confronti delle banche. Tutto questo genera una maggiore propensione al consumo delle famiglie e un aumento dei consumi.

A livello teorico questa manovra dovrebbe garantire molti benefici ma, nella pratica, bisogna tenere in considerazione il fatto che il denaro che arriva alle banche dal QE non necessariamente può essere trasferito nell'economia reale. Le banche potrebbero anche decidere di impiegare quel denaro in depositi del tutto privi di rischio andando così ad eliminare i benefici della manovra.

Questa manovra, tuttavia, va controllata e la Banca Centrale Europea non può ricorrere troppo rapidamente al QE per aumentare l'offerta di denaro. L'eccesso di moneta può comportare una svalutazione della moneta, con una crescita dell'inflazione. Tuttavia, se l'inflazione cresce secondo tassi di crescita ritenuti "sani" la manovra si rileva efficace in quanto uno dei principali pericoli dell'economia moderna è la deflazione.

Con il termine deflazione si intende la riduzione generalizzata dei prezzi che aumentano il potere di acquisto nel breve periodo, ma con effetti recessivi nel medio e lungo periodo. Questi effetti si traducono in una

impossibilità da parte delle imprese di coprire i costi, riducendo occupazione ed investimenti

In ultimo, i titoli di stato possono risultare meno appetibili se il loro rendimento diminuisce, con una conseguente spinta degli investitori in mercati azionari. Tutto questo potrebbe portare all'aumento delle quotazioni in borsa innescando bombe speculative.

Il primo alleggerimento quantitativo realizzato dalla BCE è iniziato nel marzo del 2015, dopo anni di politiche convenzionali. È stato annunciato da Mario Draghi il 22 gennaio 2015; gli acquisti di titoli sono iniziati nel mese di marzo dello stesso anno. Inizialmente la spesa mensile prevista era di 60 miliardi di euro anche se negli anni successivi è stato modificato sia l'ammontare che la durata. A fine dicembre 2018 si è concluso il programma anche se un anno dopo, Mario Draghi ha annunciato di riprendere gli acquisti ad un ritmo di 20 miliardi di euro dal primo novembre 2019.

1.5 POLITICA MONETARIA DAL 2015

Abbiamo visto come l'obiettivo principale della Banca Centrale Europea sia quello di mantenere la stabilità i prezzi. Se il livello generale dei prezzi rimane costante l'economia è più efficace, in quanto il denaro mantiene il suo valore: sarà più facile per i cittadini e per le imprese pianificare le proprie spese ed investimenti; il beneficio sarà di

conseguenza per l'economia, che crescendo genera occupazione e prosperità.

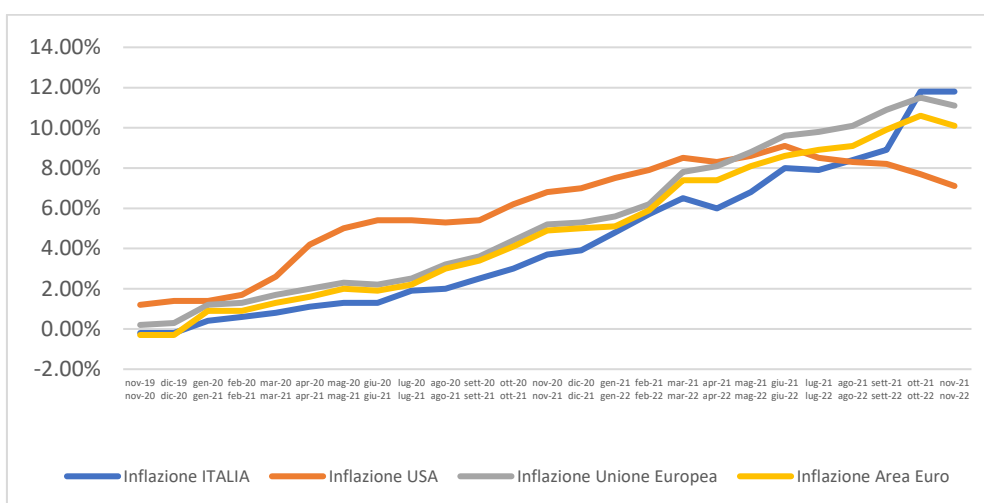
Il panorama economico, negli ultimi anni, ha subito dei cambiamenti e appare alquanto diverso rispetto a quando era stata pianificata la prima strategia di politica monetaria europea. Nel periodo dal 1999 al 2012 l'inflazione si è mantenuta al livello obiettivo del 2% mentre la crescita si è attestata all'1,1% tra il 2013 e il 2019 in un contesto di deflazione.

Questa pressione al ribasso sull'inflazione è stata causata da diversi shock, come per esempio la crisi finanziaria globale e quella dei debiti sovrani. Inoltre, negli ultimi anni la pandemia da coronavirus ha ampliato questa tendenza al ribasso dell'inflazione. Dunque, negli ultimi anni anziché contenere la crescita dell'inflazione si è pensato a come contrastarne una riduzione troppo marcata. Per questo motivo negli ultimi anni le politiche non convenzionali hanno sempre avuto più importanza.

1.6 IL CAMBIAMENTO DI DIREZIONE DELL'ULTIMO ANNO

Nell'ultimo anno, la Banca Centrale Europea ha invertito la sua rotta e sta proseguendo sulla strada di una politica monetaria meno espansiva, finalizzata a ribaltare l'inflazione (si veda grafico seguente):

Graf. 1.1 – Serie storica tasso inflazione nei diversi paesi



Fonte: elaborazioni su dati estratti dal sito <https://www.rivaluta.it>

Difatti, per la prima volta da oltre dieci anni, come si può vedere dalla tabella 1.2, il Consiglio direttivo della BCE ha aumentato i tassi di interesse.

Tab. 1.2 – Serie storica Tasso di Riferimento

Data Modifica	Tasso riferimento	Data Modifica	Tasso riferimento
22/12/2022	2,50%	14/03/2007	3,75%
02/11/2022	2,00%	13/12/2006	3,50%
04/10/2022	1,25%	11/10/2006	3,25%
27/07/2022	0,50%	09/08/2006	3,00%
16/03/2016	0,00%	15/06/2006	2,75%
04/09/2014	0,05%	08/03/2006	2,50%
06/06/2014	0,15%	06/12/2005	2,25%
07/11/2013	0,25%	06/06/2003	2,00%
02/05/2013	0,50%	07/03/2003	2,50%
29/06/2012	0,75%	06/12/2002	2,75%
04/12/2011	1,00%	09/11/2001	3,25%
03/11/2011	1,25%	18/09/2001	3,75%
07/07/2011	1,50%	31/08/2001	4,25%
07/04/2011	1,25%	11/05/2001	4,50%
01/01/2010	1,00%	06/10/2000	4,75%
08/04/2009	1,25%	01/09/2000	4,50%
11/03/2009	1,50%	09/06/2000	4,25%
21/01/2009	2,00%	28/04/2000	3,75%
10/12/2008	2,50%	17/03/2000	3,50%
12/11/2008	3,25%	04/02/2000	3,25%
15/10/2008	3,75%	05/11/1999	3,00%
09/07/2007	4,25%	09/04/1999	2,50%
13/06/2007	4,00%	01/01/1999	3,00%

Fonte: <https://mutuionline.24oreborsaonline.ilsole24ore.com/guide-mutui/tasso-bce.asp>

Con l'aumento dei tassi di interesse, aumenterà il costo del denaro, facendo circolare meno valuta e l'inflazione tenderà a diminuire.

Nel corso dell'anno sono stati annunciati interventi programmati all'aumento dei tassi di interesse, andando ad aumentare sia quello principale, sia quello marginale e quello sui depositi.

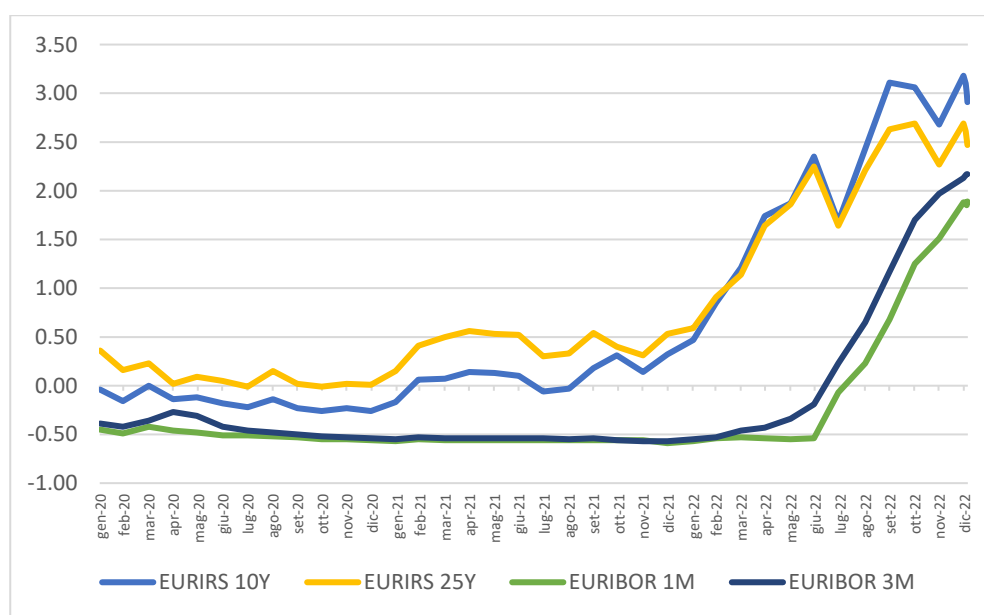
Attualmente i tassi di interesse di riferimento sono rispettivamente: 2.5% quello di rifinanziamento principale, 2% quello sui depositi e del 2.75% quello sui prestiti marginali. con effetto dal 15 dicembre 2022, anche se Christine Lagarde, presidente della BCE, ha già espresso l'intenzione di alzarlo ulteriormente finché l'inflazione non tornerà all'obiettivo prefissato del 2%. Come già accennato, non è una decisione facile poiché l'aumento dei tassi di interesse tenderà a frenare la crescita economica dell'Eurozona; è tuttavia questo lo strumento adatto per cercare di contrastare l'inflazione fuori controllo.

L'aumento dei tassi di interesse va a colpire anche la fiducia nell'economia e la ricchezza della popolazione. Poiché i mercati si muovono secondo delle aspettative, un aumento dei tassi di interesse è spesso correlato ad un segnale di fiducia nell'economia e questo può incoraggiare i consumi. Oltre a ciò, quando una banca centrale, in questo caso intendiamo quella europea, alza i tassi di interesse, lo fa secondo uno schema preciso e graduale e questo potrebbe incoraggiare le famiglie a prendere prestiti prima che continuino a salire. Di contro, se la banca

centrale alzasse i tassi per evitare una bomba speculativa si genererebbe una perdita di fiducia nell'economia. Per quanto riguarda l'effetto sulla ricchezza della popolazione, l'aumento del tasso di interesse implicherebbe maggiori costi nell'accensione di un finanziamento, per cui i prestiti saranno più onerosi e questo implicherebbe un maggiore risparmio da parte delle famiglie con una conseguente diminuzione dei consumi.

I primi ad accorgersi di questo rialzo sono gli intestatari dei mutui a tasso variabile: un rialzo dei tassi di riferimento del mercato renderà le rate del mutuo più salate. Per chi ha stipulato un contratto di mutuo a tasso fisso, invece, l'aumento dei tassi di interesse non darà alcuna apprensione in quanto il tasso viene fissato nel momento della stipula del contratto e rimarrà il medesimo per tutta la durata del finanziamento.

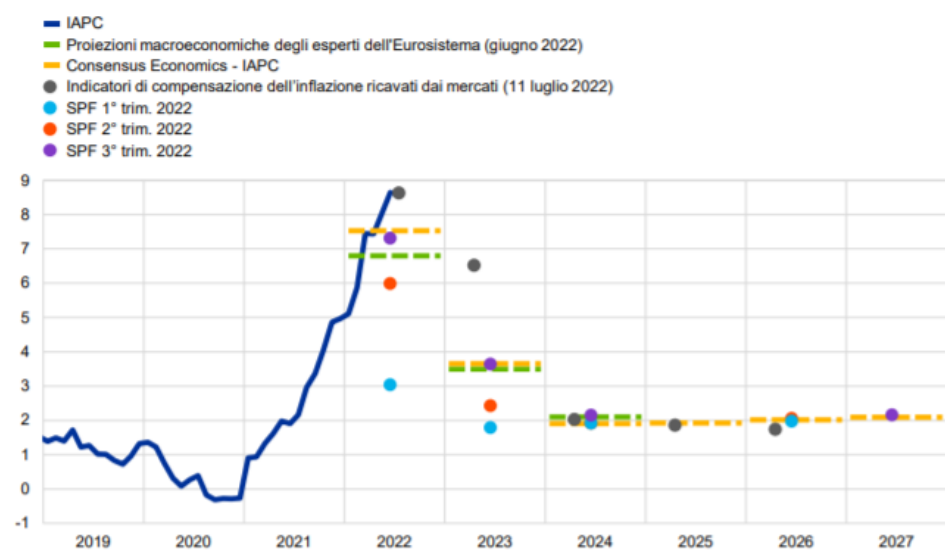
Graf. 1.3 – Serie storica Euribor e IRS



Fonte: elaborazioni su dati estratti dall'osservatorio tassi IlSole24ore

Chi invece si ritrova in questo momento a stipulare un mutuo a tasso fisso può avere qualche problema poiché l'IRS, il parametro di riferimento per questa tipologia di mutuo, è già cresciuto, triplicando il suo valore da inizio anno. Secondo l'analisi macroeconomica diffusa dalla BCE le proiezioni sulla crescita dei prezzi non lasciano ben sperare: le aspettative sull'inflazione nell'Eurozona per il 2022 si collocano all'8.4%, per poi ridursi al 6.3% nel 2023, al 3.4% nel 2024 e al 2.3% nel 2025.

Graf. 1.4 – Indicatori delle aspettative di inflazione desunti dalle indagini e indicatori di compensazione dell'inflazione ricavati dai mercati (variazioni percentuali sui dodici mesi).



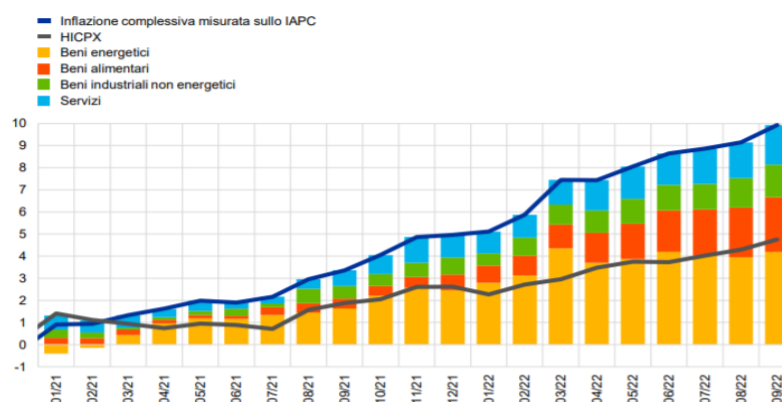
Fonte: BCE Bollettino economico 7 / 2022

La situazione attuale in cui ci troviamo va ad influenzare anche la crescita economica. Difatti la Bce prevede una recessione fra il quarto trimestre del 2022 e il primo trimestre del 2023 anche se comunica che

sia breve e poco profonda. Secondo le stime della Commissione nell'ultimo trimestre, la crescita subirà un calo dello 0.5% e rimarrà negativa, allo 0.1%, anche nel 2023.

L'inflazione che stiamo vivendo in questo periodo è il prodotto congiunto di fattori sul lato dell'offerta, tra cui la pandemia da Covid-19 e l'aumento del costo dell'energia per la guerra in Ucraina. Difatti dalla seconda metà del 2021 il prezzo del gas in Europa ha subito un incremento esponenziale, passando da circa 20 euro per megawattora ai 340 euro per megawattora di fine agosto. Un percorso simile è stato compiuto dal prezzo del petrolio che nel 2021 ha aumentato il suo prezzo del barile di circa il 50%. Tutti queste situazioni hanno contribuito ad innalzare del 40 % la componente energetica dell'indice dei prezzi al consumo nell'area euro mentre in Italia l'aumento ha subito un incremento del 70%.

Graf. 1.5 – Inflazione complessiva e relative componenti (variazioni percentuali sul periodo corrispondente, contributi in punti percentuali).



Fonte: BCE Bollettino economico 7 / 2022

Una piccola parentesi va dedicata al caso italiano. Per quanto riguarda la crescita economica, grazie all'ottima performance registrata nei primi tre trimestri, la crescita del PIL reale per il 2022 è prevista al 3.8%. Questo valore calerà drasticamente nel 2023, fissandosi allo 0.3% per poi risalire nel 2024 all'1.1%. L'aumento dei prezzi invece subirà un incremento, soprattutto per quanto riguarda l'approvvigionamento energetico, e si fisserà all'8.7% per il 2022 per poi calare nel 2023 fino a raggiungere il 2.3% nel 2024.

Contestualmente a questi aumenti, in Italia si registrano rallentamenti sul mercato del lavoro, dove i settori maggiormente colpiti sono quelli della manifattura e dell'edilizia, nonché in settori come turismo e commercio. Difatti secondo le stime dell'ISTAT il tasso di disoccupazione subirà un rialzo e si stabilizzerà all'8.2% nel 2023.

CAPITOLO 2: IL NUOVO STRUMENTO TPI

2.1 LE CARATTERISTICHE DEL NUOVO “SCUDO ANTI SPREAD”

Attraverso il comunicato stampa del 21 luglio 2022, il Consiglio direttivo della BCE ha previsto ulteriori misure allo scopo di garantire una riduzione dell'inflazione verso l'obiettivo del 2%. Non solo si è limitato ad aumentare ulteriormente i tre tassi di interesse di riferimento della Bce, ma ha anche posto le basi per un nuovo meccanismo, attraverso il quale si cercherà di limitare i differenziali di tasso fra i paesi dell'Eurozona: il *Transmission Protection Instrument* (TPI). Questo strumento sostiene la trasmissione della politica monetaria della Bce in tutti i Paesi dell'Eurozona e si attiverà solamente a determinate circostanze; ogniqualvolta il Consiglio direttivo lo riterrà opportuno e permetterà di effettuare acquisti sul mercato secondario di titoli di Stato. L'acquisto di questi titoli, principalmente del settore pubblico emesse da Governi centrali o regionali, dovrà avvenire in quei paesi i cui tassi di interesse hanno subito un aumento ingiustificato tale da mettere a rischio la trasmissione della politica monetaria: in sostanza, se un paese dell'Eurozona ha difficoltà a finanziarsi in quanto non riesce a vendere i suoi titoli di Stato a tassi convenienti, sarà la Banca Centrale Europea ad intervenire acquistando di fatto questi titoli. Se necessario gli interventi potranno essere estesi anche ad acquisti del settore privato. L'acquisto potrà avvenire in maniera illimitata, con scadenza da uno a dieci anni,

dovrà rispettare una valutazione comprendente diversi criteri anche se la decisione di attivare gli acquisti del TPI rimarrà a discrezione del Consiglio direttivo nella misura ritenuta proporzionale al raggiungimento primario della stabilità dei prezzi nel medio termine.

I quattro criteri che stabiliranno che i paesi interessati perseguano politiche fiscali ed economiche finalizzate alla sostenibilità e solidità sono:

1) il paese interessato non deve essere sottoposto ad una procedura per disavanzo eccessivo: procedura con la quale l'Unione europea adotta misure per far sì che uno stato torni ad avere una solidità finanziaria correggendo livelli eccessivi di disavanzo di bilancio o di debito pubblico. Nel recente passato ridurre il rapporto debito/PIL è stato particolarmente difficile per l'Italia. Prima che le regole fiscali europee fossero sospese a causa della pandemia, nel giugno 2019, la Commissione europea aveva stabilito una mancata riduzione del debito nel 2018 con la possibilità di una procedura di infrazione;

2) il paese non deve essere sottoposto ad una procedura per squilibri macroeconomici eccessivi: istituita dall'Unione europea nel 2011 tale procedura di sorveglianza mira alla correzione degli squilibri macroeconomici negli Stati membri, facendo attenzione particolare ai potenziali effetti di ricaduta sugli altri Stati membri;

3) il debito pubblico del paese in oggetto dovrà seguire un percorso sostenibile, secondo una valutazione fatta dalla Bce stessa, insieme, ove disponibile, alle analisi della Commissione europea, del Meccanismo Europeo di Stabilità e del Fondo Monetario Internazionale.

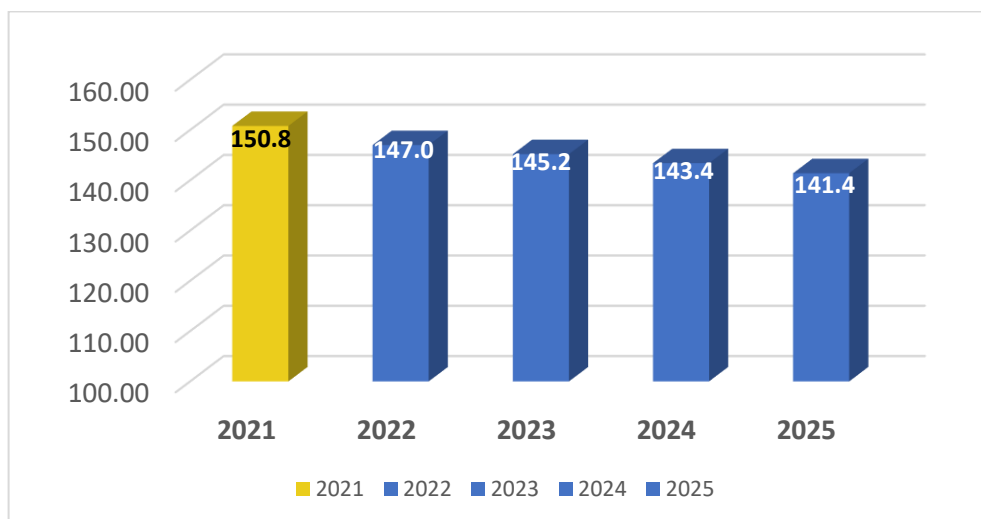
4) il paese dovrà rispettare gli impegni presi con il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza e con la Commissione europea nell'ambito del Semestre europeo, primi sei mesi di ogni anno in cui gli Stati membri allineano le proprie politiche economiche e di bilancio alle norme a livello comunitario.

Tre di questi criteri sono oggettivi, come il rispetto delle regole fiscali europee, il rispetto delle regole relative agli squilibri macroeconomici e degli impegni presi con il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza, diversamente dalla sostenibilità del debito pubblico del paese, criterio che invece gode di molta discrezionalità. Però per un paese ad alto debito sotto attacco speculativo è la BCE stessa che stabilisce se il debito del paese in questione è sostenibile o meno. Questa eccessiva discrezionalità che si è attribuita la BCE non è passata inosservata. Per stabilizzare le aspettative degli operatori finanziari una banca centrale si dovrebbe comportare in maniera trasparente e prevedibile, cosa che in questo caso la BCE non è stata affatto.

Con queste quattro condizioni i mercati hanno ripreso a puntare i riflettori sul debito pubblico europeo, e in particolare su quello italiano.

Per affrontare le conseguenze della pandemia e della guerra in Ucraina, tutti i Paesi che hanno potuto, hanno optato sia per politiche fortemente espansive, ma anche per un aumento deciso della spesa pubblica. Conseguentemente a questo, per la prima volta, il rapporto debito pubblico/PIL a livello mondiale ha sfiorato la soglia del 100%. In Europa, la situazione è analoga, la media europea è passata dal 79% del 2019 a quasi il 95% del secondo trimestre del 2022.

Graf. 2.1 – Evoluzione del rapporto debito/PIL nelle stime DEF

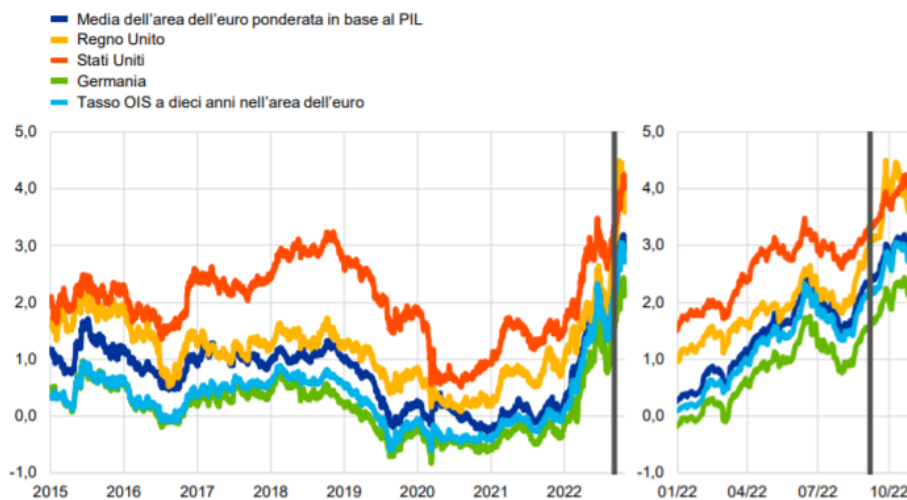


Fonte: elaborazioni su dati MEF

L'adozione di questa misura è stata fondamentale a rendere meno tese le condizioni sui mercati del debito sovrano.

In effetti grazie all'introduzione di questo strumento i differenziali di rendimento tra i titoli di Stato dei paesi più esposti a tensioni e quelli tedeschi si sono ridotti, invertendo la tendenza al rialzo che avveniva da inizio anno.

Graf. 2.2 – Rendimenti dei titoli di Stato decennali e tasso OIS a dieci anni basato sull'€STR (valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE Bollettino economico 7/ 2022

Questo strumento sarà sufficiente ad arginare eventuali attacchi speculativi contro il debito pubblico di un paese membro? Secondo Angelo Baglioni, docente ordinario di Economia Politica presso l'Università cattolica di Milano, quello che si può constatare è che, siccome questo strumento prevede una notevole dose di discrezionalità nel suo utilizzo, sarà tanto più efficace quanto maggiore sarà la volontà del Consiglio direttivo della Bce di metterlo in pratica. Inoltre, molto dipenderà anche dagli stati membri che dovranno rispettare tutti i criteri sopraindicati.

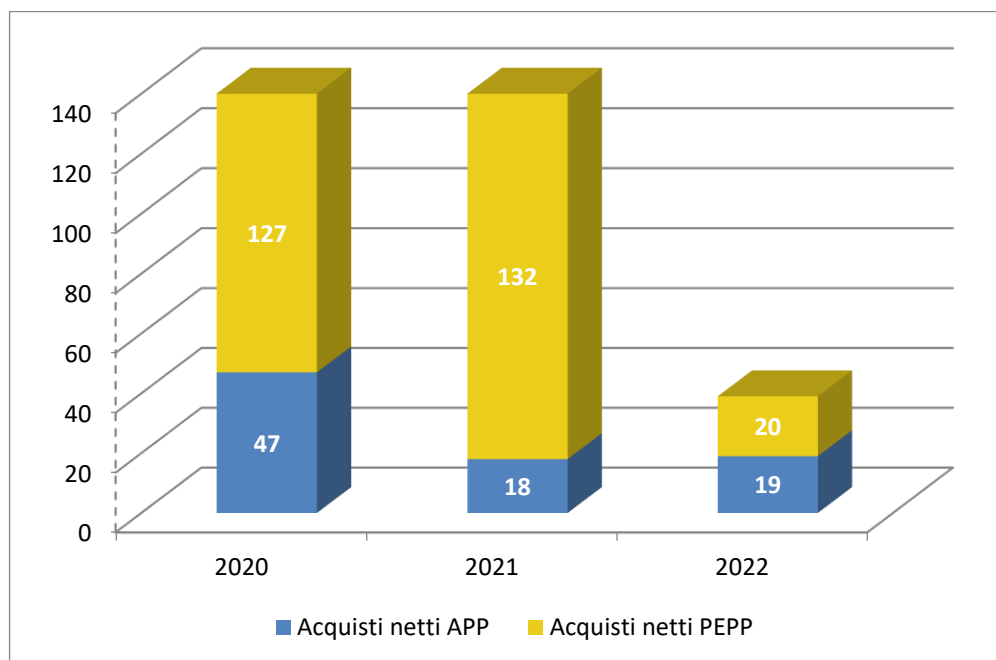
Dal punto di vista tecnico, lo scudo anti-spread va di proprio passo rispetto la manovra che la BCE sta facendo sui tassi di interesse. La finalità di agire sui tassi di interesse serve a determinare il grado di

restrizione oppure di espansione monetaria: nel primo caso per scoraggiare la domanda aggregata e contrastare l'inflazione, nel secondo caso per stimolare la domanda aggregata e l'inflazione. Finalità diverse per lo scudo anti-spread che ha lo scopo di sostenere la trasmissione della politica monetaria in tutta l'area euro onde evitare che gli spread si amplino troppo e per motivi speculativi.

2.2 LE DIFFERENZE TRA STRUMENTI "ANALOGHI"

Il TPI accompagna due strumenti anti-spread già esistenti che però non sono stati considerati sufficienti. Il primo è il riacquisto flessibile dei titoli comprati dalla Bce con il programma Peep.

Graf. 2.3 – Acquisti netti della BCE di titoli di debito pubblico italiano (valori in mld di euro)



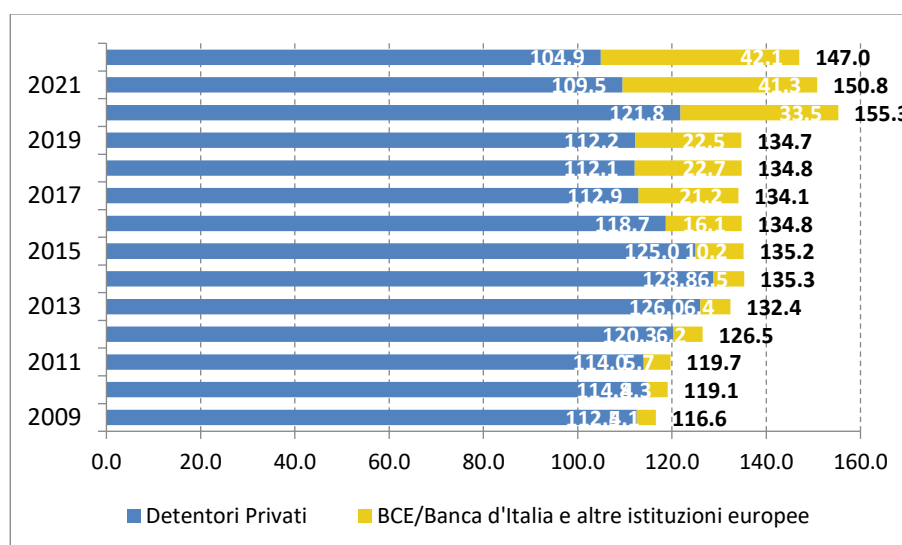
Fonte: elaborazioni su dati BCE e MEF

Questo programma è stato introdotto nel marzo 2020 quando è stata la BCE ad attivarlo per contrastare gli effetti della pandemia. Attraverso il Peep la BCE acquista attività sui mercati finanziari andando ad influenzare i prezzi delle attività che salendo vanno a ridurre i tassi di interesse nel mercato.

Tramite il programma Peep (ed anche tramite l'Asset Purchase Programme APP sospeso il primo di luglio), la BCE ha effettuato acquisti netti di titoli del debito pubblico italiano per 363.

Per effetto di questi acquisti (e quindi senza considerare gli eventuali ulteriori nuovi acquisti che potrebbero essere effettuati tramite i nuovi strumenti), si stima che a fine 2022 la BCE, congiuntamente insieme alle altre istituzioni europee, deterrà il 29% circa del debito pubblico italiano, che corrisponde al 42,1% del Pil.

Graf. 2.4 – Debito pubblico in percentuale del PIL



Fonte: elaborazioni su dati BCE e Banca d'Italia definitivi fino al 2021 e stime per 2022

La quota sarà quasi raddoppiata rispetto al periodo pre-pandemia, soprattutto per effetto del Peep.

Rispetto ad altri programmi di acquisto di attività il Pepp si caratterizza per una serie di motivi:

- È flessibile in quanto la BCE può decidere in modo del tutto discrezionale in quale momento, che tipo di attività acquistare e in quale paese. In questo modo la BCE riesce a rispondere in modo del tutto tempestivo ai cambiamenti delle condizioni finanziarie ed economiche;
- È regolabile poiché la dotazione iniziale di 750 miliardi di euro è stata rivista ed è stata ampliata nel corso di questi due anni fino a 1.850 miliardi di euro;
- È trasparente per cui la BCE rende note molte informazioni a riguardo l'acquisto di attività attraverso la pubblicazione dei titoli acquistati ogni settimana;
- È temporaneo perché non ha una scadenza precisa, ma resterà in piedi fino a che l'emergenza pandemica non sarà finita.

Il secondo strumento anti-spread già esistente è rappresentato dalle *outright monetary transactions* (OMT) introdotte nel 2012 dall'ex governatore della BCE Mario Draghi. Il programma prevedeva l'acquisto potenzialmente illimitato di Titoli di Stato da parte della BCE, a patto che i Paesi europei interessati avviino un processo di risanamento secondo le condizioni del Meccanismo Europeo di Stabilità.

Tra TPI e il precedente OMT esistono forti analogie: tutti e due contemplano acquisti di debito sovrano selettivi, tutti e due perseguono l'obiettivo di assicurare una corretta trasmissione della politica monetaria della BCE, contrastando andamenti speculativi o comunque disordinati del mercato. Vista la presenza di questi forti elementi di identità, è lecito chiedersi perché la BCE abbia optato per l'introduzione del nuovo strumento anziché avvalersi di quello esistente.

CAPITOLO 3: FEDERAL RESERVE SYSTEM VS BCE

3.1 FEDERAL RESERVE SYSTEM

Il Federal Reserve System anche detto Federal Reserve (FED) è la banca centrale degli Stati Uniti d'America, creata nel 23 dicembre 1913 con la firma del Federal Reserve Act da parte del presidente di allora Woodrow Wilson. La FED è composta da un organo di centrale importanza come il Board of Governors e da dodici Federal Reserve Banks situate nelle maggiori città del paese con lo scopo di vigilare principalmente sull'operato delle istituzioni finanziarie e di concedere servizi bancari agli istituti di deposito. Il Board of Governors è il comitato direttivo le cui funzioni sono molteplici e riguardano principalmente l'attuazione della politica monetaria. Le banche della Federal Reserve gestiscono gli affari monetari nei propri distretti finanziari. L'ultimo organo che fa parte della FED è il Federal Open Market Committee (FOMC) che gestisce principalmente le operazioni di mercato aperto e interviene economicamente qualora sorgano necessità. Inoltre, il FOMC è il responsabile della politica monetaria degli Stati Uniti d'America. Caratteristica fondamentale di questa banca è l'indipendenza: la Federal Reserve lavora e prende decisioni indipendentemente dal governo degli Stati Uniti e dal suo Presidente; solamente il Congresso degli Stati Uniti supervisiona le operazioni della FED. I principali canali di competenza della FED menzionati nel Federal Reserve Act sono molteplici, variando

dagli strumenti per la gestione della politica monetaria all'attività di vigilanza e controllo. Per quanto riguarda l'attuazione della politica monetaria, la FED mira alla piena occupazione, alla stabilità dei prezzi e alla riduzione del tasso di interesse di lungo periodo. Oltre ad attività per la gestione della politica monetaria, i compiti della FED riguardano anche attività di controllo e vigilanza sull'operato di numerose istituzioni finanziarie al fine di tutelare il consumatore nelle transazioni finanziarie e garantire la stabilità e solidità dei mercati finanziari. I principali strumenti di cui la banca dispone per l'attuazione della propria politica monetaria sono essenzialmente tre: le operazioni di mercato aperto, la fissazione del tasso di sconto e gli obblighi di riserva. Il Board of Governors è responsabile per il tasso di sconto e per gli obblighi di riserva, mentre le responsabilità sulle operazioni di mercato aperto ricadono sul Federal Reserve di New York.

Le istituzioni guidate da Jay Powell, presidente della FED, e Christine Lagarde, governatrice della BCE, si differenziano molto fra di loro. Differenze che sorgono per la natura dei mercati che si trovano a fronteggiare, per il rapporto con la politica fiscale e per quello con i titoli di debito governativi. Le scelte della Federal Reserve sono indirizzate dalla maggiore efficienza dei mercati finanziari americani utilizzati anche dalle società per finanziare il proprio debito, per cui le scelte di politica monetaria americane saranno finalizzate a garantire liquidità dei

titoli di debito a breve termine. Per quanto riguarda la politica monetaria dell'Eurozona gli interventi sono indirizzati all'assicurare sufficiente quantità di denaro alle banche, poiché il mercato europeo si finanzia principalmente attraverso il debito bancario.

A differenza della FED, la BCE non è garante del debito pubblico dei suoi stati membri. Questo significa che se il debito degli Stati Uniti rimane invenduto, la FED deve acquistare i titoli del tesoro che non sono stati piazzati. Per quanto riguarda la BCE, al contrario, se uno dei membri dell'Eurozona non riesce a vendere i propri titoli di Stato, non sarà la BCE ad acquistarli, salvo misure eccezionali spiegate nei precedenti capitoli. Un'altra sostanziale differenza fra le due istituzioni riguarda la sua costituzione. La FED è stata creata con lo scopo di rafforzare l'unità economica degli USA, la BCE invece è stata costituita come primo tassello verso un'unione politica non ancora raggiunta. Inoltre, a differenza dell'Unione Europea, gli Stati Uniti d'America possono beneficiare di un bilancio centralizzato facilitato da un sistema economico omogeneo; questa possibilità in Europa non può esistere in quanto la BCE deve fare i conti con le esigenze dei paesi con sistemi economici e politici eterogenei.

Anche a livello governativo vi sono differenze sostanziali. Nella FED l'attuazione della politica monetaria è affidata ad un solo organo: il Board of Governors, formato da sette governatori in carica per otto anni.

Nella BCE la gestione della politica monetaria viene affidata a due organi: il Comitato esecutivo e il Consiglio direttivo. Differenze sorgono anche nel tipo di approccio alla strategia utilizzata per la politica monetaria. Anche se non viene esplicitato troppo nello statuto giuridico della FED, la strategia che utilizza per la propria politica monetaria si basa sulla regola di Taylor, secondo cui attraverso un tasso di interesse iniziale minimo, il livello dei tassi ottimali sarà quello che minimizza il gap tra inflazione desiderata ed effettiva ed il divario tra la disoccupazione naturale e quella realmente registrata.

L'approccio su cui vertono i fondamenti della BCE si basa sulla rilevazione dei benefici derivanti dalla stabilità dei prezzi. Difatti secondo la teoria macroeconomica, la stabilità dei prezzi genera molteplici benefici nell'allocazione di capitali, nella trasparenza delle transazioni e nella riduzione dei tassi di interesse dei titoli.

3.2 POLITICHE MONETARIE A CONFRONTO

Il 2022 è stato un anno in cui le situazioni economiche, politiche, inflazionistiche e pandemiche hanno condotto le due banche centrali a delle manovre del tutto diverse, anche in virtù del fatto che le due economie si trovano in una posizione differente del ciclo economico. A determinare questa forbice tra le due economie è principalmente la differenza nella dipendenza energetica e la situazione geopolitica del

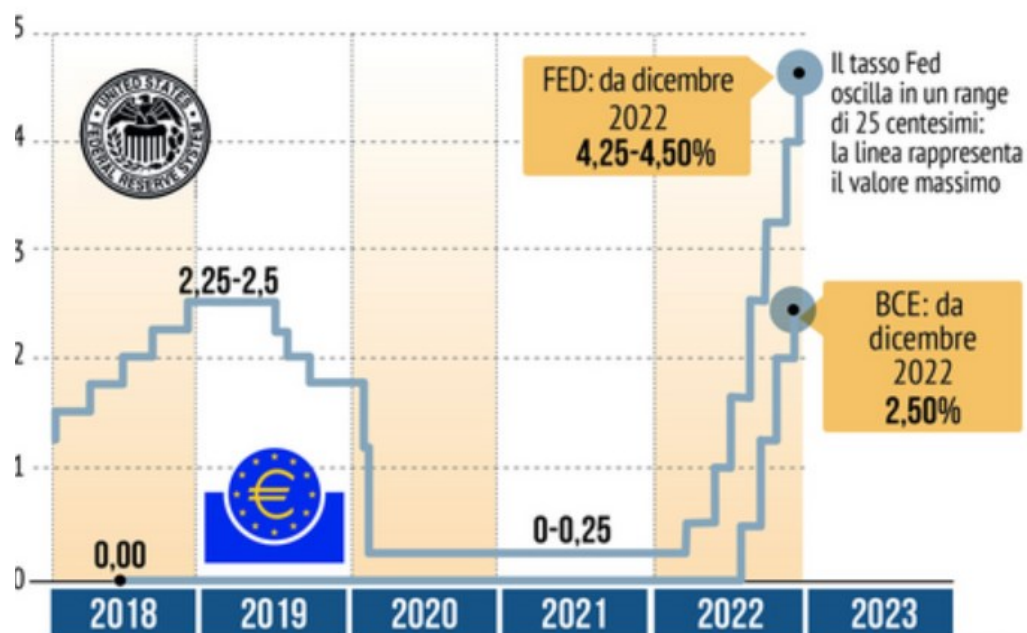
Vecchio Continente. Secondo il vicedirettore del Dipartimento Mercati Monetari e Capitali del Fondo Monetario Internazionale, Fabio Natalucci “L’Europa ha una situazione più complicata rispetto agli Stati Uniti. Da una parte, registra un riallineamento geopolitico delle risorse e dell’energia che ha un impatto inflazionistico molto forte. Le condizioni finanziarie sono restrittive e, quindi, la scelta tra inflazione e crescita è molto più complicata per la Banca Centrale Europea. La crisi energetica europea, poi, non è della stessa dimensione di quella che stiamo vivendo qua negli Stati Uniti”.

Ovviamente la situazione in America non è delle migliori. Nel corso dell’anno l’inflazione ha subito dei cambiamenti percentuali consistenti anche se rispetto all’inizio dell’anno è leggermente diminuita: a gennaio 2022 si attestava al 7,5% mentre a novembre si è stabilizzata al 7,1%; nonostante questi segnali incoraggianti di rallentamento, l’inflazione si mantiene ancora molto superiore all’obiettivo della FED del 2%, con aumenti particolarmente evidenti nel settore dei servizi. Secondo sempre Natalucci “La Fed continuerà ad alzare i tassi fino a quando non avrà la situazione sotto controllo. Il rischio è che l’aspettativa inflazionistica continui a salire”.

Il Federal Reserve Open Market Committee nel corso del 2022 ha annunciato una serie di aumenti del tasso di interesse raggiungendo il 4.5% con effetto dal 14 dicembre 2022.

Nel corso dell'anno il tasso di interesse è aumentato di 4.25 punti percentuali, attraverso aumenti periodici, passando dallo 0.25% di inizio gennaio al 4.5% di fine anno.

Graf. 3.1 – Dinamica tassi base di Fed e BCE (andamento dal 2018 in %)



Fonte: *IlSole24ore*

L'ultimo aumento è stato meno aggressivo, difatti il 14 dicembre la FED ha annunciato un aumento di 0.50 punti percentuali contro i 0.75 punti percentuali dei quattro precedenti aumenti.

CONCLUSIONI

Le politiche monetarie sono cambiate drasticamente negli ultimi anni. L'introduzione di politiche monetarie non convenzionali a livello europeo ha dato un notevole vantaggio competitivo all'economia dell'Unione. Sul piano comunitario ci attendono anni particolarmente duri, in cui verranno prese decisioni critiche per ribaltare il contesto inflazionistico degli ultimi tempi. Il TPI è l'ultimo degli strumenti annunciati per evitare che l'inversione di tendenza della politica monetaria della BCE colpisca in maniera troppo diretta i Paesi più indebitati dell'Unione.

Nel 2012, l'allora governatore della BCE, Mario Draghi, per salvarci dalla crisi pronunciò il suo famoso "*whatever it takes*", secondo cui impegnava la Banca Centrale Europea ad intervenire sul mercato dei titoli dei singoli Paesi per ridurre lo spread attraverso le "*Outright Monetary Transactions*". A quel tempo fu sufficiente solamente la credibilità dell'annuncio per mettere un freno alla speculazione e riportare lo spread a dei parametri accettabili; l'effetto stabilizzante dell'annuncio cominciò subito e le OMT non videro mai la luce. I prossimi avvenimenti ci diranno se il TPI seguirà le sorti del suo predecessore o nel caso verrà attuato quale sarà il primo paese interessato.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/press_conference/html/index.it.html

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220721~973e6e7273.it.html>

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-eco-bce/2022/bol-eco-5-2022/bolleco-BCE-5-2022.pdf>

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-eco-bce/2022/bol-eco-7-2022/bolleco-BCE-7-2022.pdf>

https://osservatoriocpi.unicatt.it/ocpi-pubblicazioni-bce-gli-acquisti-di-titoli-italiani-e-i-nuovi-interventi-annunciati#_ftn5

<https://mutuionline.24oreborsaonline.ilsole24ore.com/guide-mutui/osservatorio-tassi-mutui.asp>

<https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2022/08/17/bce-spread-prestiti/>

<https://www.we-wealth.com/news/investimenti/outlook-e-previsioni/tpi-cos-e-come-funziona>

<https://europa.today.it/economia/scudo-anti-spread-bce-incubo-italia.html>

[https://www.open.online/2022/12/15/bce-aumento-tassi-interesse-15-dic/.](https://www.open.online/2022/12/15/bce-aumento-tassi-interesse-15-dic/)

<https://www.istat.it/it/archivio/278552>

<https://www.fondionline.it/news-fondi/economia-ue-vede-la-recessione-per-fine-2022-e-inizio-2023-00036477.html>

<https://www.partitaiva.it/tassi-interesse-aumento-imprese/>

[https://www.open.online/2022/12/15/bce-aumento-tassi-interesse-15-dic/.](https://www.open.online/2022/12/15/bce-aumento-tassi-interesse-15-dic/)

<https://www.riskcompliance.it/news/powell-l-inflazione-calera-gli-usa-non-sono-vicini-alla-recessione/>

https://www.bankpedia.org/termine.php?c_id=20102

<https://www.avatrade.it/education/economic-indicators/central-banks/frs>

<https://startingfinance.com/approfondimenti/bce-fed-banche-centrali-confronto/c>

<https://www.diritticomparati.it/transmission-protection-instrument-politica-monetaria-e-sviluppo-del-fiscal-framework-europeo/>

<https://www.rivaluta.it/inflazione-internazionale/le.htm>

