UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA "GIORGIO FUÀ"

Corso di Laurea triennale in
Economia e Commercio

GLI STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE E LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO

ECB'S MONETARY POLICY INSTRUMENTS AND THE SOVEREIGN DEBT CRISIS

Relatrice:
Prof.ssa Giulia Bettin

Rapporto Finale di:
Alessandro Marconi

Anno Accademico 2025/2026

Desidero ringraziare tutte le persone che mi hanno supportato durante questo periodo di studi e che mi hanno sostenuto in ogni momento di questa esperienza, soprattutto i miei genitori e mia sorella.

INDICE

Introduzione ……. 7

9

Capitolo 1 Strumenti della BCE ……..……

1.1 Strumenti convenzionali …….. 9

1.2 Strumenti non convenzionali ...……... 13

Capitolo 2 La crisi dei debiti sovrani …….…… 19

2.1 L'inizio della crisi …….. 19

2.2 Il pieno della crisi e le risposte della BCE…….. 21

2.3 L'efficacia reale degli strumenti ...……... 28

Conclusioni ……... 31

Bibliografia ……... 32

Sitografia ……...……... 33

INTRODUZIONE

Il processo di integrazione economica e finanziaria ha portato allo sviluppo e alla nascita della Banca Centrale Europea (BCE). La formazione di tale organo è frutto di un percorso ben più lungo che ha il suo inizio nella movimentazione dei capitali, passando per la stabilizzazione delle numerose valute europee sviluppatesi nel corso del tempo, finendo per arrivare alla creazione e all'adozione di una valuta unica, l'euro. Il trattato di Maastricht del 1992 si pone l'obiettivo di definire la strada verso l'unione monetaria mettendo alla base della sua esistenza dei criteri di convergenza, quali la stabilità dei prezzi, la sostenibilità delle finanze pubbliche, la sostenibilità del tasso di cambio e la convergenza dei tassi di interesse a lungo termine. Dapprima venne istituita l'Unione Economica Monetaria dell'Unione Europea (UEM), nel

giugno del 1988, ovvero un comitato formato dai governatori di tutte le banche centrali. Gli 11 Stati presenti nell'UEM Belgio, Germania, Francia, Italia, Irlanda, Spagna, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia il 25 maggio 1998 nominarono il Presidente, il Vicepresidente e gli altri 4 membri del Comitato esecutivo della BCE con effetto dal 1° giugno dello stesso anno.

Il 1° gennaio 1999 si è entrati nella terza e ultima fase dell'UEM con la fissazione del tasso di cambio in maniera irrevocabile tra le valute degli 11 stati membri con l'adozione di una polita monetaria unica sotto la giuda della neonata BCE. Oltre a questi stati fondatori si sono poi aggiunti nel corso del tempo altri paesi: la Grecia nel 2001, la Slovenia nel 2007, Cipro e Malta nell'anno successivo, nel 2009 la Slovacchia, Estonia nel 2011, Lettonia nel 2014, la Lituania l'anno successivo e per ultime Malta, 2023, e Bulgaria nel 2026. Con l'ingresso nell'area le rispettive banche sono state accolte nell'Eurosistema.

In questo contesto viene attribuito alla BCE l'obiettivo primario di mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro, facendo riferimento ad un insieme adeguato di strumenti, indicatori e obiettivi intermedi di politica monetaria. La BCE basa il raggiungimento del suo obiettivo principale su delle strategie di politica monetaria che svolgono un duplice compito: fornire ai responsabili delle politiche un quadro analitico della situazione che incorpora andamenti economici effettivi e/o attesi; comunicare al pubblico le decisioni in modo chiaro.

Le strategie sono in continua evoluzione così come l'utilizzo e l'introduzione di strumenti di politica monetaria volti a mantenere l'inflazione, ovvero il tasso al quale il prezzo dei beni e dei servizi varia nel tempo, bassa, stabile e prevedibile.

L'efficacia degli strumenti adottati è relativa alla situazione e al contesto economico che la BCE si trova a dover affrontare e alla tempestività con cui essa intervenire per il mantenimento del tasso di inflazione su valori prossimi al 2%.

Questi temi sono oggetto di studio della seguente tesi che viene articolata in due capitoli volti ad analizzare l'efficacia e l'utilizzo degli strumenti di politica monetaria utilizzati dalla Banca Centrale Europea. Nel primo capitolo vengono studiati gli strumenti che la BCE ha a disposizione, sia quelli convenzionali che quelli non convenzionali. Il secondo capitolo comprende un'analisi sulla crisi del debito sovrano sviluppatasi nell'area euro nel 2010 e mostra l'efficacia reale degli strumenti di politica monetaria messi in atto dalla BCE.

Capitolo 1
STRUMENTI DELLA BCE

1.1 **Strumenti convenzionali**

Gli strumenti convenzionali servono per gestire la liquidità bancaria (LB), ovvero la fonte principale di creazione e distribuzione della base monetaria (BM), attraverso la movimentazione dei conti di gestione delle banche commerciali presso la BCE. La liquidità bancaria è anche il primo elemento del processo di trasmissione della politica monetaria: la Banca Centrale Europea opera in un regime di monopolio istituzionale fissando costi e/o quantità della LB in base agli stimoli di politica monetaria che vuole trasmettere in primo luogo alle banche e di conseguenza all'intero sistema economico.

1.1.1 Le operazioni di marcato aperto (OMA)

Le operazioni di mercato aperto riguardano tutte le transazioni effettuate dalle banche centrali con lo scopo di controllare e gestire in maniera ottimale la quantità di base monetaria in circolazione, con la possibilità di ampliare o ridurre la BM in base alle proprie esigenze. La base monetaria è data dallo stock di valuta, ovvero le monete e le banconote presenti nel sistema economico sommato alle riserve che possono essere obbligatorie o facoltative e ai depositi detenuti presso la Banca Centrale.
Le OMA posso essere suddivise in 4 categorie, abbiamo le operazioni di rifinanziamento principale (RP), le operazioni a più lungo termine (RLT), le operazioni di regolamento puntuale o *fine-tuning* (FT) e le operazioni di tipo strutturale (OS). Per tutte e 4 le categorie di operazione di mercato aperto c'è la possibilità di utilizzare le operazioni temporanee, mentre solo nel caso delle OS con assorbimento di liquidità si può utilizzare il certificato di debito.
Le operazioni di rifinanziamento principale sono delle operazioni temporanee di immissione di liquidità nel sistema economico con frequenza settimanale e scadenza a una settimana e vengono svolte dalle Banche Centrali Nazionali. L'andamento e la direzione delle operazioni di rifinanziamento principale sono segnalati dal tasso di rifinanziamento principale, fissato dal Consiglio Direttivo della BCE. Lo scopo delle RP è quello di proteggere l'Eurosistema da rischi finanziari attraverso dei prestiti di liquidità bancaria alle controparti nazionali della Banca Centrale Europea, sempre a fronte di garanzie idonee quali titoli negoziabili e non. Le operazioni di rifinanziamento principale, dal 15 ottobre 2008, vengono

eseguite tramite aste di tipo standard, in cui la BCE fissa il tasso di interesse in anticipo e le BCN richiedono la quantità di fondi che intendono negoziare a quel preciso tasso. L'unica restrizione per le controparti è fornire titoli in garanzia che rispettino degli standard qualitativi imposti dalla BCE stessa, una volta approvati i titoli delle banche le richieste di quest'ultime sono soddisfatte dalla Banca Centrale Europea.

Le operazioni a più lungo termine sono state sviluppate con lo scopo di prestare liquidità per una durata temporale più estesa a costi favorevoli. Sono mirate al mantenimento o all'aumento del credito alle imprese e ai consumatori. Le RLT sono operazioni condizionate: le BCN ricevono liquidità dalla BCE sono a condizione che poi il denaro ricevuto sia immesso nel sistema economico tramite prestiti a individui e imprese. L'ammontare di liquidità ottenibile dalle banche è correlato dalla quantità di prestiti che la stessa banca concederà poi a imprese e famiglie (esclusi i mutui per l'acquisto di abitazioni): tanto più alto è il volume dei prestiti accordati dalla singola banca prima della RLT tanto più alto sarà il quantitativo di liquidità che la BCE concederà. Favorendo il credito bancario, queste operazioni contribuiscono in modo significativo alla trasmissione della politica monetaria della Banca Centrale Europea, sostenendo, per esempio, gli investimenti delle imprese e famiglie e contribuendo alla spesa per beni e servizi anche in momenti meno favorevoli. Il rimborso delle operazioni a più lungo termine avviene dopo 4 anni, in modo da concedere alla banca richiedente un finanziamento stabile ed affidabile.

Le operazioni di regolamento puntuale o *fine-tuning* hanno una duplice utilità: permettono agli operatori di capire quello che è l'orientamento della politica monetaria e in aggiunta regolano la liquidità presente nel mercato contribuendo alla stabilizzazione dei tassi di interesse e riducendone le fluttuazioni in caso di carenza di risorse monetarie. L'utilizzo di tale strumento offre alle BCN e alla BCE un livello di flessibilità che potrebbe rivelarsi fondamentale in caso di sviluppi inattesi dei mercati. Generalmente sono delle operazioni temporanee ma in alcuni casi posso diventare definitive; consistono in uno *swap* in valuta o di raccolta di depositi con durata prestabilita. Normalmente tali operazioni sono eseguita in maniera decentralizzata dalle singole BCN con lo scopo di immettere liquidità (finanziamento) o assorbendo liquidità al sistema economico. In alcuni casi eccezionali, il Consiglio Direttivo potrebbe decidere di effettuare operazioni bilaterali di *fine-tuning* direttamente tramite la BCE. Le FT avvengono tramite aste veloci o procedure bilaterali con frequenza irregolare e scadenze non standardizzate.

Per quanto concerne le operazioni di tipo strutturale sono a carattere occasionale e mirano a rispondere ad esigenze di aggiustamenti strutturali di liquidità dei mercati dell'Eurosistema nei confronti del sistema bancario (modifiche del bilancio

dell'Eurosistema). Possono essere a carattere temporaneo o definitivo. Nel caso in cui la BCE abbia necessità temporanea di modificare strutturalmente il bilancio fornisce liquidità alle banche contro attività date in garanzia oppure assorbe liquidità, il meccanismo operativo è il medesimo delle operazioni di rifinanziamento con la differenza che nel caso delle OS la finalità è di tipo strutturale, ovvero modificare la posizione di liquidità del sistema in maniera più stabile. La BCE potrebbe anche decidere di rendere questo tipo di operazioni definitive acquistando o vendendo titoli in maniera definitiva; non è presente nessun tipo di accordo per il riacquisto, il titolo in questione entra o esce definitivamente dal bilancio dell'Eurosistema.

1.1.2 Le operazioni su iniziativa delle controparti

Le operazioni su iniziativa delle controparti, dette anche *standing facilities,* sono utilizzabili delle banche commerciali per ricevere o cedere liquidità, mentre tramite tali operazioni la BCE riesce a gestire la liquidità *overnight* ed a fissare un corridoio entro il quale si muove il tasso di interesse di riferimento del mercato interbancario e quello delle operazioni di rifinanziamento principale. Le *standing facilities* svolgono perciò anche una funzione stabilizzatoria del mercato interbancario, evitando che quest'ultimo subisca sbalzi improvvisi ed inutili alla chiusura, dando un punto di riferimento chiaro e relativamente stabile alla BCE per quanto riguarda i tassi a brevissimo termine. Le operazioni su iniziativa delle controparti sono 2: la *Deposit Facility* (DF) e la *Marginal Lending Facility* (MLF). Tali operazioni sono amministrate in modo decentrato dalle Banche Centrali Nazionali, ma le condizioni per poter operare sono le medesime per tutta l'area euro e i tempi di accesso dipendono dai tempi TARGET.
La *Deposit Facility* è uno strumento di politica monetaria che consente alle banche di depositare la liquidità in eccesso presso la BCE con la remunerazione determinata dal corrispettivo tasso di interesse deciso dal Consiglio Direttivo della stessa Banca Centrale Europea. La decisone sul livello del tasso della DF orienta la politica monetaria verso una direzione ben precisa, poiché un aumento del tasso di riferimento spingerà le banche a depositare una somma maggiore di liquidità, mentre, al contrario, un abbassamento del tasso di riferimento incentiverà un minore "parcheggio" di liquidità. La durata del deposito presso la BCE è giornaliera, *overnight*: le banche che a fine giornata hanno della liquidità in eccesso possono decidere di depositare tali somme presso la BCE con una remunerazione pari al tasso di interesse fissato. Il tasso di interesse della *Deposit Facility* rappresenta il così detto "pavimento del corridoio dei tassi". La *Marginal Lending Facility* ha il medesimo funzionamento delle DF, solamente che in questo tipo di operazioni le

banche prendono a prestito la liquidità dalla BCE con la durata *overnight.* Per poter effettuare le operazioni di MLF le banche richiedenti devono fornire delle attività come contropartita, in modo da garantire all'Eurosistema il recupero della somma prestata anche in caso di inadempienza. Per gli istituti di credito questi finanziamenti rappresentano una componente essenziale per quanto riguarda il mantenimento del valore medio minimo di riserva obbligatoria, risultano però essere più onerosi rispetto a dei prestiti con durate superiori. Il tasso di interesse relativo alla *Marginal Lending Facility* rappresenta il "soffitto del corridoio dei tassi", al di sopra del quale il tasso del mercato interbancario non può andare. Anche per quanto riguarda il tasso delle MLF la decisione riguardo al suo valore spetta alla BCE che attraverso la fissazione di un livello del tasso più o meno alto incentivo o disincentiva le banche a richiedere liquidità.

1.1.3 La riserva obbligatoria

La riserva obbligatoria consiste in una somma che le banche devono "parcheggiare" presso la Banca Centrale Nazionale, la somma in questione corrisponde ad una percentuale delle proprie passività. L'importo è determinato a partire da un aggregato di specifiche passività di bilancio che è costituito principalmente da depositi dei clienti e dai titoli di debito in circolazione con scadenza inferiore ai 2 anni, a quale viene applicato il coefficiente di riserva minima, che attualmente è pari all'1%. All'importo determinato dalle seguenti variabili viene detratta una cifra forfettaria pari 100.000 con lo scopo di ridurre le spese amministrative che deve sostenere una banca con piccole riserve obbligatorie. La modalità di adempimento è decretata dalla BCE che impone il deposito della quota calcolata, verificata in base alla media dei saldi di fine giornata detenuti sui conti di riserva in un arco di tempo stabilito, pari a 6 o 7 settimane (periodo di mantenimento). La decisione di fissare un periodo di mantenimento relativamente lungo proviene dalla volontà della BCE di stabilizzare il mercato monetario: alle banche viene dato il tempo di reagire alle variazioni di breve termine presenti nel mercato monetario, prelevando o depositando liquidità e di conseguenza stabilizzando il mercato monetario. In Italia le banche hanno 2 diverse modalità di adempimento: una diretta ed una indiretta. Nell'adempimento diretto le banche usufruiscono direttamente dei propri conti presso la BCN di riferimento; per quanto concerne l'adempimento indiretto invece le banche posso richiedere il tramite di un intermediario presentando un'apposita richiesta alle Filiali competenti della Banca d'Italia. Al termine del periodo di mantenimento la BCN paga alle banche depositanti una remunerazione sulla riserva obbligatoria, calcolata sulla base di un tasso di interesse deciso dalla BCE; tasso che dal 20 settembre 2023 è pari allo 0%. Nel caso in cui una banca

risulta avere una media dei saldi di fine giornata inferiore al parametro stabilito incappa in delle sanzioni, il cui importo è stabilito applicando un tasso di penalizzazione sull'importo in deficit.

1.2 Strumenti non convenzionali

Con il passare del tempo e il susseguirsi di situazioni complesse da gestire per la BCE si è giunti alla conclusione che i soli strumenti convenzionali non erano più sufficienti per gestire in maniera efficace i mercati e le loro oscillazioni. Gli strumenti convenzionali hanno un raggio di azione temporale molto limitato, riguardano durate che vanno da poche ore fino ad un massimo di 3 mesi. Alla scadenza queste operazioni si annullano e perciò limitano molto l'entità delle operazioni attive in un dato momento, sono infatti degli strumenti per calibrare con precisione gli interventi di politica monetaria della BCE. Per questo motivo alla Banca Centrale Europea servivano degli strumenti che permettessero di manovrare grandi quantità di liquidità in periodi di tempo più ampi; vengono così introdotti gli strumenti non convenzionali che permettono di operare per un lasso di tempo maggiore e con la possibilità di prestare denaro, non più solo alle banche, ma anche agli Stati e alle imprese. Questi prestiti ovviamente non avvengono in maniera diretta ma tramite un acquisto della BCE di titoli pubblici e privati sul mercato secondario. Le operazioni di acquisito titoli dette *Quantitative Easing* (QE) comprendono vari specifici programmi messi in atto, tra cui: Programmi di acquisto di attività (APP) e *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP). Oltre a questo, ci sono altri tipi di strumenti così detti non convenzionali che la BCE ha introdotto e sono: le Operazioni di rifinanziamento a lungo termine, la *Forward Guidance* (FG), i Tassi di deposito negativi (NIRP) e le *Transmission Protection Instrument* (TPI).

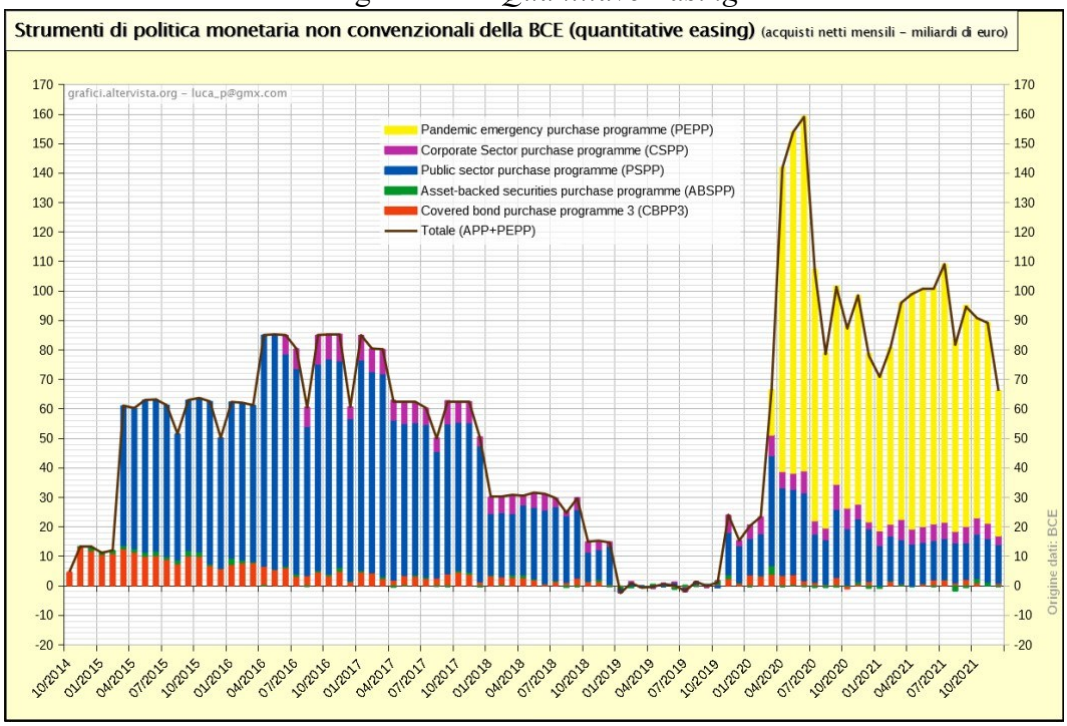
1.2.1 Quantitative Easing

Il Quantitative Easing viene introdotto tra gli strumenti della BCE nel 2015, sei anni dopo l'applicazione di una simile funzione operativa da parte della Federal Reserve americana. Con l'annuncio di Mario Draghi, la BCE vara uno strumento che risulterà fondamentale nelle successive azioni di politica monetaria da parte della stessa Banca Centrale Europea. Il motivo principale che ha portato all'avvento di tale strumento è l'andamento del tasso di inflazione che, negli anni 2014-2015, raggiunse lo 0,2% e stando alle analisi e previsioni della BCE avrebbe anche potuto scendere sotto lo zero. Gli strumenti già in possesso della BCE non sembravano

sufficienti a contrastare tale andamento, motivo per il quale si cercano soluzioni differenti. Il QE è uno strumento che permette alla BCE di introdurre nel sistema economico un maggiore quantitativo di liquidità: la Banca in questione acquista titoli a lungo termine, ad esempio quelli governativi come i BOT o BTP italiani, con il fine di aumentare l'offerta di denaro in circolazione (politica monetaria di tipo ultra-espansivo). Con l'acquisto di titoli da parte della BCE la loro domanda aumenta e di conseguenza aumenta anche il prezzo, il rendimento del titolo si abbassa; la maggiore offerta di moneta e l'abbassamento del rendimento dei titoli incentiva gli investimenti e la ripresa dell'economia. Le manovre di QE non sono però prive di rischi e costi: la prima problematica che salta all'occhio è il rischio di un rimbalzo eccessivo dell'inflazione, l'introduzione sul mercato di un eccessivo quantitativo di liquidità potrebbe portare ad un incremento incontrollato dell'inflazione causando il problema diametralmente opposto. Per la BCE si presenta anche il rischio di perdite sui titoli: acquistandone grandi quantità, in caso di abbassamento del prezzo per aumento del tasso di interesse sui nuovi titoli, anche una diminuzione relativamente bassa del valore dell'obbligazioni porta grandi perdite al bilancio della BCE. Le operazioni di QE presentano anche il rischio di credito, limitato però nei casi in cui il titolo acquistato sia un titolo di stato di un paese dell'Eurozona. Le problematiche potrebbero riguardare anche i mercati: a seguito di un massiccio acquisto da parte della BCE i rendimenti e i prezzi degli *asset* verrebbero artificialmente modificati, causando una distorsione del mercato a discapito degli investitori che andranno a cercare titoli a rendimenti più elevati con un rischio maggiore. L'utilizzo di tale strumento potrebbe anche causare un danno alla credibilità della BCE stessa, in quanto se le percezioni del pubblico vedessero il QE come uno strumento di finanziamento indiretto dei governi la credibilità e l'indipendenza della Banca Centrale Europea potrebbe essere messa in discussione. Nel corso degli anni, a partire dal 2015 anno di introduzione del QE in Europa sono stati promossi vari programmi di acquisto titoli, tra cui abbiamo il recente PEPP e l'APP. Per quanto riguarda l'APP ci sono anche delle sottoclassificazioni di operazioni che sono:

- *Covered bound purchse programme 3* (CBPP3);
- *Asset-backed securities purchase programme* (ABSPP); -
  Public sector purchase programme (PSPP); -
  Corporate sector purchase programme (CSPP).

Figura 1.2.1: *Quantitave Easing*



Fonte: grafici.altervista

La figura 1.2.1mostra le attività di acquisto di titoli da parte della BCE a partire da ottobre 2014 fino ad ottobre 2021. Si nota un picco nei primi mesi del 2020, periodo in cui la BCE vara il PEPP per contrastare la flessione economica causata dall'avvento della pandemia da COVID-19.

1.2.2 Operazioni di rifinanziamento a lungo termine (TLTRO e LTRO)

A causa delle crisi finanziarie ed economiche che si sono verificate a partire dagli anni 2007-2008 la BCE ha introdotto la possibilità di effettuare delle operazioni di rifinanziamento in valuta o in euro con scadenze più estese, talvolta con l'obiettivo di sostenere direttamente l'erogazione del credito bancario all'economia reale. Le operazioni in questione si possono suddividere in due sottocategorie: *Long-term Refinancing Operations* (LTRO) e *Targeted Long-term Refinancing Operations*

(TRLO). Entrambe le operazioni in questione riguardano un prestito di liquidità fatto dalla Banca Centrale in favore delle banche con l'ottenimento temporaneo di titoli in garanzia. Le LTRO vengono introdotte inizialmente con la durata variabile da 6 mesi ad un anno nel 2008 in risposta alle esigenze dovute alla crisi finanziaria globale. La loro efficacia porta ad una parziale risoluzione delle problematiche riguardanti le esigenze di raccolta dei fondi da parte del sistema bancario. Successivamente la BCE utilizza in due determinate circostanze dei LTRO a 3 anni, nel 2011 e nel 2012, con l'opzione di rimborso anticipato dopo un anno. Il tasso a cui venivano effettuate tali operazioni era pari alla media dei tassi delle operazioni di rifinanziamento principali condotte durante tutta la vita di ciascuna operazione. Grazie all'estensione di tali scadenze la BCE riesce a sostenere l'erogazione del credito bancario ed a immettere maggiore liquidità nel mercato monetario dell'Eurozona. Per quanto riguarda le TLTRO invece la BCE le introduce nel settembre 2014 con l'obiettivo sia di allungare le scadenze dei prestiti erogati (fino a 4 anni) sia di indirizzare l'utilizzo della liquidità ottenuta dalle banche. Infatti, i prestiti concessi sono a condizioni estremamente favorevoli (tasso di interesse basso) ma al fine di ottenere tali somme la banca richiedente deve rispettare determinati obiettivi di erogazione del credito a famiglie ed imprese. Attraverso le TLTRO la BCE cerca di indirizzare la liquidità prestata verso un utilizzo funzionale che possa incentivare consumi e investimenti. Durante il periodo COVID-19 son state varate anche le Pandemic Emergency Longer-term Refinancing Operations (PELTRO) con tassi di interessi ancora più convenienti per le banche beneficiarie e senza l'obbligo di destinazione di tale liquidità: questo perché in un momento di crisi così grave l'economia europea necessitava di un'importante spinta ed aiuto dalla BCE.

1.2.3 Forward Guidance

La Forward Guidance si differenzia dagli altri strumenti di politica monetaria della BCE perché non opera direttamente sui tassi di interesse o sul quantitativo di liquidità presente nei mercati, ma ha lo scopo di influenzare le aspettative degli operatori in modo da renderle più facilmente prevedibili. La FG è stata utilizzata per la prima volta nel luglio 2013 quando il Consiglio Direttivo ha annunciato di attendersi che i tassi di interesse di riferimento sarebbero rimasti su livelli bassi per un lungo periodo di tempo. La FG è uno strumento di politica monetaria utilizzato dalla BCE con cui quest'ultima comunica anticipatamente le proprie intenzioni riguardo all'andamento futuro della politica monetaria, con particolare riguardo sui tassi di interesse controllati dalla Banca Centrale Europea. Tramite queste comunicazioni il Consiglio Direttivo riesce ad influenzare l'economia anche senza

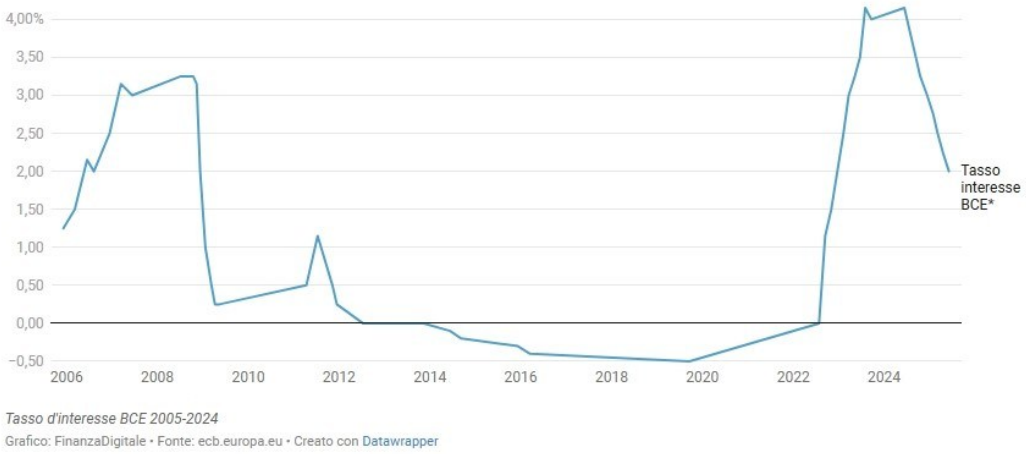
variare i tassi. L'efficacia della Forward Guidance può essere ricondotta al fatto che molte decisioni economiche fatte dagli operatori dipendono dal futuro, per cui in presenza di una chiara anticipazione su quelle che saranno le decisioni della BCE in termini di politica monetaria indirizza le scelte verso una strada facilmente prevedibile dalla BCE stessa. Come tutti gli strumenti, anche la FG presenta delle possibili problematiche che posso riguardare vari ambiti:

- La perdita di flessibilità in quanto la Banca Centrale Europea si vincola alle decisioni e ai provvedimenti che aveva precedentemente comunicato;
- La perdita di credibilità, nel caso in cui il Consiglio Direttivo valuti che la strategia delineata nella FG non sia quella ottimale e opti per una modifica, scostandosi dalle informazioni fornite tramite la comunicazione anticipata. Così facendo va in contro a dei rischi riguardanti la credibilità delle sue future comunicazioni;
- Le variabili che la BCE deve prevedere sono molteplici, tra cui inflazione, crescita e disoccupazione; l'incertezza che caratterizza questo tipo di indicatori potrebbe comportare degli errori nelle stime fatte; - Una comunicazione poco chiara potrebbe portare volatilità.

1.2.4 Tassi di deposito negativi

Nella persecuzione del proprio obiettivo di mantenimento del tasso di inflazione su valori prossimi al 2% la BCE nel 2014 deve far fronte ad un progressivo scostamento verso il basso del livello di inflazione, motivo per cui nel giugno dello stesso anno, il Consiglio Direttivo decide di abbassare i 3 tassi di riferimento, portando il così detto "pavimento del corridoio" (il tasso di deposito) sotto lo zero. Prima dell'introduzione di tale strumento gli operatori e gli esperti consideravano lo zero come soglia minima per i tassi della BCE. La situazione europea del 2014 però costrinse la Banca Centrale Europea a prendere la decisione di abbassare sotto la soglia dello zero il tasso di deposito, con l'obiettivo di condurre una politica ultraespansiva per risollevare l'economia. In condizioni normali il tasso sui depositi funge da remunerazione alle banche che decidono di "parcheggiare" liquidità presso la BCE, ma con una grave crisi deflattiva e la presenza di tassi negativi la banca con liquidità in eccesso è incentivata ad immetterla nuovamente nel mercato invece di stanziarla, poiché su tali somme depositate sarà costretta a pagare una percentuale. Questo meccanismo dovrebbe portare ad un aumento del livello dell'inflazione ed a una progressiva ripresa dell'economia in questione.

Figura 1.2.2: Tassi di interesse della BCE



Fonte: FinanzaDigitale

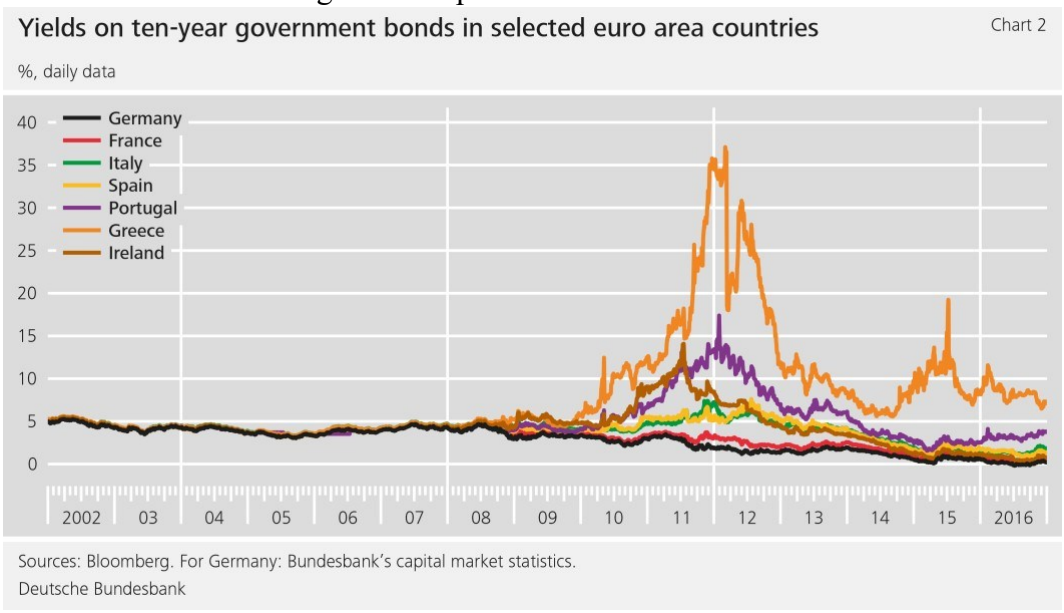
La figura 1.2.2 mostra esattamente come nel periodo successivo al 2014 e fino al 2022 il livello del tasso di interesse BCE si è accostato a livello inferiori allo zero, con il picco registrato nel 2019 con un valore pari al –0,50%. La ripresa avvenne in modo graduale e la pressione sui prezzi rimase contenuta, motivo per cui la BCE mantenne il livello del tasso di interesse sotto lo zero per un periodo di tempo così prolungato: il tasso di interesse naturale/equilibrio era sceso strutturalmente, ciò significa che una rapida risalita a livelli positivi avrebbe indubbiamente frenato la ripresa, reso estremamente più costosi i finanziamenti, ridotto investimenti e consumo e di conseguenza riportato l'inflazione a livelli troppo bassi. Il passaggio decisivo avvenne nel 2021-2022 quando si verificò il problema opposto: inflazione troppo alta; questa situazione permise alla BCE di riportare i tassi su livelli normali senza conseguenze rilevanti.

Capitolo 2 LA CRISI DEI DEBITI SOVRANI

2.1 L'inizio della crisi

Tra la fine del 2009 e l'inizio del 2010 le linee di frattura iniziarono a coincidere con i confini nazionali. I costi di finanziamento sovrano, che precedentemente erano quasi uniformi tra gli stati membri dell'area euro, indipendentemente dalla cedibilità creditizia dell'emittente, iniziarono a divergere in maniera significativa. Il premio irlandese, dopo il fallimento delle Lehman Brothers, si era già ampliato a causa delle grandi passività dello Stato verso il sistema bancario. Il punto però cruciale e scatenante della così detta crisi dei debiti sovrani avvenne nell'ottobre del 2009, quando vennero alla luce le sottostime fatte per anni sul debito e disavanzo della Grecia, il deficit effettivo era pari al 12,5%, praticamente il doppio rispetto a quanto precedentemente registrato; si creò così una nuova fase acuta di rivalutazione del rischio. La notizia fece traballare e non poco il sistema economico europeo mettendo in dubbio l'efficacia della sorveglianza fiscale europea e mostrò che era possibile infrangere e violare le regole senza far scattare allarmi sistemici. Entro metà dicembre lo spread tra titoli greci e i Bund tedeschi salì a circa 275 punti base, trascinando nella stessa direzione anche il Portogallo che aveva un deficit relativamente alto. Il 3 marzo 2010 il governo greco presentò un radicale pacchetto di consolidamento fiscale per rassicurare i mercati circa la sua situazione finanziaria. Il pacchetto venne accettato e supportato dai governi dell'area euro, tramite una dichiarazione che mirava a salvaguardare la stabilità finanziaria greca e,di conseguenza europea, grazie ad un contributo sostanziale del Fondo Monetario Europeo. Gli Stati membri si dichiararono pronti ad intervenire, concedendo prestiti bilaterali coordinati, da usare come ultima ratio quando il finanziamento del mercato non fosse stato più sufficiente. Le erogazioni avrebbero richiesto unanimità, forte condizionalità e una valutazione da parte del Consiglio Direttivo e della BCE; i tassi sarebbero stati non agevolati, per incentivare un rapido ritorno al mercato. La dichiarazione si fa porta voce del principio di solidarietà tra gli stati membri, fortemente sostenuto dalla BCE stessa, evidenziato anche dal presidente in carica Trichet analizzando come il destino dei Paesi membri fosse comune. Il testo attribuiva alla BCE anche un ruolo peculiare che avrebbe poi mantenuto e rafforzato durante la crisi dei debiti sovrani: principale consulente tecnico delle autorità dell'UE nella gestione della crisi.

Figura 2.1: Spread nell'area euro



Fonte: Bloomberg. Germany Bundesbank's capital market statistics

La figura 2.1 mostra i livelli dello spread dei Paesi europei dal 2002 al 2016, si può notare come prima del 2009 è presente una quasi totale omogeneità, ma dal 2009 vi è un progressivo discostamento, con i gli Stati più deboli a livello finanziario che raggiungo i livelli di spread più alti.
I mercati però trassero poco conforto dalla dichiarazione, ad aprile lo spread greco raggiunse i 900 punti base e le tensioni iniziarono a colpire anche Italia, Portogallo e Spagna. Si provò ad attenuare la situazione varando un programma triennale di 110 miliardi, tra Fondo Monetario Internazionale (FMI) e prestiti UE, ma con scarsi risultati: solo pochi giorni dopo i mercati crollarono nuovamente. Secondo la BC la radice fiscale della crisi richiedeva un consolidamento: se un Paese avesse rischiato di non poter onorare i pagamenti nel breve periodo, gli altri membri avrebbero dovuto essere solidali, eventuali conseguenze per la politica fiscale dovevano essere giudicate in base al contagio finanziario e alla sua capacità di compromettere la trasmissione. Venne istituita la European Stability Mechanism, finanziata dagli Stati, capace di emettere obbligazioni e concedere credito ai governi, con partecipazione del FMI e il monitoraggio della BCE. Vari ostacoli giuridici impedirono la creazione immediata di un'istituzione autonoma. La BCE, perciò, vista la necessità immediata di un intervento efficacie annuncia varie misure per

eliminare le tensioni che ostacolavano la trasmissione della politica monetaria, tra cui il nuovo Sicurity Markets Programme (SMP). Con il SMP si cerca di ripristinare profondità e liquidità nei segmenti in difficoltà e quindi un'adeguata trasmissione monetaria: erano stati considerati acquisti proporzionali al *capital key* in tutti i Paesi oppure interventi mirati nei mercati.
La liquidità immessa nei mercati venne però sterilizzata dalla BCE, così come da programma, attraverso specifiche operazioni di riassorbimento per non modificare l'orientamento monetario. Nel mese di maggio la situazione migliorò, con un crollo degli spread dei Paesi più colpiti, gli effetti positivi durarono poco e si assiste ad un nuovo aumento, in particolar modo degli spread di Grecia, Portogallo e Spagna. Gli investitori iniziarono a dubitare della stabilità del debito greco, dato che restrizioni creditizie e forte austerità aggravavano la recessione e la caduta del PIL nominale. Si creò un circolo vizioso tra banche e Stati: le perdite sui titoli pubblici indebolivano le banche, che chiedevano nuove garanzie e capitale pubblico; gli Stati, già colpiti dalla corsa al debito, avevano meno capacità fiscale, allora le banche riducevano l'esposizione ai propri governi, aggravando a loro volta la crisi sovrana e il proprio *funding.* Il rischio percepito delle banche dipendeva sempre più dal rischio del rispettivo Stato e viceversa. Il circolo vizioso, nell'estate del 2010 raggiunse anche il mercato monetario: le banche residenti in Spagna, Portogallo e Irlanda aumentarono la domanda di liquidità nelle operazioni dell'Eurosistema, la corsa alla liquidità scatenò un aumento dell'EONIA e dei tassi a più lunga scadenza. Inoltre, le banche iniziarono a presentare offerte non più sufficienti nelle operazioni settimanali di assorbimento create con l'obiettivo di sterilizzare la liquidità del SMP. Questa impossibilità di soddisfare tali richieste mostrò quanto fosse difficile mantenere perfettamente separati gli interventi sui mercati e le condizioni monetarie effettive.

2.2 Il pieno della crisi e le risposte della BCE

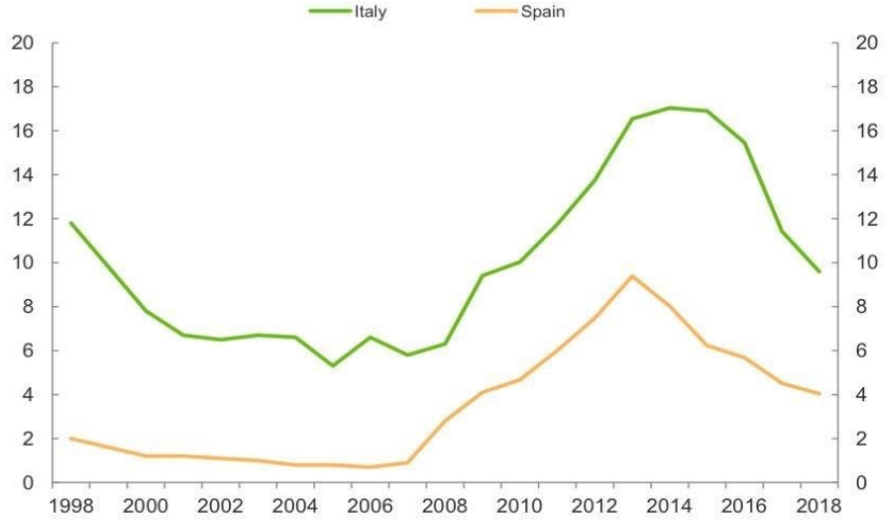
Nel 2011 si assiste ad una nuova fase della crisi. La BCE considerava la dottrina di Deauville (che prospettava il coinvolgimento automatico del settore privato nelle future crisi sovrane) un vero e proprio problema autoimposto, poiché poteva trasformare il timore di una ristrutturazione in una corsa alla vendita dei titoli. La Banca Centrale Europea propone così un modo di agire diverso, non basa la sua azione sulla ristrutturazione del debito come condizione preliminare per l'assistenza ufficiale; l'imposizione di perdite ai creditori privati durante una crisi fiduciaria poteva amplificare il contagio, soprattutto in un'unione monetaria in cui i sistemi

bancari detenevano una grande quantità di debito sovrano nazionale e in cui non esistevano strumenti comuni efficaci per spezzare il legame tra banche e Stati.

Nei primi mesi del 2011, nonostante questo, la situazione macroeconomica appariva meno grave di quello che si potesse pensare, gli appositi indicatori mostravano una ripresa, seppur disomogenea. I prestiti alle imprese non finanziare, tuttavia, continuarono a registrare tassi di crescita annui negativi, e nei Paesi messi alle strette dalla crisi, le difficoltà del mercato monetario e la ridotta capacità dei governi di sostenere le banche aumentavano il rischio di *credit crunch*. Contemporaneamente, nuove pressioni sui prezzi delle materie prime e dell'energia riportarono l'inflazione sopra la soglia del 2%, facendo riemergere il problema che la BCE stava combattendo già da tempo: distinguere shock monetari di offerta da rischi persistenti per aspettative, salari e prezzi. Il quadro del primo trimestre del 2011 è da considerarsi molto ambiguo: l'attività sembrava recuperare e i rischi di crescita non apparivano dominati da una nuova fase di recessione, ma la trasmissione finanziaria restava fragile e l'inflazione osservata aumentava. Una politica eccessivamente orientata ai dati passati rischiava di diventarepoco efficacie per i futuri interventi che la BCE avrebbe dovuto mettere in atto; d'altra parte, ignorare una nuova sequenza di superamenti avrebbe potuto indebolire ulteriormente la credibilità della definizione dei prezzi da parte della BCE. Nella primavera del 2011 il Consiglio Direttivo decise di alzare i tassi di 25 punti base dopo due anni in cui avevano raggiunto i livelli storicamente più bassi: questa decisione era già stata prevista dal mercato che iniziò anticipatamente a prezzare un secondo rialzo verso luglio. La decisione della BCE di attuare una stretta monetaria di questo tipo scaturisce dal timore presente nei mercati interni di un ampiamento del deficit di credibilità accumulato nel corso della vita della Banca Centrale Europea, in caso di un ulteriore aumento del tasso di inflazione. Stando ai dati raccolti nel luglio 2011, il livello medio di inflazione dal 1999 fino appunto al 2011 supera il 2% e le probabilità *risk-neutral* ricavate dagli *inflation floor* indicavano quasi il 50% di possibilità di assistere ad un continuo aumento dell'inflazione per i successivi 5 anni. Si osserva un parallelo tra la definizione di stabilità dei prezzi e un regime di *price-level targeting*. Nel momento in cui la BCE deve fronteggiare una serie di shock di offerta unilaterali, l'applicazione di un semplice *inflation target* avrebbe richiesto di riportare gradualmente l'inflazione all'obiettivo: la definizione generale della BCE stessa di mantenere un tasso sotto il 2%. La conformazione della crisi dei debiti sovrani spingeva invece a cercare condizioni capaci di neutralizzare gli shock passati e dimostrare l'impegno verso la strategia attuata dalla BCE. Mancava però il meccanismo esplicito di *history dependence* tipico di un vero *price level* che avrebbe permesso azioni di compensazione anche

dopo *undershooting*. Storicamente le recessioni generano parte della propria ripresa: il calo degli investimenti e dei beni durevoli crea domanda repressa, che al ritorno della fiducia, sostiene produzione, occupazione, redditi e credito. Nella primavera del 2011 il ciclo sembrava aver toccato il fondo, ma in ampie parti dell'area mancavano due elementi fondamentali: riparazione dei bilanci e fiducia. In Spagna i bilanci delle famiglie, imprese e banche continuavano a peggiorare a causa della depressione immobiliare. In Italia, la profonda contraddizione aveva colpito duramente piccole e microimprese già fragili prima dello scoppio della crisi, provocando un aumento rapido dei crediti deteriorati delle banche, si scoprì poi che questo meccanismo fu opera della recessione. Le banche italiane e spagnole iniziarono a segnalare seri ostacoli all'accesso al funding e aumentarono drasticamente il ricorso alle operazioni dell'Eurosistema. La fiducia continuava ad essere minata dal dibattito sulla possibile ristrutturazione del debito greco e sul coinvolgimento del settore privato. Come già previsto dai mercati, il 7 luglio 2011 la BCE annunciò il secondo aumento dei tassi dell'anno, sostenendo che era fondamentale evitare che l'aumento dell'inflazione si trasformasse in effetti di secondo impatto nella formazione di prezzi e salari. Il giorno successivo si innescò la corsa sul debito italiano e la crisi europea assunse una dimensione sistemica. L'Italia era uno dei maggiori emittenti di debito al mondo e un suo default avrebbe potuto propagarsi attraverso numerosi canali al sistema finanziario globale. Le banche italiane subirono forte vendite, nonostante la situazione emersa dai test non fu così grave, le azioni bancarie trascinarono verso il basso i mercati europei e l'indice *iTraxx Senior Financial* salì oltre i livelli post-Lehman. Presto iniziarono a salire anche i *Credit Default Swap* sovrani (CDS) di Francia, Paesi Bassi, Belgio, Austria e Finlandia: il mercato era ormai orientato verso la disgregazione dell'area euro. Il 21 luglio 2011 i capi di Stato approvarono le riforme per sostenersi a vicenda, per la Grecia in particolare fu varato un programma apposito in collaborazione con il FMI. Il mercato reagì positivamente poiché le riforme appena introdotte permettevano un intervento sui mercati secondari; tuttavia, l'attuazione richiedeva tempo e ratifiche nazionali. Nel frattempo, la BCE restava l'unica istituzione capace di agire immediatamente su scala di mercato, mentre in contagio continuava a diffondersi.

Figura 2.2: Aumento *non-perorming loans* in rapporto ai prestiti lordi



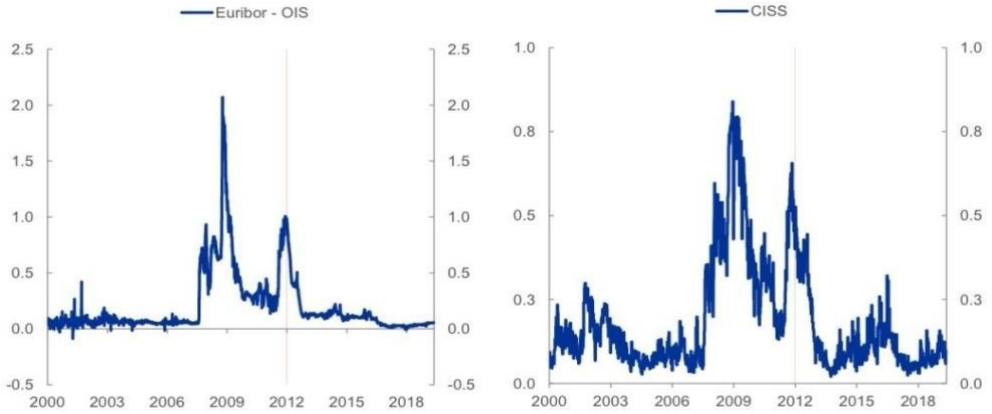
Fonte: A tale of two decates: the EBC's moentary policy

La figura 2.1 mostra l'aumento dei *non-performing loans* (NPL) in rapporto ai prestiti lordi in Italia e Spagna; con incrementi di shock di crediti deteriorati che, nello specifico in Italia raggiunse circa i 360 miliardi di euro lordi; circa 200 miliardi al netto delle rettifiche. L'incremento dei NPL indeboliva la redditività e il capitale delle banche, riduceva la capacità di concedere nuovi prestiti e rafforzava il legame con il rischio sovrano.

All'inizio di agosto 2011 le tensioni sui titoli pubblici italiani e spagnoli si intensificarono: la BCE tentò di sollecitare i governi a rendere rapidamente attivo il pacchetto di decisioni del 21 luglio e di conseguenza l'acquisto di titoli sul mercato secondario. Nel frattempo, decise di ampliare il *Security Markets Programme* per ritornare ad una situazione di migliore trasmissione delle decisioni monetarie nei segmenti disfunzinali e assicurare la stabilità dei prezzi. Così la BCE riprese acquisiti su larga scala, l'impatto fu immediato: rendimenti decennali italiani e spagnoli diminuirono fortemente all'apertura dei mercati. Il sollievo non fu definitivo: gli investitori continuavano a dubitare della capacità politica europea di costruire un *backstop* sufficientemente ampio e credibile. La situazione di lieve

miglioramento terminò nell'autunno successivo: i rendimenti tornarono a salire. I governi europei concordarono con la Grecia e con i creditori privati l'attuazione di uno scambio volontario di obbligazioni con uno sconto nominale del 50% sui titoli detenuti dal settore privato. Inizialmente tale soluzione sembrava dare dei frutti positivi, ma poco dopo gli spread sovrani toccarono nuovi massimi, con l'aggiunta di Belgio e Francia agli altri Paesi già colpiti precedentemente. Le condizioni del credito bancario si irrigidivano in maniera drastica e la ripresa economica dell'area, già indebolita durante l'estate appena terminata, si arrestò e gli analisti iniziarono a parlare di rischio di recessione. Alla fine del mese di ottobre avvenne un cambiamento dei vertici della BCE, il cui presidente divenne Mario Draghi. Venne sviluppata una nuova strategia: la convinzione crescente era che la BCE avesse una responsabilità diretta nel preservare l'integrità della trasmissione monetaria e nel contrastare dinamiche finanziarie in grado di frammentare l'unione. Era necessario un cambio di approccio nei confronti della crisi: non più soltanto una successione di problemi nazionali di liquidità o disciplina finale, ma il rischio sistemico e la possibilità di rottura dell'area euro stavano influenzando direttamente le condizioni monetarie e il credito. Questa nuova interpretazione della crisi avrebbe aperto le porte alle grandi LTRO triennali, al rafforzamento delle misure di *collateral* e, in seguito, alle OMT.

Figura 2.3: Indicatori di stress dell'area euro



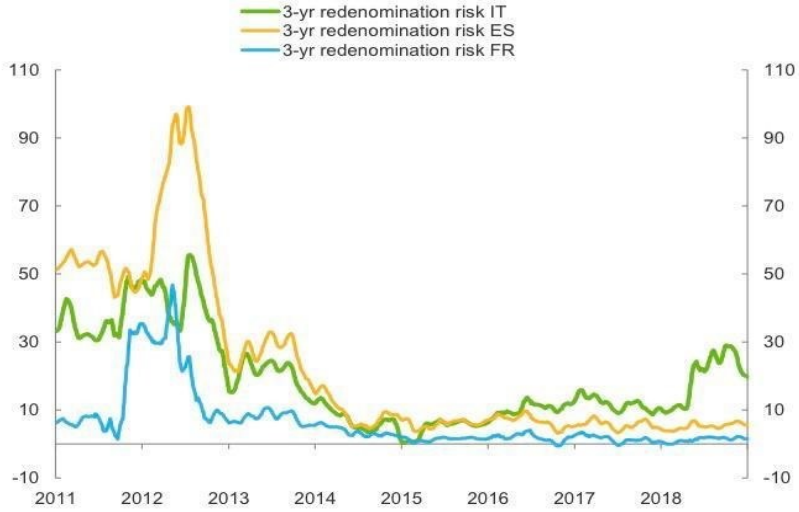
Fonte: A tale of two decades: the ECB's monetary policy

Lo stress nella figura 2.2 viene analizzato attraverso lo spread EURIBOR-OIS e il *Compositive Indicator of Systemic Stress* (CISS) che mostrano un nuovo aumento del livello dello stress finanziario del 2011, dopo il miglioramento della situazione

in seguito al superamento del momento più acuto della crisi. La frammentazione continuava a minare l'integrità dell'area euro ed era ormai divenuto impossibile parlare di costo unico dei finanziamenti. Il deterioramento della trasmissione non era soltanto un problema di stabilità finanziaria, ma un vero e proprio ostacolo diretto alla capacità della BCE di determinare condizioni monetarie coerenti con il proprio mandato.
I mercati iniziarono nuovamente ad analizzare le situazioni finanziarie e di stress dei Paesi: nei sistemi in cui lo stress era maggiore, le perdite attese più elevate, i costi di *funding* e il deterioramento del capitale era estremamente significativo l'attrattività dei prestiti calava sensibilmente e la contrazione del credito avanzava. Emergono nuove questioni che la BCE deve affrontare, quali: il rischio di denominazione e la rottura del meccanismo di trasmissione dei Paesi, oltre al già presente livello generale dei tassi. Con il tempo, il tasso *overnight* tornò a muoversi nei pressi dell'EONIA e del tasso sui depositi, segnalando una ripresa, almeno parziale, della capacità di controllo della BCE delle condizioni monetarie. La liquidità a tre anni (LTRO) fu utilizzata in larga misura e contribuì a sostenere l'acquisto dei titoli e il credito. Aumentò così la quota dei titoli di stato domestici detenuta dalle istituzioni monetarie, con particolare riferimento a Italia e Spagna. Con l'introduzione di nuove misure a più lungo termine la BCE riuscì ad ottenere una parentesi di stabilità finanziaria che durò circa tre mesi: riducendo i premi liquidità, scoraggiando le vendite forzate alimentate dalla situazione di panico creatasi nel mercato. Nei primi mesi del 2012 la crisi tornò a manifestarsi, spinta dalla non disponibilità del nuovo funding triennale in grado di colmare il vuoto lasciato dagli investitori privati e dal deteriorarsi dei fondamentali spagnoli. La Spagna era l'unico dei 4 grandi paesi in contraddizione: la sua disoccupazione si avvicinava al 25% e le carenze di capitale bancario erano potenzialmente superiori alla capacità del Tesoro spagnolo di raccogliere fondi. Venne così presentato un nuovo piano di finanziamento e ristrutturazione che richiedeva una cifra aggiuntiva di 19 miliardi; tale decisione fece scaturire una nuova ondata di volatilità e avversione al rischio. Nel giugno del 2012 la Bankia spagnola chiese assistenza per la ricapitalizzazione bancaria, mentre erano già presenti i primi segnali di una corsa ai depositi proprio contro la stessa banca. La gravità e la durata della crisi portarono i mercati a pensare addirittura ad un'uscita dall'area euro ed a una ridenominazione delle proprie passività in una nuova valuta nazionale. Emerse così il rischio di ridenominazione che andò ad inglobare parte del rischio di credito. Il Consiglio Direttivo della BCE, visto il propagarsi del rischio di ridenominazione in altri Paesi membri, propose una collaborazione con il nuovo Meccanismo salva-stati (MES): un paese prossimo a perdere l'accesso al mercato secondario avrebbe chiesto

assistenza al MES, assistenza che sarebbe stata concessa tramite un programma macroeconomico o acquisti sul mercato secondario.

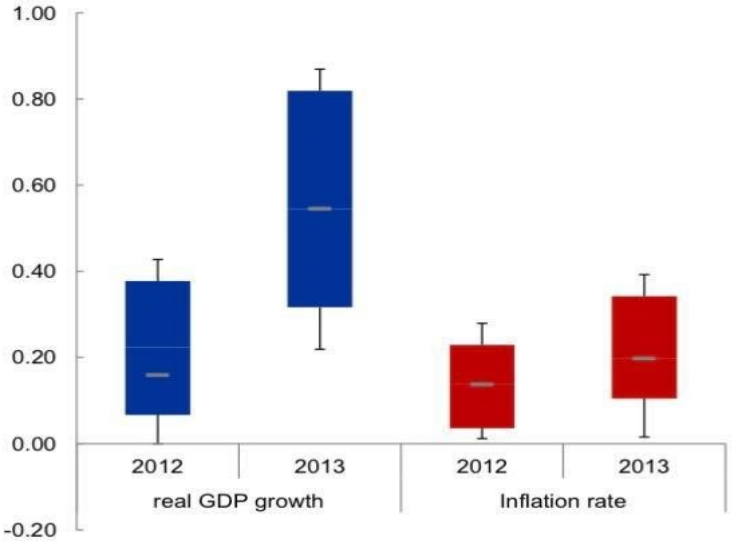
Figura 2.4: Rischio di ridenominazione a tre anni in Italia, Spagna e Francia



Fonte: A tale of two decades: the ECB's monetary policy

Il 26 luglio 2012 il presidente Draghi fu costretto ad intervenire poiché i rendimenti dei titoli dei Paesi in difficoltà stavano risalendo e il tempo per evitare una rottura definitiva dell'area euro stringeva. Nel suo discorso, il presidente richiamava ai progressi fatti a sostegno delle economie più fragili e si allineò all'idea dei leader europei che per uscire dalla crisi sarebbe stata necessaria coesione e collaborazione tra gli Stati membri. Concluse affermando che la BCE era pronta a fare tutto il possibile per mantenere l'area euro unita e pronta a risollevarsi da ogni situazione di difficoltà; da quest'ultima parte nasce il famoso *Whatever it takes* che contraddistingue la linea operativa nella BCE per quanto riguarda l'unità dell'Eurozona. L'annuncio ebbe effetti immediati: i mercati tornarono ad avere fiducia nell'unità e il rischio di ridenominazione si abbassò sensibilmente, gli spread sovrani rispetto alla Germania si erano ridotti di 200 punti base e la compensazione stimata per il rischio di rottura dell'area euro era tornata su livelli non osservati da anni. Dalla conferenza del 2 agosto emerse anche l'introduzione dei *Outright Monetary Transaction* (OMT) per contrastare gravi distorsioni nei mercati dei titoli pubblici originate da timori infondati sulla reversibilità dell'euro. L'efficacia dell'annuncio degli OMT rispetto al precedente riguardo le SMP fu estremamente maggiore poiché gli acquisti erano in linea di principio limitati, subordinati al rispetto di un programma macroeconomico e il loro disegno era più trasparente.

Figura 2.5: Impatto dell'annuncio OMT sul PIL reale e sull'inflazione



Fonte: A tale of two decades: the ECB's monetary policy

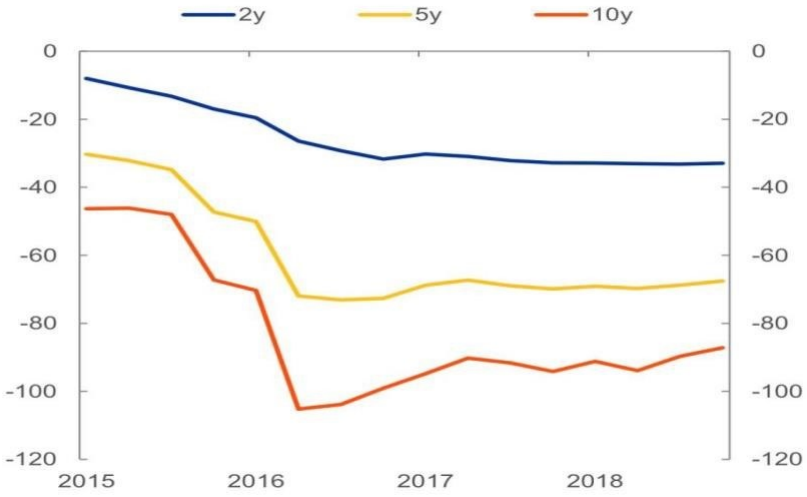
Stando alla figura 2.4, senza l'annuncio OMT nell'area euro la crescita del PIL reale e l'inflazione sarebbero state inferiori di circa 1 e 0,3 punti percentuali, considerando l'effetto cumulato medio su due anni. In realtà le OMT non furono mai attivate materialmente: il solo annuncio permise una stabilizzazione sufficiente dei mercati e delle loro aspettative sugli interventi per il mantenimento della coesione dell'area euro da parte della BCE.

2.2 Efficacia reale ed impatto

Analizzare l'impatto dei singoli strumenti usati dalla BCE può rilevarsi complesso poiché essi sono inseriti all'interno di pacchetti complessi e si rafforzano reciprocamente. L'analisi però potrebbe riguardare gli effetti di primo ordine prodotti da tali strumenti: il NIRP, PSPP e *forward guidance* influenzano principalmente la curva dei rendimenti privi di rischio, mentre i TLTRO e le componenti private dell'APP agiscono soprattutto sul cuneo di intermediazione, ovvero la differenza tra il costo fisso dei prestiti a famiglie e imprese e il tasso *riskfree* usato dagli intermediari come riferimento.
Per separare NIRP e FG si parte dalle distribuzioni *risk-neutral* dei futuri tassi EONIA ricavate dai prezzi delle opzioni sul tre mesi Euribor, corretti per lo spread Euribor-EONIA. Le informazioni raccolte riguardano la media attesa e l'intera

distribuzione dei possibili sentieri futuri. Si costruisce un mondo controfattuale in cui non esistono i tassi negativi. La prima operazione consiste nel rialzare parallelamente ogni densità storica osservata ed ancorarla a zero anziché al tasso *overnight* negativo effettivamente osservato; successivamente tutte le probabilità associate a sentieri sotto lo zero vengono ricollocate sullo zero anch'esse. Con tali procedimenti si costituisce il controfattuale no-NIRP, con FG. Si presuppone che la quota di operatori che nel mondo reale attribuiva probabilità a tassi pari o inferiori al livello corrente viene trasformata, nel mondo senza NIRP, nella quota che attribuisce probabilità a tassi pari a zero. L'analisi però tenta di andare oltre e di creare un modello che escluda anche la FG, per fare ciò vengono indagate le quantità di ricerche su Google Trends inerenti alla *Forward Guidance* dei settori finanziari; interpretando tale dato come un indicatore dell'attenzione generata dalle comunicazioni FG della BCE. Si verifica come la differenza delle stime dei due modelli a 12 mesi sia di circa 6 punti base, mentre per i 18 mesi la differenza è di 11 punti base. Data l'incertezza dei due approcci non è stata scelta nessuna delle due stime come quella più veritiera, ma si considera la coerenza complessiva un importante controllo di robustezza.
Per quantificare invece l'effetto puro della APP l'analisi si sposta sul canale della *duration:* si stima l'effetto sul premio a termine mediante un modello affine della struttura a termine privo di arbitraggio. Gli investitori meno sensibili (come assicuratoti, fondi pensione e settore ufficiale) vengono separati dagli operatori che reagiscono più intensamente a variazioni di prezzo e di offerta.

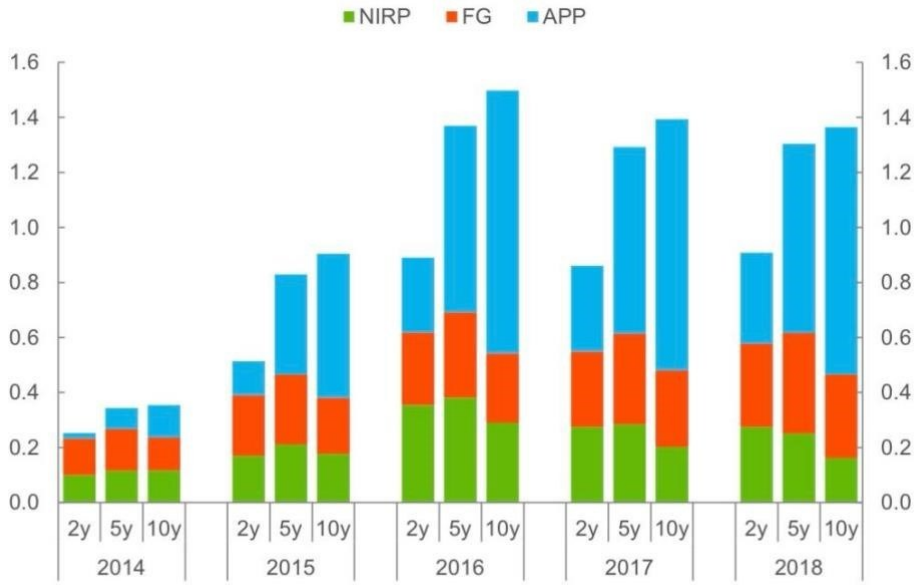
Figura 2.6: Impatto dell'APP sull'area euro



Fonte: A tale of two decades: the ECB's monetary policy

La figura 2.5 mostra l'impatto stimato dell'APP sui rendimenti sovrani a 2,5 e 10 anni, concentrandosi solo sulla *duration*: gli acquisti possono anche rafforzare il segnale di FG sul futuro percorso sei tassi e, attraverso guadagni in conto capitale e maggiore liquidità, aumentare la capacità delle banche di espandere i prestiti.
L'effetto puro delle TLTRO viene quantificato basandosi sulla compressione del cuneo di intermediazione attraverso la riduzione dei costi di *funding* bancario. Il canale diretto riguarda le banche ed è calcolato combinando il risparmio di costo per unità di finanziamento con gli importi presi a prestito. Il ricorso alle TRTLO dell'area euro è aumentato nel corso del tempo: si raggiungono i 762 miliardi nel 2017 ed il suo ammontare continua a rimanere elevato negli anni successivi. Il risparmio unitario è calcolato come la differenza tra il costo delle fonti private più care e il finanziamento a lungo termine BCE. Il canale indiretto invece nasce dalla scarsità di bond bancari: le banche che sostituiscono emissioni con TRTLO riducono l'offerta di obbligazioni e comprimono i rendimenti.

Figura 2.7: Differenze rendimenti titoli sovrani con o senza NIRP, FG e APP



Fonte: A tale of two decades: the ECB's monetary policy

È evidente come i rendimenti dei titoli sarebbero stati estremamente più alti in caso di assenza di NIRP, APP e FG. L'impatto del NIRP è maggiore nelle scadenze intermedie, anche quello della FG è persistente lungo la struttura per scadenza. L'APP presenta invece, coerentemente con il canale della *duration,* un effetto

crescente con la scadenza. Secondo i dati raccolti, il PIL sarebbe stato circa 2,7% più basso alla fine del 2018 e l'inflazione annua mediamente più debole di circa un terzo di punto percentuale nel periodo 2015-2018. Circa un quinto dell'impatto complessivo del tasso di crescita del 2017 è attribuito al NIRP, l'APP spiega invece la maggior parte dell'effetto crescita nel 2017 e le TRTLO forniscono un sostegno durevole pari circa a un quinto dell'impatto complessivo in quell'anno.

CONCLUSIONI

Il presente lavoro ha analizzato il ruolo della Banca Centrale Europea nel contesto della crisi del debito sovrano, concentrandosi sull'evoluzione degli strumenti di politica monetaria adottati per affrontare le diverse fasi di instabilità che hanno caratterizzato l'area euro. La crisi ha rappresentato un momento particolarmente significativo per l'Unione Economica e Monetaria, mettendo in evidenza alcune importanti fragilità dell'architettura europea mostrando come le difficoltà finanziarie dei singoli Stati potessero avere conseguenze sull'intero sistema economico e finanziario. In una prima fase la BCE ha fatto ricorso agli strumenti tradizionali di politica monetaria, intervenendo principalmente attraverso la gestione dei tassi di interesse e delle operazioni di rifinanziamento. Tuttavia, la gravità e la durata della crisi hanno reso necessario il progressivo ricorso a strumenti non convenzionali. Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, i programmi di acquisto titoli e le successive misure introdotte per contrastare i rischi di frammentazione finanziaria hanno ampliato significativamente il ruolo della BCE. L'obiettivo non è stato soltanto quello di sostenere la liquidità del sistema, ma anche di preservare il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria nei diversi Paesi dell'area euro. Particolare importanza ha assunto anche la capacità della BCE di intervenire nel momento di maggiore tensione sui mercati dei titoli di Stato. L'aumento degli spread e la perdita di fiducia degli investitori avevano contribuito ad aggravare le condizioni di finanziamento di alcuni Stati, come Grecia, Spagna e Italia, creando un circolo negativo tra debito pubblico, sistema bancario e condizioni economiche. Gli interventi della BCE hanno contribuito a ridurre tali tensioni e a rafforzare la fiducia nella stabilità dell'euro, pur rimanendo all'interno dei limiti previsti dal proprio mandato istituzionale. In conclusione, la crisi del debito sovrano ha costituito un importante punto di svolta nell'evoluzione della politica monetaria europea. La BCE ha progressivamente sviluppato strumenti più articolati e flessibili, adattando il proprio intervento alle nuove condizioni economiche e finanziarie. L'esperienza maturata durante la crisi ha contribuito a ridefinire il ruolo della Banca Centrale Europea, evidenziando allo stesso tempo l'importanza di avere un'architettura solida e integrata. Lo studio degli strumenti della BCE consente, pertanto, di comprendere non solo le modalità attraverso cui la politica monetaria può reagire alle crisi, ma

anche la complessità dei rapporti tra stabilità dei prezzi, debito pubblico, sistema finanziario e crescita economica nell'area euro.

BIBLIOGRAFIA

Alessandrini, P. (2021). *Economia e politica della moneta. Nel labirinto della finanza* (2ª ed.). Bologna: Il Mulino.

Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Saint Guilhem, A. e Yiangou, J. (2019). *A tale of two decades: The ECB's monetary policy at 20* (ECB Working Paper Series, n. 2346). Francoforte sul Meno: Banca centrale europea. Disponibile su: https://ideas.repec.org/p/ecb/ecbwps/20192346.html

SITOGRAFIA

www.finanzadigitale.com
www.bundesbank.de www.bancaditalia.it
www.ecb.europa.eu