



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**LA POLITICA MONETARIA DELLA  
BANCA CENTRALE EUROPEA**

**EUROPEAN CENTRAL BANK'S MONETARY POLICY**

Relatore:  
Prof. Davide Ticchi

Rapporto Finale di:  
Paola Rong Rong Hu

Anno Accademico 2020/2021



## INDICE

|  |           |
|--|-----------|
| <b>INTRODUZIONE.....</b>   | <b>5</b>  |
| <b>CAPITOLO I – L’UNIONE ECONOMICA E MONETARIA.....</b>              | <b>7</b>  |
| 1.1 Introduzione della moneta unica europea .....                    | 7         |
| 1.2 I criteri di convergenze del Trattato di Maastricht.....         | 8         |
| <b>CAPITOLO II – LA BANCA CENTRALE EUROPEA (BCE).....</b>            | <b>10</b> |
| 2.1 Origini e struttura della Banca centrale europea.....            | 10        |
| 2.2 Competenze e obiettivi della Banca centrale europea .....        | 12        |
| <b>CAPITOLO III – LA POLITICA MONETARIA.....</b>                     | <b>14</b> |
| 3.1 Gli strumenti convenzionali di politica monetaria.....           | 14        |
| 3.2 Gli strumenti non convenzionali di politica monetaria.....       | 17        |
| <b>CAPITOLO IV – LE TRE CRISI EUROPEE.....</b>                       | <b>20</b> |
| 4.1 La crisi finanziaria .....                                       | 20        |
| 4.2 La crisi del debito sovrano .....                                | 22        |
| 4.3 La disinflazione e il rischio di deflazione .....                | 23        |
| <b>CAPITOLO V – LA POLITICA MONETARIA DELLA BCE 2011-2019 ..</b>     | <b>26</b> |
| 5.1 I tassi di interesse negativi .....                              | 26        |
| 5.2 Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO)..... | 27        |
| 5.3 “ <i>Whatever it takes to preserve the euro</i> ” .....          | 28        |
| 5.4 La “ <i>forward guidance</i> ” .....                             | 29        |
| 5.5 Il “ <i>quantitative easing</i> ” .....                          | 30        |
| <b>CAPITOLO VI – LA POLITICA SUI TASSI D’INTERESSE .....</b>         | <b>33</b> |
| <b>CONCLUSIONI FINALI.....</b>                                       | <b>35</b> |
| <b>BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA .....</b>                               | <b>37</b> |



## INTRODUZIONE

Il presente elaborato ha l'obiettivo di esaminare il ruolo delle banche centrali nella gestione delle crisi finanziarie, con primaria attenzione sulle politiche adottate dalla Banca Centrale Europea durante il mandato del presidente Mario Draghi, il quale ha ricoperto la carica dal 1° novembre 2011 al 31 ottobre 2019.

La necessità di preservare il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria e garantire l'offerta di credito al settore privato ha esteso i limiti della politica monetaria convenzionale. L'obiettivo di questo elaborato è dunque quello di approfondire l'utilizzo di strumenti di politica monetaria non convenzionali, con questo termine riferendoci all'inedita quantità e qualità dei vari programmi posti in essere in risposta ad aspre condizioni economiche.

L'elaborato sarà strutturato secondo il seguente schema. Tratteremo dell'unificazione dei vari paesi europei tramite l'adozione della moneta unica e la sottoscrizione dei patti di convergenza. Introdurremo l'attore principale delle vicende trattate, ovverosia la Banca Centrale Europea. Successivamente, studieremo le meccaniche che esacerbano le crisi finanziarie evidenziando come le politiche tradizionali di politica monetaria non siano più efficaci e la necessità di un'evoluzione verso quelle forme che oggi definiamo "non convenzionali". Seguirà poi un'analisi delle principali politiche messe in atto dalla BCE tra il 2011 e il 2019,

sotto la guida del governatore Mario Draghi. Nell'ultima parte dell'elaborato valuteremo l'efficacia delle politiche dei tassi d'interesse, esaminando quale sia il momento migliore per ridurli, quale sia la velocità ottimale e quale sia il momento giusto per arrestare tale processo.

# CAPITOLO I – L'UNIONE ECONOMICA E MONETARIA

## 1.1 Introduzione della moneta unica europea

Dopo un decennio di preparativi, il 1° gennaio 1999 è stato varato l'euro: durante i primi tre anni è stata una moneta “invisibile”, utilizzata solo a fini contabili e per i pagamenti elettronici. Le monete e le banconote sono entrati in circolazione solo a partire dal 1° gennaio 2002.<sup>1</sup>

I primi undici paesi che hanno deciso di sostituire le proprie valute nazionali con l'euro sono: Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna. Hanno successivamente aderito all'area euro, tra il 2001 e il 1° gennaio 2014, altri sette Paesi: Grecia, Cipro, Malta, Slovenia, Slovacchia, Estonia e Lettonia. Anche tre microstati (Principato di Monaco, Repubblica di San Marino e Stato della Città del Vaticano) hanno adottato l'euro sulla base di accordi formali stipulati con l'UE. Andorra, Montenegro e Kosovo utilizzano invece tale valuta senza alcun accordo formale.<sup>2</sup>

Attualmente l'euro (€) è la moneta ufficiale di 19 dei 27 paesi membri dell'UE che insieme costituiscono l'area dell'euro, ufficialmente detta zona euro.

---

<sup>1</sup> Dati storici reperibili sul sito ufficiale dell'Unione Europea (2019). *Storia e finalità dell'euro*.

<sup>2</sup> Un elenco dei paesi membri della zona euro e uno dei paesi membri che si avvalgono di una clausola di non partecipazione sono presenti sul sito ufficiale dell'Unione Europea (2020). *Which countries use the euro*.

## 1.2 I criteri di convergenze del Trattato di Maastricht

Per poter aderire all'area dell'euro, gli Stati membri dell'UE devono soddisfare i cosiddetti “criteri di convergenza”. Tali condizioni economiche e giuridiche sono state concordate nel trattato di Maastricht del 1992 e sono note anche come “criteri di Maastricht”.<sup>3</sup>

Il trattato stabilisce due condizioni principali per l'ammissione di un Paese all'area dell'euro<sup>4</sup>:

- la compatibilità della legislazione nazionale del Paese candidato con lo Statuto del Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC) e della Banca Centrale Europea (BCE);
- il raggiungimento di un elevato grado di convergenza economica sostenibile.

Per quanto riguarda la prima condizione (convergenza normativa), il termine “compatibilità” implica in particolare che la normativa nazionale deve eliminare eventuali norme contrarie all'indipendenza della Banca Centrale del Paese e al suo ruolo di parte integrante del SEBC.

---

<sup>3</sup> Le informazioni sono reperite dal sito ufficiale dell'Unione Europea (2020). *Come aderiscono i paesi.*

<sup>4</sup> Un riepilogo dei criteri di convergenza viene fornito dal Consiglio europeo e dal Consiglio dell'Unione europea (2020). *Condizioni per aderire alla zona euro: i criteri di convergenza.*

Per quanto riguarda la seconda condizione, il grado di convergenza economica sostenibile di un Paese è valutato, ai sensi dell'articolo 140 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea<sup>5</sup>. In base ai seguenti criteri:

- Stabilità dei prezzi. Un alto grado di stabilità dei prezzi, risultante da un tasso di inflazione non superiore di 1,5 punti percentuali rispetto al tasso dei tre Stati membri che hanno conseguito i migliori risultati.
- Finanze pubbliche sane e sostenibili. Sostenibilità della situazione della finanza pubblica, risultante dal conseguimento di una situazione di bilancio pubblico non caratterizzata da un disavanzo eccessivo.
- Stabilità del tasso di cambio. Il paese deve partecipare al meccanismo di cambio (ERM 2) per almeno due anni senza deviazioni di rilievo rispetto al tasso di cambio centrale dell'ERM 2 e senza svalutazioni del tasso di cambio centrale bilaterale della sua moneta nei confronti dell'euro nello stesso periodo.
- Tassi d'interesse a lungo termine. Il tasso d'interesse a lungo termine non dovrebbe essere maggiore di due punti percentuali rispetto al tasso dei tre Stati membri che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi.

---

<sup>5</sup> Art.140, paragrafo 1, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea pubblicata in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea n. C 326/108 del 26 ottobre 2012, (ex articoli 121, paragrafo 1, 122, paragrafo 2, e 123, paragrafo 5, del TCE).

## **CAPITOLO II – LA BANCA CENTRALE EUROPEA (BCE)**

### **2.1 Origini e struttura della Banca centrale europea**

La Banca Centrale Europea (BCE) è una delle istituzioni dell'Unione Europea (UE). Istituita con il Trattato di Maastricht (1992) e costituita il 1° giugno 1998, ha sede a Francoforte. Dal 1° gennaio 1999 gli Stati membri dell'UE aderenti all'area dell'euro le hanno trasferito la sovranità monetaria. Insieme alle banche centrali nazionali degli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro costituisce l'Eurosistema. Insieme alle banche centrali nazionali di tutti gli Stati membri dell'UE costituisce il più ampio Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC). Obiettivo primario della politica monetaria condotta dal SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi.<sup>6</sup>

La Banca centrale europea è dotata di personalità giuridica propria e di un elevato grado di indipendenza rispetto alle altre istituzioni e ai governi.

La Bce ricopre un ruolo fondamentale in materia di politica monetaria, disponendo del diritto esclusivo di autorizzare l'emissione di banconote in euro all'interno dell'Unione.

Il presidente della BCE è nominato per 8 anni, con mandato non rinnovabile, dal Consiglio europeo a maggioranza qualificata, insieme agli altri 5 membri del

---

<sup>6</sup> Definizione ripreso dall'enciclopedia Treccani. *Banca centrale europea*.

Comitato esecutivo. L'attuale Presidente della Banca Centrale europea è Christine Lagarde, succeduta a Mario Draghi a partire dal 1° novembre 2019. L'ex Presidente della Banca Centrale Mario Draghi ha ricoperto la carica dal 1° novembre 2011 al 31 ottobre 2019.

Gli organi decisionali della BCE sono il consiglio direttivo, il comitato esecutivo e il consiglio generale.<sup>7</sup>

Il Consiglio direttivo, il principale organo decisionale. Comprende il Comitato esecutivo e i governatori delle banche centrali nazionali dei paesi dell'eurozona.

Il Comitato esecutivo gestisce gli affari correnti della BCE. Comprende il presidente e il vicepresidente della BCE e altri quattro membri nominati per un periodo di otto anni dai leader dei paesi dell'eurozona.

Il Consiglio generale svolge perlopiù funzioni consultive e di coordinamento. Comprende il presidente e il vicepresidente della BCE e i governatori delle banche centrali nazionali di tutti i paesi dell'UE.

---

<sup>7</sup> Informazioni sulla composizione della Banca centrale europea e le relative funzioni sono reperibili sul sito ufficiale dell'Unione Europea (2020). *Banca centrale europea (BCE)*.

## **2.2 Competenze e obiettivi della Banca centrale europea**

Unitamente alle banche centrali nazionali partecipanti al SEBC, l'obiettivo principale del BCE è il mantenimento della stabilità dei prezzi.<sup>8</sup> Oltre a tale obiettivo, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nell'Unione al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi dell'Unione di cui all'articolo 3 TUE. Il SEBC agisce in conformità del principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza. I compiti fondamentali svolti dal SEBC sono i seguenti: definire e attuare la politica monetaria dell'Unione; svolgere le operazioni sui cambi con paesi terzi; detenere e gestire le riserve ufficiali in valuta estera dei paesi nell'area dell'euro; promuovere il buon funzionamento dei sistemi di pagamento.<sup>9</sup>

La BCE ha il diritto esclusivo di autorizzare l'emissione di banconote in euro. La BCE stabilisce i regolamenti e prende le decisioni necessarie per assolvere i compiti attribuiti al SEBC in virtù dei trattati e dello statuto della BCE. Inoltre, formula raccomandazioni e pareri.<sup>10</sup> La BCE deve essere consultata in merito a qualsiasi proposta di atto dell'Unione che rientri nelle sue competenze e può presentare pareri sulle questioni in merito alle quali è consultata.<sup>11</sup> Lo statuto della BCE elenca i vari strumenti che essa può utilizzare al fine di adempiere le sue funzioni monetarie. La BCE e le BCN possono aprire conti intestati a enti crediti-

---

<sup>8</sup> Conformemente all'articolo 127, paragrafo 1, TFUE.

<sup>9</sup> Ai sensi dell'articolo 127, paragrafo 2, TFUE, e dell'articolo 3 dello statuto della BCE.

<sup>10</sup> Ai sensi dell'articolo 132 del TFUE.

<sup>11</sup> Ai sensi dell'articolo 138 del TFUE.

zi, organismi pubblici e altri operatori del mercato e accettare attività come garanzia. Può condurre operazioni di credito e di mercato aperto e richiedere riserve minime.

Da novembre 2014 la BCE è incaricata della vigilanza di tutti gli enti creditizi negli Stati membri partecipanti al meccanismo di vigilanza unico. La BCE costituisce, insieme alle autorità nazionali competenti degli Stati membri dell'area dell'euro, il meccanismo di vigilanza unico (SSM). La BCE vigila direttamente sulle maggiori banche mentre le rimanenti banche continuano a essere controllate dalle autorità nazionali di vigilanza. I principali compiti della BCE e delle autorità nazionali di vigilanza sono controllare che le banche rispettino le norme bancarie dell'Unione e affrontare immediatamente i problemi.<sup>12</sup>

---

<sup>12</sup> Informazioni sulla funzione di vigilanza della BCE sono reperiti dal sito ufficiale del Parlamento Europeo (2021). *La Banca centrale europea (BCE)*.

## CAPITOLO III – LA POLITICA MONETARIA

### 3.1 Gli strumenti convenzionali di politica monetaria

L'attuazione della politica monetaria della BCE poggia su due pilastri<sup>13</sup>.

Il primo pilastro (la strategia della politica monetaria) determina il tasso di interesse adeguato al raggiungimento della stabilità dei prezzi. Questo è definito come un tasso di inflazione che nel medio termine dovrebbe rimanere “inferiore ma vicino al 2 per cento”. Secondo questa definizione, non solo un'inflazione superiore al 2%, ma anche un'inflazione eccessivamente bassa o una deflazione totale, sono incompatibili con l'obiettivo della stabilità dei prezzi.

Il secondo pilastro (il quadro operativo) è l'insieme degli strumenti e delle procedure per raggiungere il tasso di interesse desiderato. Lo Statuto del SEBC (articolo 18) prevede che, al fine di svolgere i compiti del SEBC, la BCE e le BCN possano<sup>14</sup>:

---

<sup>13</sup> Si ringrazia Micossi Stefano, Direttore generale della società Assonime, il cui paper scientifico No.109/maggio 2015 pubblicato negli archivi della CEPS, intitolato “The Monetary policy of the European Central Bank (2002-2015)” è stato di fondamentale aiuto per stesura del presente capitolo dedicato all'analisi degli strumenti convenzionali di politica monetaria.

<sup>14</sup> Ai sensi dell'articolo 18 dello statuto del Sistema europeo di Banche centrali e della Banca centrale europea, pubblicata in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, versione del 7 giugno 2016, pp. 230-250.

- acquistare e vendere a titolo definitivo o a pronti contro termine e prestare o prendere in prestito qualsiasi tipo di strumento negoziabile (inclusi quelli sovrani) in qualsiasi valuta e metalli preziosi;
- condurre operazioni di finanziamento con istituti di credito e altri operatori di mercato, riguardanti prestiti coperti da adeguate garanzie.

Gli enti creditizi dell'area euro sono inoltre tenuti a mantenere riserve minime presso l'Eurosistema con il duplice scopo di stabilizzare i tassi di interesse del mercato monetario e di mantenere uno scarso livello di liquidità “strutturale” nelle banche in modo da rafforzare la capacità della BCE di orientare il livello dei tassi con le operazioni di mercato aperto.

Il Consiglio direttivo può altresì decidere, a maggioranza dei due terzi dei voti espressi, di utilizzare altre modalità operative di politica monetaria “come meglio crede” (art. 20 Statuto SEBC)<sup>15</sup>, sempre nel rispetto del suo obiettivo primario di stabilità dei prezzi.

Nella tradizione continentale dei sistemi finanziari bancari, le operazioni dell'Eurosistema consistono principalmente in linee di rifinanziamento bancarie, per lo più sotto forma di operazioni temporanee concesse a fronte di garanzie idonee: fino alla crisi finanziaria, esse comprendevano le operazioni di breve termine

---

<sup>15</sup> Ai sensi dell'articolo 20 dello statuto del Sistema europeo di Banche centrali e della Banca centrale europea, pubblicata in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, versione del 7 giugno 2016, pp. 230-250.

(MRO, una settimana) e le operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO, tre mesi), le operazioni di fine tuning (durata non standard, comprendenti anche la raccolta di depositi a tempo determinato e swap in valuta), l'emissione di certificati di debito della BCE (per drenare liquidità), e linee permanenti a disposizione delle banche per prelevare o depositare fondi per regolare la liquidità (il prestito marginale e deposito). Le operazioni temporanee riducono al minimo i rischi di mercato e di credito assunti dalla BCE. Una volta scoppiata la crisi finanziaria, sono stati introdotti strumenti e facilitazioni speciali, sia per rifinanziare le banche sotto stress per periodi più lunghi, sia per l'acquisto a titolo definitivo di titoli privati e sovrani.

Le ORP (operazioni di rifinanziamento principali) sono il principale strumento di politica monetaria e il tasso di interesse applicato su queste operazioni è il tasso ufficiale di riferimento chiave. Il tasso applicato sul rifinanziamento marginale e il tasso pagato sui depositi delle banche presso le strutture di deposito permanente stabiliscono di fatto un corridoio entro il quale il tasso può fluttuare.

Completano il complesso degli strumenti le linee di Emergency Liquidity Assistance (ELA) istituite con le BCN per assistere le singole banche che affrontano problemi temporanei di liquidità.

L'Eurosistema possiede tutti gli strumenti di policy normalmente a disposizione di una banca centrale, con ampi margini di manovra su come utilizzarli. Tuttavia,

il loro effettivo utilizzo è soggetto a vincoli politici, che riflettono gli obiettivi assegnati all'Eurosistema dal Trattato.

### **3.2 Gli strumenti non convenzionali di politica monetaria**

La gravità della crisi finanziaria, che si è prolungata nel corso degli anni soprattutto in Europa, ha indotto tutte le Banche centrali ad ampliare non solo l'entità ma anche l'articolazione degli interventi. Sono state aggiunte politiche definite non convenzionali per indicare il loro carattere innovativo e straordinario.<sup>16</sup>

La BCE non ha modificato la struttura del proprio quadro operativo, che è rimasta la stessa con le due categorie delle operazioni di mercato aperto e su iniziativa delle controparti, con l'aggiudicazione su base d'asta e con il riporto di garanzie. All'interno di questa struttura sono stati però introdotti significativi cambiamenti riguardanti:

- L'erogazione di liquidità a tasso fisso con piena aggiudicazione delle richieste delle banche nelle operazioni di rifinanziamento principale ORP;
- L'ampliamento dei titoli accettati a garanzia, con abbassamento del rating minimo;

---

<sup>16</sup> Si ringrazia il Professore Pietro Alessandrini, il cui manuale accademico intitolato "Economia e politica della moneta", Il mulino casa editrice, II edizione, è stato di fondamentale aiuto per la stesura del presente capitolo. In particolare, si fa riferimento al capitolo 6 intitolato *Le misure non convenzionali*, pp.147-148.

- L'estensione delle scadenze delle operazioni di rifinanziamento a lungo termine ORLT: da tre mesi a un anno (nel 2009) e, successivamente, a tre anni (dicembre 2011 e febbraio 2012) e a quattro anni vincolati all'erogazione di prestiti bancari alle imprese (da settembre 2014 a giugno 2016);
- L'estensione del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria ROB da un mese a un mese e mezzo (da gennaio 2015);
- Operazioni swap in dollari e franchi svizzeri;
- Programmi di acquisto definitivo di determinati titoli di debito: obbligazioni bancarie garantite, titoli di Stato di paesi membri in difficoltà (da maggio 2010 a settembre 2012), titoli di prestiti cartolarizzati (novembre 2014);
- Avvio del programma di *quantitative easing* (da marzo 2015 fino almeno a settembre 2016), con acquisti mensili di 60 miliardi di istituzioni europee, ripartiti tra le Banche centrali nazionali e la BCE a livello sia quantitativo sia di assunzione dei rischi di perdita.

Questa serie di interventi non convenzionali, che in parte si sono avvicinati e in parte si sono sommati nel tempo, sono stati accompagnati da forti riduzioni dei tassi ufficiali delle operazioni ordinarie di rifinanziamento principale, di finanziamenti marginali e di depositi overnight e dalla riduzione del coefficiente di riserva obbligatoria dal 2% all'1% (dal dicembre 2011).

Gli obiettivi sono stati molteplici: immettere maggiore liquidità direttamente alle banche e attraverso il mercato dei titoli, a costi sempre più bassi; dare maggiore stabilità ai mercati monetari e finanziari, prolungando i tempi dei finanziamenti e della movimentazione della riserva obbligatoria; facilitare la trasmissione della politica monetaria per rilanciare il credito all'economia.

## CAPITOLO IV – LE TRE CRISI EUROPEE

In questa sezione viene esaminato brevemente lo sviluppo e l'impatto macroeconomico della crisi finanziaria globale e del debito sovrano; si passa poi ad esaminare le cause della disinflazione del 2013-14 e i rischi che ha sollevato.

### 4.1 La crisi finanziaria

Nell'estate del 2007 una tempesta senza precedenti ha colpito i sistemi finanziari delle economie più avanzate, causando rapide perturbazioni e il congelamento dei mercati finanziari e creditizi. I presupposti della crisi risalgono al 2003 negli Stati Uniti, quando cominciò ad aumentare in modo significativo l'erogazione di mutui ad alto rischio, ossia a clienti che in condizioni normali non avrebbero ottenuto credito poiché non sarebbero stati in grado di fornire sufficienti garanzie.<sup>17</sup>

I fattori che hanno stimolato la crescita dei mutui subprime sono riconducibili, tra l'altro, alle dinamiche del mercato immobiliare statunitense e allo sviluppo delle cartolarizzazioni. Le cartolarizzazioni consentivano alle banche di liberarsi del rischio di insolvenza dei prenditori dei fondi e indebolivano così l'incentivo a valutare correttamente l'affidabilità dei clienti. I titoli cartolarizzati sono stati sotto-

---

<sup>17</sup> In questa sezione si fa riferimento all'approfondimento fornito dalla CONSOB, Autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari, testo intitolato “*La crisi finanziaria del 2007-2009*”.

scritti da molti investitori sia negli USA sia in Europa. Tale circostanza ha creato i presupposti per la trasmissione della crisi dall'economia statunitense alle economie europee.

In Europa, la crisi toccò per prima Northern Rock, quinto istituto di credito britannico specializzato nei mutui immobiliari, oggetto a metà settembre del 2007 di una corsa agli sportelli. La Banca centrale britannica procedette alla nazionalizzazione dell'istituto, impegnando circa 110 miliardi di sterline.

L'attività economica globale è crollata nel 2009, quando il commercio mondiale e la fiducia sono calati drasticamente e le banche hanno inasprito le condizioni di credito. Consistenti piani di salvataggio per gli istituti di credito in difficoltà vennero predisposti da Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Grecia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Svezia. Nel complesso gli aiuti erogati dai governi alle banche dei rispettivi sistemi nazionali raggiungono i 3.166 miliardi di euro in Europa, sotto forma di garanzie (2.443 miliardi), ricapitalizzazioni (472 miliardi) e linee di credito e prestiti (251 miliardi).<sup>18</sup>

---

<sup>18</sup> Dati ripresi dal sito ufficiale della CONSOB, Autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari, *“La crisi finanziaria del 2007-2009”*.

## 4.2 La crisi del debito sovrano

In molti paesi, la risposta alla crisi finanziaria ha comportato un'espansione delle misure di politica fiscale, che hanno comportato un deterioramento dei bilanci pubblici. Si è visto un rapido peggioramento delle condizioni finanziarie, in particolare in Grecia la situazione delle finanze pubbliche è risultata essere molto peggiore di quanto precedentemente affermato dal governo greco e valutato dagli analisti.<sup>19</sup>

Nella primavera del 2010, il contagio della crisi greca ha iniziato a diffondersi ad altri economiche (Irlanda, Portogallo, Spagna). Un primo pacchetto di salvataggio dal valore di 110 miliardi di euro a favore della Grecia è stato impostato congiuntamente agli inizi di maggio dall'Unione Europea, dalla BCE e dal FMI (la cosiddetta Troika). Ciò, tuttavia, non è stato sufficiente per tenere a freno gli spread sovrani greci, che hanno mantenuto una tendenza in aumento. Nell'ottobre 2010 le decisioni prese a Deauville dal cancelliere tedesco e dal presidente francese hanno guidato il cosiddetto PSI, ovvero il coinvolgimento del settore privato nella condivisione delle perdite sui titoli di stato greci. A seguito di tale decisione, le condizioni finanziarie sono peggiorate ulteriormente, colpendo rapidamente altri paesi.

---

<sup>19</sup> Un'analisi approfondita della crisi del debito sovrano è fornita dagli autori Neri Stefano e Siviero Stefano nella occasional paper n.486/marzo 2019 intitolato "The non-standard monetary policy measures of the ECB: motivations, effectiveness and risks", pubblicata negli archivi della Banca d'Italia.

Le tensioni sul debito sovrano hanno avuto un impatto significativo sul funzionamento dei mercati finanziari e creditizi e sull'economia reale. Le tensioni economiche e finanziarie in alcuni paesi dell'area dell'euro si sono trasformate in una vera e propria crisi sovrana, che si è estesa in tutta l'area dell'euro e ha colpito duramente diverse economie, tra cui l'Italia e la Spagna.

### **4.3 La disinflazione e il rischio di deflazione**

Nella fase più acuta della crisi del debito sovrano, l'inflazione è rimasta al di sopra del 2,5%. Tuttavia, dopo il picco (3%) raggiunto alla fine del 2011, l'inflazione ha iniziato a diminuire. La tendenza al ribasso è accelerata nella seconda metà del 2013 e all'inizio del 2014 è diventata la principale preoccupazione della BCE.

In un contesto di calo dell'inflazione, la BCE ha ridotto due volte i tassi di policy nel 2013, portando il tasso MRO allo 0,25 per cento a novembre. A luglio 2013, la BCE ha iniziato a fornire indicazioni prospettiche sui tassi di policy, al fine di mantenere la stabilità dei prezzi in un contesto di modeste prospettive di inflazione e crescita.<sup>20</sup>

Contrariamente alle misure adottate nelle fasi precedenti della lunga crisi, le nuove misure di politica monetaria non convenzionali non avevano lo scopo di af-

---

<sup>20</sup> I dati sono raccolti dall'occasional paper di Neri Stefano e Siviero Stefano n.486/marzo 2019 intitolato "The non-standard monetary policy measures of the ECB: motivations, effectiveness and risks", pubblicata negli archivi della Banca d'Italia.

frontare i danni in questi mercati specifici o di evitare una disgregazione dell'unione monetaria, ma erano, invece, direttamente finalizzate a fornire maggiore stimolo alla domanda aggregata e ad aumentare l'inflazione.

L'area dell'euro ha subito una serie di shock e una posizione di partenza debole che ha portato a pressioni disinflazionistiche particolarmente forti. In linea di principio, il processo di disinflazione – esso stesso frutto di condizioni di scarsa domanda aggregata – che l'area dell'euro sta vivendo è il risultato dei seguenti fattori: un diffuso deleveraging del debito, un sistema bancario fragile, la presenza di rischi e incertezze, il rapporto negativo tra inflazione e debito e il ruolo centrale delle politiche fiscali e strutturali.<sup>21</sup>

Come conclusione della presente sezione si riporta l'osservazione fornita dal professore Pietro Alessandrini nel manuale “Economia e politica della moneta”. Si sostiene che la deflazione non è necessariamente un fattore di crisi se la riduzione dei prezzi viene dal lato dell'offerta, frutto di innovazioni competitive che favoriscono lo sviluppo e l'occupazione. Diviene una preoccupante complicazione, sinonimo di debolezza, in presenza di recessione prolungata del reddito e dell'occupazione. Tale situazione sarà molto difficile da curare con la politica monetaria, soprattutto se si ancorano le aspettative deflazionistiche che determi-

---

<sup>21</sup> Osservazioni ripresi dalla ricerca effettuata da Demertzis Maria e Wolff Guntram B. (2016) “*The effectiveness of the European Central Banks's asset purchase programme*”, Bruegel Policy Contribution, No.2016/10, Bruegel, Brussels.

nano comportamenti restrittivi nella domanda aggregata, conseguenti a decisioni di rinvio dei consumi e degli investimenti.<sup>22</sup>

---

<sup>22</sup> Osservazione ripresa dal manuale accademico “Economia e politica della moneta” del Professore Pietro Alessandrini, Il mulino casa editrice, II edizione, capitolo 15, “La deflazione”, pp. 354-355.

## **CAPITOLO V – LA POLITICA MONETARIA DELLA BCE 2011-2019**

Il presente capitolo dedicato alle politiche monetarie adottate della BCE tra il 2011 e il 2019 farà riferimento all'articolo della giornalista Isabella Bufacchi, intitolato "L'era Draghi".<sup>23</sup>

### **5.1 I tassi di interesse negativi**

A giugno del 2014 la BCE ha ridotto il tasso di interesse sui depositi (il tasso d'interesse sui depositi delle banche presso la banca centrale) sotto lo zero, a -0,1%, e come aveva annunciato il presidente della BCE Mario Draghi all'epoca *"L'intento è ripristinare la crescita, per promuovere la ripresa. E ciò consentirà ai tassi d'interesse di tornare ad un livello più elevato"*.

Addebitare alle banche tassi d'interesse negativi sulle loro riserve in eccesso (ovvero tassarle laddove in teoria le banche avrebbero dovuto ricevere interessi) aveva l'obiettivo di stimolare il prestito di fondi inattivi, invece di tenerli "a mollo". Nelle riunioni successive la BCE ha tagliato ulteriormente il tasso di deposito a -0,4% a marzo 2016. L'acquisto da parte della BCE di titoli obbligazionari a più

---

<sup>23</sup> Articolo di giornale intitolato "L'era Draghi" di Isabella Bufacchi, pubblicato sul giornale Il Sole 24 ore nel 2021.

lungo termine nell'ambito del suo programma di *quantitative easing* lanciato nel 2015 ha trainato verso il basso anche i tassi a lungo termine.

## **5.2 Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO)**

Le normali operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema consistono in operazioni di immissione di liquidità in euro della durata di una settimana (operazioni di rifinanziamento principali o ORP) e operazioni di immissione di liquidità in euro a tre mesi (operazioni di rifinanziamento a più lungo termine o LTRO). Le ORP servono a orientare i tassi di interesse a breve termine, a gestire la situazione di liquidità e segnalare l'orientamento della politica monetaria nell'area dell'euro, mentre le LTRO forniscono un ulteriore rifinanziamento a più lungo termine al settore finanziario.<sup>24</sup>

Per arginare la crisi di liquidità dell'Eurozona, il 21 dicembre del 2011 la Banca centrale europea ha collocato con un'asta circa 489,19 miliardi di euro con scadenza al 29 gennaio 2015 (e opzione di pagamento anticipata a un anno) presso una platea di 523 offerenti del Vecchio Continente. Il tasso dell'offerta di liquidità è stato fissato su quello di riferimento all'1% ed è stata allargato il ventaglio di attivi che le banche europee potevano porre come collaterale (garanzia) per questi

---

<sup>24</sup> Definizioni ripresi dal sito ufficiale della Banca centrale europea, *Open market operations*.

prestati. Il 29 febbraio 2012 un'altra asta ha fornito ulteriore liquidità alle banche per circa 529,53 miliardi di euro (scadenza al 26 febbraio 2015).<sup>25</sup>

L'obiettivo era quello di normalizzare i parametri del credito nell'Eurozona ed evitare un credit crunch: si incoraggiavano le banche a ricomprare parte del debito sovrano europeo che in quei mesi, soprattutto nell'Europa periferica, registrava tassi troppo elevati.

### **5.3 “*Whatever it takes to preserve the euro*”**

Al culmine della crisi dei debiti sovrani, vicini al punto di scatenare effetti negativi di non ritorno sulla solvibilità dei debiti pubblici e sulla tenuta dell'euro, la BCE si è ufficialmente dichiarata pronta a svolgere il ruolo di prestatore di ultima istanza, con la famosa frase di Draghi del 26 luglio 2012: “*the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the Euro. And believe me, it will be enough*”.<sup>26</sup>

Nel suo discorso, il presidente Draghi ha delineato le contingenze che richiederebbero l'adozione di misure quantitative. In particolare, ha sottolineato che un peggioramento delle prospettive di medio termine per l'inflazione, nel contesto di tassi di riferimento prossimi al loro limite inferiore effettivo, richiederebbe un programma di acquisto di attività su vasta scala. Il presidente Draghi ha inoltre

---

<sup>25</sup> I dati sono raccolti dal sito di Borsa italiana (2012), testo intitolato “*Le operazioni di mercato della BCE per la gestione dei tassi di interesse e della liquidità nell'Eurozona*”, maggio 2012.

<sup>26</sup> Il discorso integrale è disponibile sul sito ufficiale della Banca centrale europea, il testo è intitolato “*Verbatim of the remarks made by Mario Draghi*”.

annunciato l'impegno del Consiglio direttivo a utilizzare misure sia standard che atipiche per evitare un periodo prolungato di inflazione troppo bassa. I mercati hanno creduto a questa affermazione molto impegnativa e i risultati sono stati immediati come si può constatare dall'inversione di tendenza negli spread e nei saldi T2.

#### **5.4 La “*forward guidance*”**

Le indicazioni prospettiche, o “*forward guidance*”, sono informazioni che la banca centrale può fornire riguardo alle sue future intenzioni di politica monetaria, in base alla valutazione delle prospettive per la stabilità dei prezzi.<sup>27</sup> L'attuazione della *forward guidance* si basa su almeno quattro modalità<sup>28</sup>:

- tendenze: orientamento tendenziale della politica monetaria senza precisazione dei tempi;
- tempi: mantenimento di una strategia di politica monetaria per un dato periodo di tempo;
- quantità: piano degli interventi in termini quantitativi, riguardanti l'ammontare della liquidità e/o il livello dei tassi ufficiali;

---

<sup>27</sup> Definizione fornita dalla Banca centrale europea (2017), testo intitolato “*Cosa si intende per indicazioni prospettiche ovvero forward guidance?*”.

<sup>28</sup> Distinzione effettuata dal Professore Pietro Alessandrini nel suo manuale “Economia e politica della moneta”, capitolo 11, “*La forward guidance*”, pp. 270-271.

- risultati: cambiamento di una strategia al raggiungimento di un determinato obiettivo.

La trasparenza degli obiettivi, delle strategie, delle analisi e delle decisioni non solo assicura la legittimazione democratica delle autorità monetarie indipendenti; aumenta la capacità delle banche centrali di raggiungere gli obiettivi finali, plasmando le aspettative di coloro che fissano i prezzi e diminuendo i costi da sostenere, in termini di attività economica, per mantenere sotto controllo l'inflazione. Essa migliora anche l'efficacia della politica monetaria.

### **5.5 Il “quantitative easing”**

La decisione di avviare l'allentamento quantitativo nell'area dell'euro è stata molto controversa. Dopo un lungo periodo di deliberazioni, la Banca centrale europea ha deciso nel gennaio 2015 un programma di QE sovrano che è stato implementato da marzo 2015 con acquisti mensili di 44 miliardi di euro. L'importo acquistato è stato aumentato a marzo 2016.<sup>29</sup>

Le banche centrali ricorrono al QE quando il tasso di interesse nominale a breve termine scende a zero. Il cosiddetto limite inferiore dello zero impedisce alle banche centrali di ridurre il tasso di interesse nominale al di sotto dello zero.

---

<sup>29</sup> I dati, le informazioni e le osservazioni sono ripresi dal rapporto scientifico di Demertzis Maria e Wolff Guntram B (2016), intitolato “*The effectiveness of the European Central Banks's asset purchase programme*”, Bruegel Policy Contribution, No.2016/10, Bruegel, Brussels.

Quando il tasso di interesse nominale a breve termine raggiunge lo zero, il tasso di interesse reale dell'economia è fissato dal tasso di inflazione. Se l'inflazione è bassa, questo tasso reale può essere ben al di sopra del livello al quale l'economia torna all'equilibrio, la disoccupazione si riduce significativamente e la produzione raggiunge il suo potenziale. Un contesto di bassa inflazione con il tasso nominale a zero rischia quindi di creare un'economia con una disoccupazione elevata e sostenuta.

Il *quantitative easing* tenta di affrontare questo problema abbassando il tasso di interesse nominale a lungo termine e spingendo gli investitori verso classi di attività più rischiose. Un tasso di interesse a lungo termine più basso dovrebbe incoraggiare i risparmiatori a risparmiare di meno e a spostarsi verso il consumo, e gli investitori a sfruttare il minor costo di finanziamento a lungo termine per finanziare gli investimenti. Inoltre, acquistando titoli di stato, la banca centrale obbliga gli investitori ad acquistare altri asset più rischiosi, che a loro volta dovrebbero stimolare l'attività. L'aumento della liquidità dovrebbe indebolire il cambio sostenendo così la ripresa.

Il 22 gennaio 2015 la Banca Centrale Europea ha annunciato il *Public Sector Purchase Program* (PSPP), un ampliamento dell'*Asset Purchase Program* (APP). Nell'ambito del PSPP, l'Eurosistema ha iniziato nel marzo 2015 ad acquistare obbligazioni sovrane dai governi dell'area dell'euro e titoli da istituzioni europee e agenzie nazionali. Questo nuovo programma ha integrato altri due programmi di

acquisto di attività già in essere all'interno dell'APP: l'*Asset-Backed Securities Purchase Program* (ABSPP, iniziato a novembre 2014) e il terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite (CBPP3, iniziato nell'ottobre 2014).

Il 3 dicembre 2015, il presidente della BCE Mario Draghi ha annunciato un'estensione del PSPP. Mentre inizialmente era previsto che durasse almeno fino a settembre 2016, è stato prorogato almeno fino a marzo 2017. Il presidente Draghi ha affermato che il programma di acquisto di asset continuerà "fino a quando non vedremo una convergenza sostenuta verso il nostro obiettivo di un tasso di inflazione inferiore ma vicino al 2%". Inoltre, i titoli di Stato regionali e locali sono stati aggiunti all'elenco delle attività idonee per l'acquisto.

Infine, il 10 marzo 2016 la BCE ha annunciato un ulteriore ampliamento dell'APP: l'importo mensile complessivo acquistato è stato aumentato da 60 miliardi di euro a 80 miliardi di euro ed è stato aggiunto il nuovo Corporate Sector Purchase Program (CSPP), che prevede l'acquisto di obbligazioni denominate in euro emesse da società non bancarie stabilite nell'area dell'euro.

Tuttavia, il QE può diventare meno efficace man mano che il programma di acquisto continua. Può anche aumentare la disuguaglianza e minare la stabilità finanziaria, soprattutto se la politica continua ad essere attuata per un periodo più lungo. Inoltre, la natura non testata di tali politiche monetarie non convenzionali rende molto più difficile calibrarle per ottenere l'aumento desiderato della domanda aggregata, soprattutto se proseguono per un lungo periodo.

## CAPITOLO VI – LA POLITICA SUI TASSI D’INTERESSE

Trattando della politica sui tassi d’interesse ci si può proporre tre quesiti: quando iniziare a ridurre i tassi d’interesse, a quale velocità e quando arrestare tale diminuzione. Una risposta dettagliata e approfondita di questi tre quesiti viene fornita da Lorenzo Bini Smaghi, ex-membro del Comitato esecutivo della Banca centrale europea, nella sua lezione tenuta presso l’Università degli Studi di Ancona, il 6 marzo 2009<sup>30</sup>.

In risposta al primo quesito, Smaghi afferma che la tempistica dei tagli d’interesse deve essere strettamente legata alle aspettative di inflazione. Una banca centrale deve estrapolare tali informazioni dagli indicatori dei mercati finanziari e dall’andamento del livello dei prezzi e dei salari. Inoltre, per poter agire con tempismo non è sufficiente che la banca centrale preveda con accuratezza l’andamento del mercato, è anche necessario che il settore privato aggiusti coerentemente le sue aspettative.

In risposta al secondo quesito, Smaghi fa notare che le pressioni politiche sulle banche centrali tendono ad essere più forti in tempi di rallentamento economico

---

<sup>30</sup> Nel presente capitolo verrà riportato molto brevemente il discorso di Lorenzo Bini Smaghi, intitolato “*Tre quesiti sulla politica monetaria*”, reperibile sul sito ufficiale della Banca centrale europea. Le opinioni in questo elaborato sono quelle dello scrittore e non necessariamente riflettono la visione di Smaghi.

che in tempi di pressioni inflazionistiche. In periodo di crisi, la BCE ha ridotto il suo tasso d'interesse di riferimento di 275 punti base nell'arco di soli cinque mesi. Il deterioramento della situazione economica, confermato dalla caduta di tutti gli indicatori, e il calo dell'inflazione hanno reso possibile una riduzione rapida e decisa dei tassi d'interesse.

In riferimento al terzo quesito, Smaghi afferma che il momento più giusto per arrestare la diminuzione dei tassi d'interesse dipende dalle previsioni sul rallentamento dell'economia e dalle pressioni inflazionistiche esistenti. In particolare, maggiore è la differenza tra il livello di produzione potenziale e quello atteso, e minori le aspettative inflazionistiche, più basso sarà il livello al quale è necessario portare il tasso di interesse al fine di mantenere la stabilità dei prezzi.

In conclusione, le risposte possono essere sintetizzate come segue: in primo luogo, iniziare a ridurre i tassi quando la crescita rallenta e le aspettative di inflazione scendono coerentemente con l'obiettivo della stabilità dei prezzi; in secondo luogo, l'intervento sui tassi deve essere rapido, ma nel rispetto di un quadro di politica monetaria credibile; in terzo luogo, occorre cautela per evitare di tagliare i tassi su un livello troppo basso.

## CONCLUSIONI FINALI

È piuttosto diffusa l'idea che la politica monetaria espansiva possa causare un'inflazione troppo alta e danneggiare l'economia reale. Tale teoria viene confutata da uno studio condotto da Carlo Altavilla<sup>31</sup>. L'analisi di Altavilla riporta che l'attuazione di politiche monetarie espansive potrebbe sì avere conseguenze negative per la profittabilità delle banche, ma solo nel breve periodo. Nel lungo periodo, le politiche monetarie espansive hanno un impatto positivo sia in termini di profittabilità sia in termini di migliori condizioni per l'economia reale, essi sono fondamentali nel dare ossigeno agli Stati durante le fasi di crisi. Nella gestione delle crisi, un ruolo importante è svolto delle Banche centrali e degli strumenti a loro disposizione, in virtù del forte legame di complementarità tra la stabilità finanziaria e quella monetaria.

Dall'altra parte, la crisi dell'Eurozona ha mostrato con chiarezza l'inadeguatezza della struttura istituzionale europea. La Banca centrale europea e le sue politiche monetarie espansive hanno rappresentato sicuramente un importante strumento contro la spirale deflazionistica e recessiva, ma l'atteggiamento della BCE non è stato privo di difetti, in particolare ci si riferisce alla sua scarsa tempestività nell'adozione di misure non convenzionali.

---

<sup>31</sup> Si fa riferimento all'elaborato di Altavilla Carlo, Boucinha Miguel e Peydro' Jose'-Luis, intitolato "*Bank profitability*", Banca centrale europea, ottobre 2018, pp. 531-586.

La lentezza della reazione della BCE di fronte ai segnali di crisi e l'assenza di una parallela espansione fiscale di dimensioni adeguate costituiscono i due principali fattori esplicativi della debolezza della ripresa europea. Il QE della BCE ha infatti determinato un incremento del credito all'economia piuttosto modesto e un effetto sul ciclo reale scarso. Le risorse finanziarie immesse dall'autorità monetaria europea sono rimaste in larga parte ferme nel sistema bancario.

In conclusione, l'area dell'euro sta uscendo da una crisi particolarmente dolorosa e protratta che ha reso necessario l'implementazione di strumenti di politica monetaria di tipo non convenzionale. Queste misure si sono fatte strada nell'economia e si stanno rivelando molto efficaci. Agendo come ha fatto, la BCE sta continuato a dimostrare che risponderà sempre alla sua funzione di garante della stabilità dei prezzi e, in tal modo, rassicurerà il pubblico del suo impegno per l'adempimento del suo mandato.

## BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

### **Bibliografia**

- Alessandrini Pietro (2015). “Economia e politica della moneta”, casa editrice il mulino, II edizione.
- Altavilla Carlo, Boucinha Miguel e Peydro´ Jose´-Luis (2018). “Bank profitability”, Banca centrale europea, pp. 531–586, ottobre 2018.
- Demertzis Maria e Wolff Guntram B (2016). “The effectiveness of the European Central Banks's asset purchase programme”, Bruegel Policy Contribution, No.2016/10, Bruegel, Brussels.
- Micossi Stefano (2015). “The Monetary Policy of the European Central Bank (2002-2015)”, CEPS Special Re-port, No.109 / May 2015.
- Neri Stefano e Siviero Stefano (2019). “The non-standard monetary policy measures of the ECB: motivations, effectiveness and risks”, Banca d’Italia occasional paper, No.486 – March 2019.

### **Sitografia**

- Banca centrale europea (2017). “Cosa si intende per indicazioni prospettiche ovvero forward guidance?” (Disponibile in: [https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-forward\\_guidance.it.html](https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.it.html)).
- Banca centrale europea. “Open market operations”. (Disponibile in: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>).
- Banca centrale europea. Verbatim of the remarks made by Mario Draghi. (Disponibile in: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>).
- Bini Smaghi Lorenzo (2009). “Tre quesiti sulla politica monetaria espansiva, lezione presso Università degli Studi di Ancona. Banca Centrale Europea”, Ban-

- ca centrale europea, 6 marzo 2009. (Disponibile in: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090306.it.html>).
- Borsa Italiana (2012). “Le operazioni di mercato della BCE per la gestione dei tassi di interesse e della liquidità nell’Eurozona”, maggio 2012. (Disponibile in: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/le-longer-term-refinancing-operation193.htm>).
- Consiglio europeo – Consiglio dell’Unione europea (2020). “Condizioni per aderire alla zona euro: i criteri di convergenza”. (Disponibile in: <https://www.council.europa.eu/it/policies/joining-the-euro-area/convergence-criteria/>).
- Consob. “La crisi finanziaria del 2007-2009”. (Disponibile in: <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>).
- Isabella Bufacchi (2021). “L’era Draghi”, Il Sole 24 ore, 2021. (Disponibile in: [https://lab24.ilsole24ore.com/draghi/?utm\\_medium=FBSole24Ore&utm\\_source=Facebook&fbclid=IwAR0yFMke48k7lumWpANqrS1zaRF3KzBGtd6NXnytRAdSczGyUaYnwgioqA](https://lab24.ilsole24ore.com/draghi/?utm_medium=FBSole24Ore&utm_source=Facebook&fbclid=IwAR0yFMke48k7lumWpANqrS1zaRF3KzBGtd6NXnytRAdSczGyUaYnwgioqA)).
- Unione Europea (2020). “Banca centrale europea (BCE)”. (Disponibile in: [https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies/european-central-bank\\_it](https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies/european-central-bank_it)).
- Unione Europea (2020). “Come aderiscono i paesi”. (Disponibile in: [https://europa.eu/european-union/about-eu/euro/which-countries-use-euro\\_it](https://europa.eu/european-union/about-eu/euro/which-countries-use-euro_it)).
- Unione Europea (2019). “Storie e finalità dell’euro”. (Disponibile in: [https://europa.eu/european-union/about-eu/euro/history-and-purpose-euro\\_it](https://europa.eu/european-union/about-eu/euro/history-and-purpose-euro_it)).
- Unione Europea (2020). “Which countries use the euro”. (Disponibile in: [https://europa.eu/european-union/about-eu/euro/which-countries-use-euro\\_en](https://europa.eu/european-union/about-eu/euro/which-countries-use-euro_en)).
- Parlamento Europeo (2021). “La Banca centrale europea (BCE)”. (Disponibile in: <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/13/la-banca-centrale-europea-bce->).

Treccani, enciclopedia. “Banca centrale europea”. (Disponibile in:  
<https://www.treccani.it/enciclopedia/banca-centrale-europea/>).