



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

LA POLITICA MONETARIA DELLA BCE

THE MONETARY POLICY OF THE ECB

Relatrice:

Prof.ssa Giulia Bettin

Rapporto Finale di:

Anita Ibraimi

Anno Accademico 2023/2024

*Alla mia famiglia,
per aver sempre creduto in me.*

*A me stessa,
ad ogni mio successo.*

*Un sentito ringraziamento va alla mia relatrice, prof.ssa Giulia Bettin, che mi
ha seguita con professionalità e gentilezza.*

INDICE

Introduzione	5
Capitolo 1: La Banca Centrale Europea.	6
1.1 Assetto organizzativo e istituzionale	7
1.2 Strategie e obiettivi	9
Capitolo 2: Strumenti di politica monetaria	10
2.1 Strumenti convenzionali di politica monetaria	11
2.1.1 Operazioni di mercato aperto	14
2.1.2 Standing facilities	17
2.1.3 ROB	18
2.2 Strumenti non convenzionali di politica monetaria	19
2.2.1 Quantitative easing	20
2.2.2 Operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine	21
2.2.3 Forward guidance	22
Capitolo 3: Trasmissione della politica monetaria ai mercati	24
3.1 Canale del tasso d'interesse	28
3.2 Canale delle attività finanziarie	29
3.3 Canale del credito	31
3.4 Canale del tasso di cambio	34
Conclusioni	35
Bibliografia	36
Sitografia	37

INTRODUZIONE

L'obiettivo di questo elaborato è analizzare la conduzione della politica monetaria effettuata dalla Banca Centrale Europea (BCE).

Dal 1 gennaio 1999 la BCE è diventata responsabile nell'attuazione della politica monetaria dell'Eurozona e nella difesa dell'euro, nell'interesse degli attuali venti Stati membri che hanno adottato tale moneta, i quali costituiscono collettivamente l'area dell'euro e le cui Banche Centrali, insieme con la BCE formano il cosiddetto "Eurosistema".

Principio guida della sua azione, rimane il principio dell'indipendenza, definito dall'articolo 130 del TFUE "Nell'esercizio dei poteri e nell'assolvimento dei compiti e dei doveri loro attribuiti dai trattati e dallo statuto della BCE, né la Banca centrale europea, né una Banca centrale nazionale né un membro dei rispettivi organi decisionali possono sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni, dagli organi o dagli organismi dell'Unione, dai governi degli Stati membri né da qualsiasi altro organismo". L'indipendenza della Banca centrale è associata all'obbligo di rendere conto del proprio operato al pubblico e ai suoi rappresentanti eletti, mediante periodiche relazioni sul suo operato.

Nel primo capitolo viene discusso l'assetto organizzativo ed istituzionale della BCE e l'obiettivo primario che essa si prepone: la stabilità dei prezzi.

Come vedremo, la salvaguardia di tale stabilità rappresenta il contributo migliore che la politica monetaria può fornire alla crescita economica e al benessere generale.

Per attuare la propria politica monetaria la BCE dispone di un vero e proprio "cassetto degli attrezzi" composto da vari strumenti "convenzionali", previsti all'atto della fondazione dell'Eurosistema e "non convenzionali", messi a punto come risposta alle crisi economiche e finanziarie che abbiamo avuto modo di osservare nel corso degli ultimi anni. Un adeguato orientamento di politica monetaria si realizza

attraverso la scelta, la struttura e la calibrazione di tali strumenti, sia presi singolarmente, sia combinati fra loro.

Nel secondo capitolo analizzeremo pertanto, gli strumenti principali di cui la BCE dispone, ai fini dell'attuazione della propria strategia di politica monetaria.

Nel terzo e ultimo capitolo approfondiamo i quattro grandi canali interconnessi che si attivano, a seguito di un impulso di politica monetaria effettuata dalle BCE, e gli effetti che questi producono sull'economia reale. Essi, come vedremo, generano delle reazioni nei comportamenti dei singoli operatori, nei mercati finanziari in cui questi operano e nella dinamica delle principali variabili macroeconomiche.

Capitolo 1

LA BANCA CENTRALE EUROPEA

La Banca Centrale Europea (BCE) è la banca centrale dei paesi dell'UE che utilizzano l'euro, 20 dei 27 stati membri dell'Unione europea, che formano l'Unione economica e monetaria (UEM), risultato dell'integrazione economica, concepita per promuovere una crescita sostenibile e un alto livello di occupazione, attraverso idonee politiche economiche e monetarie comunitarie. La BCE è stata istituita nel 1998 dal Trattato sull'Unione Europea per operare nell'ambito del "Sistema europeo di banche centrale" (SEBC). È proprio il Trattato sull'Unione europea (TUE) o Trattato di Maastricht, ad aver gettato le basi per l'Unione economica e monetaria (UEM) ed aver segnato il cammino verso l'istituzione della BCE. Quest'ultima, svolge un ruolo primario nell'attuazione della politica monetaria dell'Unione e nella difesa dell'euro, nell'interesse degli Stati membri che hanno adottato tale moneta, i quali costituiscono collettivamente l'area dell'euro e le cui Banche centrali, insieme con la BCE, formano il cosiddetto "Eurosistema", ossia l'autorità monetaria dell'area della moneta unica.

1.1 ASSETTO ORGANIZZATIVO E ISTITUZIONALE

L'assetto organizzativo della BCE è composto dai seguenti organi decisionali:

- il Consiglio direttivo, il quale rappresenta il principale organo decisionale. Esso comprende i sei membri del Comitato esecutivo e i governatori delle Banche centrali nazionali dell'area dell'euro. Si occupa di valutare gli sviluppi economici e monetari, e di stabilire l'indirizzo di politica monetaria dell'eurozona, fissando i tassi di interesse applicabili ai prestiti erogati dalla BCE alle banche commerciali.

Si riunisce di norma due volte al mese, presso la sede della BCE a Francoforte, e valuta ogni sei settimane gli andamenti economici e monetari, assumendo le relative decisioni di politica monetaria;

- il Comitato esecutivo, di cui fanno parte il presidente della BCE, il vicepresidente e quattro altri membri, nominati dai capi di Stato o di governo dei Paesi dell'area dell'euro, con un mandato di otto anni non rinnovabile. Si occupa di gestire gli affari correnti della BCE e di preparare le riunioni del Consiglio direttivo, attuando la politica monetaria mediante l'esercizio dei poteri che gli vengono da esso delegati, ed impartendo in seguito le necessarie istruzioni alle BCN dell'area dell'euro;
- il Consiglio generale, il quale è composto dal presidente e dal vicepresidente della BCE e dai governatori delle Banche centrali di tutti gli Stati membri dell'UE. È istituito come terzo organo decisionale della BCE finché esisteranno Stati membri che non hanno adottato l'euro. Si riunisce generalmente ogni tre mesi, e svolge in particolare, funzioni di natura consultiva e di coordinamento delle politiche volte a favorire la convergenza dei paesi dell'UE non aderenti all'area dell'euro.

L'assetto istituzionale della BCE è delineato dal Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE) e dallo Statuto della Banca Centrale Europea.

1.2 STRATEGIE E OBIETTIVI

L'obiettivo primario della BCE è mantenere la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro. Difatti, con il Trattato di Maastricht del 1992, è stato stabilito che l'obiettivo principale del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi e il sostenimento delle politiche economiche generali della Comunità.

La BCE dispone pertanto di un obiettivo esplicitamente assegnato, ed ha il compito di raggiungerlo in via prioritaria rispetto agli obiettivi generali della Comunità, tra i

quali ci sono: la crescita sostenibile e non inflazionistica, un'economia sociale di mercato fortemente competitiva che miri alla piena occupazione e al progresso sociale, e un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell'ambiente.

Essa è chiamata a dare un sostegno a questi obiettivi, ma solo qualora non pregiudichino la stabilità dei prezzi. La scelta di attribuire alla BCE un solo obiettivo prioritario è la conseguenza di una lacuna istituzionale e di un'eredità predominante. La lacuna istituzionale è dovuta al fatto che l'UEM, è stata realizzata in assenza di un governo politico federale in grado di gestire una politica fiscale sovranazionale, come invece avviene negli Stati Uniti. Pertanto, ne consegue un "deficit democratico", che deriva dalla non equilibrata distribuzione di poteri a livello comunitario. Di conseguenza, essendo la BCE un'autorità indipendente, non rappresentativa della volontà popolare, che detiene poteri di politica economica sovranazionali, si è ritenuto di limitarne l'autonomia nella scelta degli obiettivi non avendo un contraltare di pari livello.

Sicché, per attenuare questo "deficit democratico", ma anche per liberarla da un eccesso di responsabilità, si è vincolata l'azione della BCE al perseguimento di un unico obiettivo. Sulla scelta dell'unico obiettivo finale ha influito anche l'eredità predominante della Bundesbank, la Banca centrale tedesca, la quale si era costruita in passato una solida reputazione sulla priorità assegnata all'azione antinflazionistica, eredità che è stata ribadita con la scelta di insediare la sede della BCE a Francoforte, la stessa città della Bundesbank.

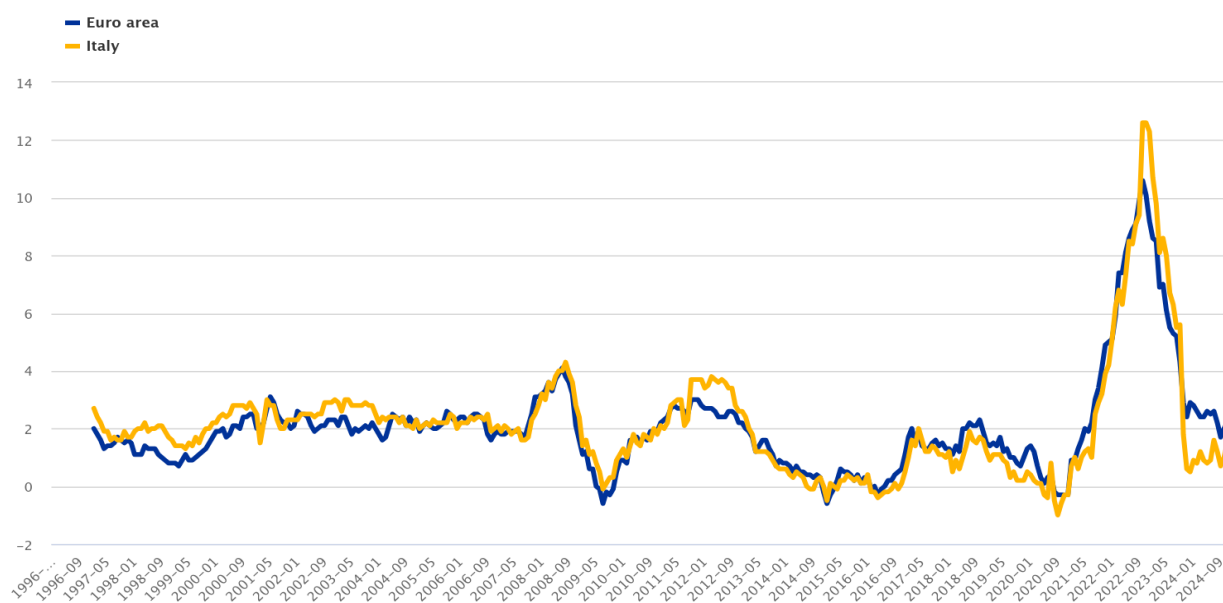
L'obiettivo della stabilità dei prezzi è stato qualificato in termini quantitativi e temporali dal Consiglio direttivo della BCE nel 1998, che ha così precisato: "Per stabilità dei prezzi si intende un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo per l'area dell'euro inferiore al 2%. Essa deve essere mantenuta in un orizzonte di medio termine".

Successivamente nel 2003, l'obiettivo è stato meglio qualificato in termini di livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio periodo. Si osserva in primo luogo, che il

vincolo quantitativo di inflazione stabilito dalla BCE, è la dimostrazione che sin dall'inizio della sua attività, essa ha manifestato il bisogno di acquisire reputazione, offrendosi di essere giudicata su un obiettivo definito e controllabile di stabilizzazione dei prezzi. Notiamo inoltre, il mantenimento di una discreta dose di flessibilità nell'indicare un livello tendenziale (inferiore ma prossimo al 2%) e un orizzonte temporale (medio periodo), non meglio precisato.

A Luglio del 2021, il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato e approvato una nuova strategia di politica monetaria, valida tutt'ora, la quale ha portato alla revisione della formulazione specifica dell'obiettivo di inflazione. Questa fase di "strategy review" ha portato all'adozione di un obiettivo di inflazione del 2% nel medio termine. Tale obiettivo offre un chiaro ancoraggio per le aspettative di inflazione, e si considera il miglior modo per mantenere la stabilità dei prezzi, in quanto è simmetrico, poiché scostamenti negativi e positivi dell'inflazione dall'obiettivo sono ugualmente inopportuni; vi possono essere tuttavia periodi transitori, in cui l'inflazione nel breve periodo si colloca moderatamente al di sopra o al di sotto del valore obiettivo. La figura 1 illustra la variazione dell'inflazione nel corso degli anni in Italia e nell'area dell'euro.

Figura 1- Tasso di inflazione: cambiamento percentuale anno su anno



Fonte: Banca Centrale Europea

Capitolo 2

STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA

Per raggiungere il proprio obiettivo primario, la stabilità dei prezzi, il Consiglio direttivo della BCE basa le sue decisioni di politica monetaria su due pilastri: l'analisi economica e l'analisi monetaria, e le attua ricorrendo a misure convenzionali e non convenzionali di politica monetaria.

2.1 STRUMENTI CONVENZIONALI DI POLITICA MONETARIA

In merito all'attuazione della politica monetaria, fissando i tassi di interesse ai quali le banche commerciali possono ottenere il denaro dalla Banca centrale, la politica monetaria della BCE influisce indirettamente sui tassi di interesse in tutta l'economia dell'eurozona e in particolare, sui tassi per i prestiti concessi dalle banche commerciali e i depositi di risparmio. Ai fini dell'attuazione della propria politica monetaria, la BCE si avvale di una serie di strumenti. Si definiscono convenzionali, quelli previsti all'atto della fondazione dell'Eurosistema, i quali prevedono tre tipologie standard di intervento:

1. LE OPERAZIONI DI MERCATO APERTO (OMA)
2. LE OPERAZIONI SU INIZIATIVA DELLE CONTROPARTI
3. REGIME DI RISERVA OBBLIGATORIA (ROB)

Le prime due categorie comprendono transazioni tra BCN e banche mirate a gestire il fabbisogno di liquidità espresso dai mercati monetari. Nel caso delle banche italiane le operazioni sono effettuate direttamente con la Banca d'Italia.

La terza categoria è un vincolo di natura amministrativa, imposto alle banche per stabilizzare il fabbisogno di liquidità.

Prima di analizzare tali tipologie di intervento nel dettaglio, è fondamentale chiarire il ruolo chiave svolto dalla liquidità bancaria (LB), la quale emerge dall'analisi delle componenti della struttura dell'offerta di BM.

La liquidità bancaria è la fonte principale di creazione e distruzione della base monetaria (BM), essendo l'unico canale attraverso il quale viene immessa BM nel sistema, mediante la movimentazione dei conti di gestione delle banche presso la Banca centrale. Inoltre, rappresenta il primo elemento del processo di trasmissione della politica monetaria, sul quale la Banca centrale opera in regime di monopolio istituzionale, fissando costi e/o quantità in base agli stimoli di politica monetaria che vuole trasmettere attraverso le banche a tutto il sistema economico.

2.1.1 OPERAZIONI DI MERCATO APERTO (OMA)

Le operazioni di mercato aperto vengono svolte su iniziative della BCE e attuate tramite le Banche centrali nazionali. Esse svolgono una funzione importante nell'orientare i tassi di interesse, gestire le situazioni di liquidità nel mercato e segnalare l'orientamento della politica monetaria.

Si distinguono in operazioni temporanee e definitive.

Le OMA temporanee svolgono principalmente il compito di immettere LB in cambio di titoli ceduti a garanzia dalle banche per tutta la durata dell'operazione, per limitare il rischio di controparte.

Le banche partecipanti, vengono accreditate nei conti correnti di gestione di un corrispondente valore dei titoli ceduti a pronti, scontato del tasso di interesse di aggiudicazione e contestualmente viene consegnato il collateral. Per determinare il valore della liquidità ricevuta da ogni singola banca, al valore dei titoli conferiti in garanzia, la BCE applica quello che in gergo viene definito "haircut", ossia sottrae percentuali crescenti in relazione alla rischiosità del titolo. Pertanto, la liquidità

ottenibile attraverso un determinato titolo a garanzia, diminuisce al crescere della rischiosità del titolo. Alla scadenza i titoli portati in garanzia come collateral, tornano nella disponibilità delle banche e la liquidità viene restituita con relativo addebito nei conti di gestione. L'aggiudicazione della liquidità avviene su base d'asta e con contratti temporanei pronti contro termine.

Le due principali categorie di aste sono a tasso fisso e a tasso variabile:

- Nelle aste a tasso fisso, le banche partecipanti possono indicare soltanto le quantità richieste di LB, mentre il tasso di interesse viene stabilito preventivamente dalla BCE.
- Le aste a tasso variabile, richiedono invece ai partecipanti di indicare non solo le quantità desiderate di LB, ma anche i tassi di interesse che sono disposti a pagare. Le banche possono presentare offerte plurime (bids), fino a 10, indicando diversi importi e tassi. Tutte le offerte inviate alle BCN dalle banche dei rispettivi paesi, vengono ordinate in senso decrescente e viene stabilito un ordine di priorità di aggiudicazione, che privilegia chi è disposto a pagare remunerazioni maggiori per avere la liquidità.

Vi sono due sistemi di aggiudicazione per le aste a tasso variabile: l'asta marginale e l'asta competitiva.

- Nell'asta marginale a tasso unico, a tutte le richieste aggiudicate viene attribuito il tasso corrispondente all'ultima tranche assegnataria. Questo tasso può coincidere con il tasso minimo i^*_{RP} stabilito dalla BCE, oppure può essere superiore. Questo tipo di asta, presenta il vantaggio di attribuire a tutte le banche lo stesso tasso di interesse, anche a quelle che si erano dichiarate disposte a pagare un tasso più elevato. Una controindicazione è il fatto che i

segnali che vengono dal mercato sono distorti, poiché le banche che si offrono di pagare tassi più elevati sanno che ad asta conclusa pagheranno soltanto il tasso marginale più basso. Le richieste a tassi maggiorati servono per garantirsi la priorità di aggiudicazione senza il rischio di sostenerne il costo, per cui la curva di domanda di LB ordinata rispetto ai tassi proposti nelle richieste, non è realistica.

- Nell'asta competitiva a tasso multiplo invece, a ciascuna richiesta di LB aggiudicata viene applicato il tasso di interesse proposto dalla banca richiedente. Di conseguenza, la curva di domanda relativa all'asta competitiva è più piatta, perché ciascuna banca è indotta ad essere più prudente rispetto all'asta marginale, nel formulare le proposte di tasso.

Vi sono infine, le aste a tasso fisso senza limiti di aggiudicazione, sia delle richieste individuali, sia dell'ammontare complessivo, che rappresentano il modo più espansivo di offrire LB al sistema. In tal modo, attraverso tale strategia che rientra nelle politiche non convenzionali adottata dalla BCE a partire dal 2008, per fronteggiare la grave crisi di liquidità a quei tempi sopraggiunta, la quantità di LB immessa in circolazione dalla BCE diventa endogena, determinata interamente dalla domanda.

Dunque, effettuato questo breve preambolo, possiamo dire che la OMA hanno la funzione di immettere o drenare la liquidità nel sistema bancario, e in base alla finalità e alla durata possono essere distinte in:

- Operazioni di rifinanziamento principale (main refinancing operations-MRO), aste standard con durata e frequenza settimanale, nelle quali la BCE fissa il tasso minimo i^{*RP} , tasso ufficiale di riferimento per la politica monetaria, deciso su base mensile dal Consiglio direttivo;

- Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (longer-term refinancing operations- LTRO), aste con durata di tre mesi e frequenza mensile, nelle quali la BCE fissa la quantità offerta in asta, senza fissare il tasso di interesse minimo di riferimento, così da non influenzare i tassi di mercato e permettendo in tal modo alle banche di aggiudicarsi la liquidità ai tassi variabili da loro indicati;
- Operazioni di regolamento puntuale (fine tuning operations), si tratta di operazioni non programmate di immissione o drenaggio di liquidità, senza scadenza prestabilita e con lo scopo di regolare impreviste fluttuazioni della liquidità e dei tassi di interesse;
- Operazioni di tipo strutturale (structural operations), ossia operazioni non programmate, che rispondono ad esigenze di aggiustamento della posizione strutturale di liquidità dell'Eurosistema nei confronti del sistema bancario.

2.1.2 STANDING FACILITIES

Le operazioni su iniziativa delle controparti o standing facilities, consentono alle istituzioni creditizie di soddisfare esigenze di gestione della LB di breve termine, consentendo al termine della giornata operativa di depositare o prendere a prestito presso la Banca centrale, fondi con scadenza overnight.

Le banche in eccesso di liquidità hanno l'opportunità di impiegarla in depositi overnight, denominati "Deposit facility" (Df) presso le BCN di riferimento, al tasso i^{*Df} fissato dalla BCE. Per converso, le banche in difetto di liquidità possono ottenere un finanziamento overnight, denominato finanziamento marginale FMg (marginal lending facility) al tasso i^{*FMg} fissato dalla BCE. I tassi di interesse applicati

a tali operazioni costituiscono: il limite inferiore o “pavimento dei tassi” rappresentato da i^{*Df} applicato alla Deposit facility, e il limite superiore o “tetto dei tassi” rappresentato da i^{*FMg} applicato ai finanziamenti marginali, cui le banche si scambiano i fondi. Si viene così a delineare, quello che viene definito “corridoio” dei tassi ufficiali overnight, che si determinano nel mercato interbancario senza dover imporre vincoli amministrativi. Possiamo pertanto certamente dire, che la convenienza delle banche di ricorrere al mercato interbancario vi sarà sino a quando si verificherà tale situazione:

$$i^{*Df} < i_{IB} < i^{*Fmg}$$

Al di fuori del corridoio dei tassi ufficiali, nessuna transazione sarebbe più conveniente sul mercato interbancario, tranne casi eccezionali come l'esaurimento delle garanzie o la necessità di rientrare a scadenza dalla mobilitazione della riserva obbligatoria. Per cui, le banche si rivolgono alla BCE se si verifica:

$$i_{IB} > i^{*Fmg} \text{ o } i_{IB} < i^{*Df}.$$

Occorre inoltre ricordare che, le standing facilities permettono alla BCE di rendere più agevole la distribuzione della liquidità tra le banche, essendo una copertura istituzionale indispensabile per colmare scompensi eccezionali di liquidità che possono provocare turbative reputazionali e anche legate a crisi di fiducia sui mercati monetari.

figura 2-Tassi ufficiali sulle operazioni dell'Eurosistema

Tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali (*)		Tassi di interesse sulle operazioni su iniziativa delle controparti		
		Tasso su deposito overnight	Tasso su rifinanziam. marginale	
	Data inizio validità			Data inizio validità
3,15	18/12/2024	3,00	3,40	18/12/2024
3,40	23/10/2024	3,25	3,65	23/10/2024
3,65	18/09/2024	3,50	3,90	18/09/2024
4,25	12/06/2024	3,75	4,50	12/06/2024
4,50	20/09/2023	4,00	4,75	20/09/2023
4,25	02/08/2023	3,75	4,50	02/08/2023
4,00	21/06/2023	3,50	4,25	21/06/2023
3,75	10/05/2023	3,25	4,00	10/05/2023
3,50	22/03/2023	3,00	3,75	22/03/2023
3,00	08/02/2023	2,50	3,25	08/02/2023
2,50	21/12/2022	2,00	2,75	21/12/2022
2,00	02/11/2022	1,50	2,25	02/11/2022
1,25	14/09/2022	0,75	1,50	14/09/2022
0,50	27/07/2022	0,00	0,75	27/07/2022
0,00	18/09/2019	-0,50	0,25	18/09/2019
0,00	16/03/2016	-0,40	0,25	16/03/2016
0,05	10/09/2014	-0,30	0,30	09/12/2015
0,05	10/09/2014	-0,20	0,30	10/09/2014
0,15	11/06/2014	-0,10	0,40	11/06/2014
0,25	13/11/2013	0,00	0,75	13/11/2013
0,50	08/05/2013	0,00	1,00	08/05/2013
0,75	11/07/2012	0,00	1,50	11/07/2012
1,00	14/12/2011	0,25	1,75	14/12/2011
1,25	09/11/2011	0,50	2,00	09/11/2011
1,50	13/07/2011	0,75	2,25	13/07/2011
1,25	13/04/2011	0,50	2,00	13/04/2011
1,00	13/05/2009	0,25	1,75	13/05/2009
1,25	08/04/2009	0,25	2,25	08/04/2009
1,50	11/03/2009	0,50	2,50	11/03/2009
2,00	21/01/2009	1,00	3,00	21/01/2009
2,50	10/12/2008	2,00	3,00	10/12/2008
3,25	12/11/2008	2,75	3,75	12/11/2008
3,75	15/10/2008	3,25	4,25	09/10/2008
3,75	15/10/2008	2,75	4,75	08/10/2008
4,25	09/07/2008	3,25	5,25	09/07/2008
4,00	13/06/2007	3,00	5,00	13/06/2007
3,75	14/03/2007	2,75	4,75	14/03/2007
3,50	13/12/2006	2,50	4,50	13/12/2006
3,25	11/10/2006	2,25	4,25	11/10/2006
3,00	09/08/2006	2,00	4,00	09/08/2006
2,75	15/06/2006	1,75	3,75	15/06/2006
2,50	08/03/2006	1,50	3,50	08/03/2006
2,25	06/12/2005	1,25	3,25	06/12/2005
2,00	09/06/2003	1,00	3,00	06/06/2003
2,50	12/03/2003	1,50	3,50	07/03/2003
2,75	11/12/2002	1,75	3,75	06/12/2002
3,25	14/11/2001	2,25	4,25	09/11/2001
3,75	19/09/2001	2,75	4,75	18/09/2001
4,25	05/09/2001	3,25	5,25	31/08/2001
4,50	15/05/2001	3,50	5,50	11/05/2001
4,75	11/10/2000	3,75	5,75	06/10/2000
4,50	06/09/2000	3,50	5,50	01/09/2000
4,25	15/06/2000	3,25	5,25	09/06/2000
3,75	04/05/2000	2,75	4,75	28/04/2000
3,50	22/03/2000	2,50	4,50	17/03/2000
3,25	09/02/2000	2,25	4,25	04/02/2000
3,00	10/11/1999	2,00	4,00	05/11/1999
2,50	14/04/1999	1,50	3,50	09/04/1999
3,00	01/01/1999	2,00	4,50	22/01/1999
3,00	01/01/1999	2,75	3,25	04/01/1999
3,00	01/01/1999	2,00	4,50	01/01/1999

Fonte: Banca d'Italia

La figura 2 illustra la variazione dei tassi ufficiali delle operazioni dell'Eurosistema nel corso degli anni, fissati dal Consiglio direttivo della BCE. Possiamo notare che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale i^*_{RP} , ossia il tasso al

quale le banche possono regolarmente finanziarsi presso la BCE, si trova all'interno del corridoio dei tassi del mercato monetario, di cui limiti massimo e minimo sono dati rispettivamente da i^*_{Fmg} e i^*_{Dr} .

Un'ulteriore interessante osservazione, riguarda l'andamento dei tassi a partire da giugno del 2014, periodo durante il quale il Consiglio direttivo della BCE giudicò necessario ridurre i tassi di interesse, poiché le previsioni attendevano che nell'area dell'euro, l'inflazione si sarebbe attestata su livelli considerevolmente inferiori all'obiettivo della BCE per un prolungato periodo di tempo. Difatti, tutti e tre i tassi fondamentali sui quali la BCE può intervenire per stimolare o raffreddare l'economia furono ridotti. Questa fu una misura concepita per garantire l'obiettivo prioritario della BCE: la stabilità dei prezzi nel medio periodo, condizione necessaria per una crescita sostenibile. Tale strumento non convenzionale di politica monetaria (NIRP) si è riversata sull'economia, rendendo più conveniente per consumatori e imprese assumere prestiti, e contribuendo pertanto, a stimolare la crescita economica, sostenendo la ripresa dell'economia e creando invero un clima in cui i tassi di interesse si sono potuti gradualmente riportare su livelli più elevati.

2.1.3 RISERVA OBBLIGATORIA (ROB)

La riserva obbligatoria è un vincolo di natura amministrativa, che impone alle banche dell'area dell'euro, di detenere una percentuale delle proprie passività sotto forma di depositi nei loro conti correnti, presso le rispettive Banche centrali nazionali (BCN) dell'Eurosistema a titolo di riserve obbligatorie minime. L'importo della ROB che ciascuna banca deve detenere, è determinato a partire da un aggregato di specifiche passività di bilancio, costituito principalmente da depositi di clienti e titoli di debito in circolazione con scadenza fino a due anni, a cui viene applicato un coefficiente di riserva minima attualmente pari all'1%.

$$ROB = k^*_{ROB} D_B$$

I requisiti di ROB sono stabiliti solitamente per un periodo di sei-sette settimane, il cosiddetto “periodo di mantenimento delle riserve”, durante il quale le banche devono assicurare che il livello medio delle riserve detenute nel conto corrente, soddisfi i requisiti obbligatori durante il periodo di mantenimento. Il rispetto dell’obbligo è verificato infatti, in base alla media dei saldi di fine giornata detenuti sui conti di riserva, nell’arco dell’intero periodo di mantenimento. Ciò significa che, non è necessario detenere l’ammontare esatto di riserve durante tutto il periodo di mantenimento, consentendo pertanto alle banche di reagire alle variazioni di breve termine nei mercati monetari trasferendo o prelevando fondi dalle riserve. Alla fine di ciascun periodo di mantenimento, le BCN dei paesi dell’area dell’euro versano un interesse sulle riserve obbligatorie che le banche detengono presso di esse, il quale fino a ottobre del 2022 era pari al tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale i^{*RP} . La remunerazione della ROB, mira a compensare in parte il costo-opportunità che le banche sostengono per detenerla, il quale potrebbe indurle a trasferire parte di tale costo sulla clientela, ad esempio aumentando i tassi sui prestiti all’economia o diminuendo i tassi di remunerazione dei depositi. Tuttavia, successivamente al periodo sopra indicato, la remunerazione è stata ridotta fino al livello del tasso sui depositi presso la Banca centrale, per poi essere fissato allo 0% a partire dal 20 settembre 2023.

Qualora le banche non dovessero osservare i requisiti di riserva obbligatoria, il diritto dell’UE conferisce alla BCE il potere di imporre sanzioni in proporzione all’importo mancante.

2.2 STRUMENTI NON CONVENZIONALI DI POLITICA MONETARIA

Gli strumenti non convenzionali di politica monetaria sono strumenti aggiuntivi, introdotti per la gestione di situazioni di crisi, in cui l’efficacia degli strumenti

convenzionali era limitata. L'obiettivo fondamentale dell'introduzione di tali misure è stato attuare politiche monetarie fortemente espansive, in termini sia della disponibilità, sia del costo dei finanziamenti, di modo da garantire stabilità ai mercati monetari e finanziari, e facilitare la trasmissione della politica monetaria. La BCE ha pertanto introdotto all'interno della struttura base del proprio quadro operativo significativi cambiamenti, tra cui queste misure:

1. QUANTITATIVE EASING
2. OPERAZIONI MIRATE DI RIFINANZIAMENTO A PIU' LUNGO
TERMINE (OMRLT)
3. FORWARD GUIDANCE

Questi cambiamenti strutturali essenziali nei vari scenari macro-economici per far fronte alle crisi, si sono dimostrati efficaci e hanno finito per consolidarsi in certi periodi. Appare incisivo a tal proposito citare, una famosa ed efficace frase di Jean Monnet, uno dei padri fondatori dell'Unione europea: "L'Europa sarà forgiata nelle crisi e sarà la somma delle soluzioni adottate per quelle crisi".

2.2.1 QUANTITATIVE EASING

I programmi di Quantitative easing (QE), ufficialmente denominati anche APP (Asset Purchase Programme), fanno riferimento ad una politica di espansione della liquidità mediante l'acquisto di determinati titoli di debito. Il funzionamento dell'APP annunciato a partire da gennaio del 2015 dal presidente della BCE Mario Draghi, si basa sull'acquisto della BCE e delle Banche centrali nazionali di una serie di attività finanziarie, fra cui titoli di Stato, titoli emessi da istituzioni sovranazionali europee, obbligazioni societarie, titoli derivanti da cartolarizzazioni

e obbligazioni garantite. L'aumento di BM derivante dagli acquisti, ha influenzato le condizioni finanziarie generali, la crescita economica e l'inflazione.

L'attuazione del programma di acquisto di AF da parte della BCE ha comportato due importanti innovazioni. La prima, riguarda acquisti a titolo definitivo sui mercati secondari, che comportano l'assunzione della BCE dei rischi delle AF acquistate nel proprio portafoglio. La seconda, riguarda l'acquisizione della funzione di prestatore di ultima istanza (LLR, Lender of Last Resort). Tale ruolo è condiviso dalla BCE e dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro, poiché sono le principali responsabili di assicurare l'ordinato funzionamento dei mercati finanziari e la stabilità dell'intero sistema finanziario; contribuendo a tutelare cittadini e imprese dalle ripercussioni che potrebbero subire se le banche si trovassero in difficoltà. Le BCN offrono l'ultima rete di sicurezza per le banche del rispettivo paese in cui hanno sede, le quali non riescono in nessun altro modo a ottenere i fondi di cui necessitano (emergency liquidity assistance, ELA), qualora soddisfino determinate condizioni e regole rigorose. In tal modo le BCN si fanno carico degli eventuali rischi e costi connessi.

La BCE ha invece il compito di verificare e monitorare le loro attività di prestatori di ultima istanza.

Gli acquisti netti del APP sono terminati a luglio 2022.

2.2.2 OPERAZIONI MIRATE DI RIFINANZIAMENTO A LUNGO TERMINE (TLTRO)

Le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (Targeted long term refinancing operations, TLTRO), sono finanziamenti finalizzati come suggerisce il termine "targeted", ad offrire alle banche prestiti a più lungo termine, sostenendo il credito bancario a imprese e famiglie, di modo da mantenere o incrementare il

credito alle imprese e ai consumatori, attraverso tale canale di trasmissione della politica monetaria, denominato “pass-through channel”.

Trattasi di un circuito diretto, il quale passa attraverso le banche che ottengono un finanziamento dalla BCE a quattro anni, una scadenza molto più lunga rispetto a quella degli strumenti convenzionali della BCE, alla condizione di impiegarlo in nuovi crediti a imprese e famiglie. Le banche possono così disporre di finanziamento stabili e affidabili che ottengono a basso costo e a condizioni vantaggiose dalla BCE, soltanto se a loro volta, fanno circolare il denaro ottenuto sotto forma di prestiti a individui e imprese. I prestiti alle imprese e alle famiglie finanziano gli investimenti e sostengono la spesa per beni e servizi, soprattutto quando l'economia deve affrontare situazioni di recessione. È proprio per questo motivo, che favorendo il credito bancario, le TLTRO assicurano che l'economia possa beneficiare degli indirizzi della politica monetaria. La BCE ha avviato tre serie di TLTRO: TLTRO-I nel 2014, TLTRO-II nel 2016 e TLTRO-III nel 2019.

Le TLTRO sono state una delle misure fondamentali, attuate per contrastare l'impatto della crisi legata al coronavirus sull'economia. Le banche, infatti, hanno potuto ottenere fondi dalla BCE a un tasso favorevole pari al -1%, ossia inferiore di 0,5 punti percentuali, rispetto al tasso della BCE sui depositi presso la Banca centrale, a condizione di continuare a concedere credito a imprese e famiglie.

2.2.3 FORWARD GUIDANCE

La “forward guidance” rappresenta una strategia di comunicazione a lungo termine, nonché il catalizzatore che senza intervenire direttamente su quantità, costi e mercati, contribuisce a orientare e stabilizzare le aspettative dei mercati. Attraverso di essa, si attiva un meccanismo di trasmissione che si basa sull'effetto annuncio o anche detto “signalling policy”. Essa, va certamente inserita tra le innovazioni più importanti della politica monetaria moderna, ormai diffusa nelle comunicazioni di tutte le Banche

centrali. Questo si verifica giacché le indicazioni prospettiche (o forward guidance) rendono più efficace la politica monetaria, e aiutano a conseguire l'obiettivo della stabilità dei prezzi. Una chiara comunicazione delle future intenzioni riguardo alla politica monetaria, aiuta le banche, gli operatori dei mercati finanziari, le imprese e i consumatori a comprendere meglio la probabile evoluzione dei costi del finanziamento, contribuendo a rilanciare l'economia. Le informazioni a disposizione di tutti, aumentano infatti la trasparenza e alimentano le aspettative che condizionano le decisioni degli operatori. Pertanto, anche per le Banche centrali la trasparenza delle decisioni è diventata imprescindibile poiché devono rendere conto al pubblico degli operatori del loro operato, operatori ai quali chiedono fiducia al più alto livello, in quanto è proprio essa a sostenere l'intero sistema finanziario e qualora perda di valore, scoppiano le crisi che abbiamo avuto modo di osservare nel corso del tempo. La BCE ha iniziato a utilizzare come *modus operandi* le indicazioni prospettiche, nel luglio 2013, quando il Consiglio direttivo ha annunciato di attendersi che i tassi di interesse di riferimento sarebbero rimasti su bassi livelli per un prolungato periodo di tempo. Da quel momento in poi, l'approccio della forward guidance finalizzato ad influenzare le aspettative degli operatori affinché queste, convergano con gli obiettivi preposti dalla BCE, non è stato abbandonato e si è dimostrato essenziale nel rendere più efficace le strategie di politica monetaria da mettere in atto per stabilizzare l'economia. Occorre d'altronde considerare, che la gestione della FG, non è facile, poiché deve riuscire ad equilibrare: da un lato la necessità di dare comunicazioni comprensibili e credibili, in nome della trasparenza; dall'altro l'esigenza di un sufficiente grado di ambiguità, per garantirsi la flessibilità di cambiare strategia, senza che questo possa influire negativamente sulla fiducia nell'operato della Banca centrale.

Capitolo 3

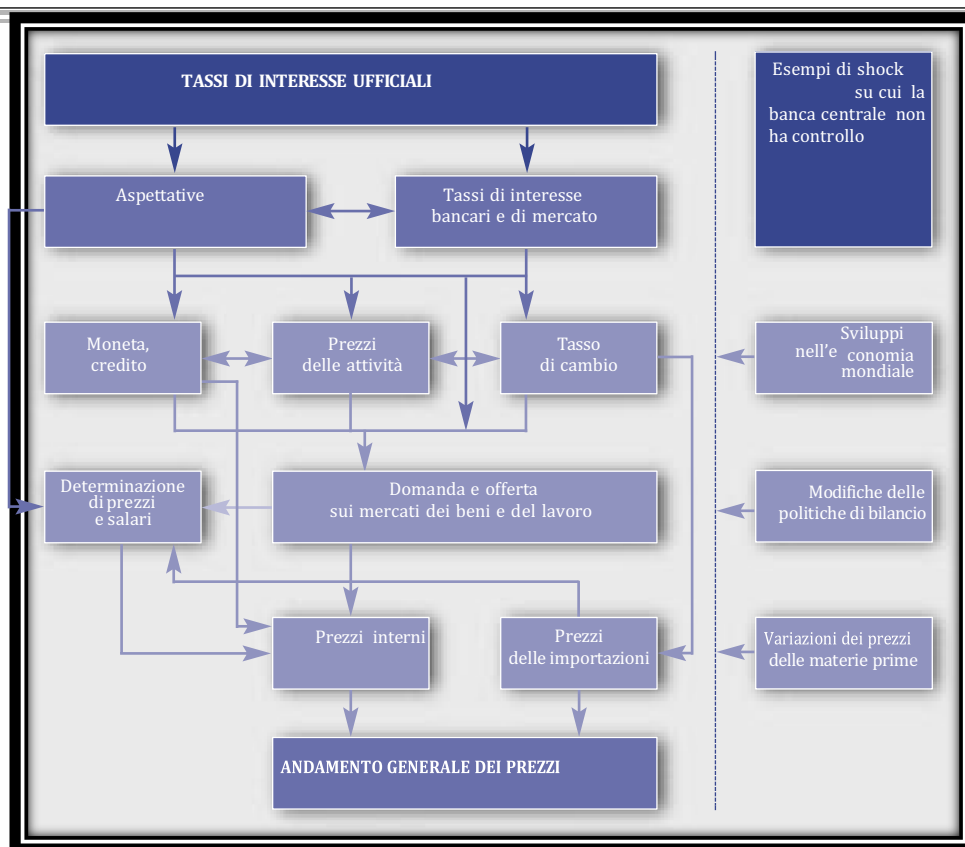
TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA AI MERCATI

Definiamo “meccanismo di trasmissione della politica monetaria”, il processo mediante il quale, le decisioni delle autorità monetarie influenzano l'economia reale, e di conseguenza la domanda aggregata. I “canali di trasmissione” rappresentano invece i singoli collegamenti tramite i quali si esplicitano gli impulsi di politica monetaria. Gli effetti prodotti dai singoli canali di trasmissione, i quali nella realtà agiscono simultaneamente a tutti gli altri, producono delle reazioni nei comportamenti dei singoli individui, nei mercati finanziari e nella dinamica delle principali variabili macroeconomiche. La letteratura economica ha individuato l'esistenza di almeno quattro diversi canali di trasmissione, attraverso cui la politica monetaria è in grado di influenzare il livello dei prezzi e del reddito nazionale.

Tali circuiti di trasmissione sono:

- Il canale dei tassi di interesse
- Il canale del prezzo delle attività finanziarie
- Il canale del prestito bancario
- Il canale del tasso di cambio

Figura 3-Illustrazione sintetica del meccanismo di trasmissione



Fonte: Banca Centrale Europea

La figura 3 illustra in maniera schematica, i principali canali di trasmissione della politica monetaria e i relativi nessi causali tra i circuiti di trasmissione, che hanno poi influenze sul livello dei prezzi e di conseguenza sull'economia reale.

3.1 CANALE DEL TASSO DI INTERESSE

Il sistema bancario richiede moneta emessa dalla Banca centrale, ossia base monetaria BM, per soddisfare la domanda di contante del pubblico, regolare i saldi interbancari e assolvere gli obblighi di riserva presso la Banca centrale. Dato il monopolio di cui dispone nella creazione di base monetaria, la Banca centrale può fissare liberamente i tassi di interesse applicabili alle sue operazioni. Precisiamo innanzitutto, per afferrare a pieno le dinamiche che entrano in gioco, cosa si intende per base monetaria BM. La base monetaria, costituisce il nucleo originario del complesso processo di creazione della moneta che caratterizza le economie moderne. La Banca centrale, la quale

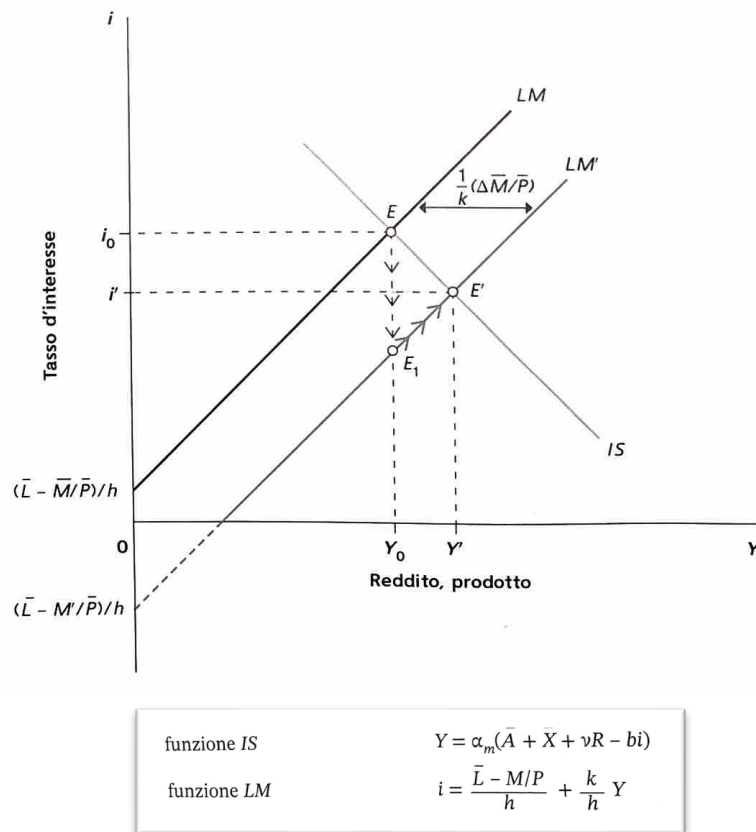
detiene il privilegio monopolistico ossia la facoltà esclusiva di emettere moneta, a costi irrisori rispetto al proprio valore di scambio nominale, fornisce al sistema economico la BM, della quale risponde direttamente registrandola al passivo del proprio bilancio. Pertanto, la BM prende originariamente la forma di liquidità bancaria, accreditata nei conti correnti di gestione che le banche hanno presso la Banca centrale, ed è proprio attraverso questi conti che le banche assolvono all'obbligo di riserva sui depositi e svolgono il compito di distribuire la BM sui vari mercati monetari e finanziari, mettendo in relazione le proprie scelte di portafoglio con quelle degli operatori con i quali interagiscono.

$$BM_{EC} + BM_B = BM_{BI}$$

La seguente relazione di equilibrio del mercato della BM, nella quale le variabili sono espresse come stock, illustra quanto appena ribadito: la domanda di BM si distribuisce tra l'economia, che aggrega le Famiglie e le Imprese; e le Banche, mentre dal lato dell'offerta si colloca la Banca d'Italia, nella sua funzione di braccio operativo della BCE. Per cui, per mezzo di questo processo, la Banca centrale è in grado di esercitare un influsso determinante sulle condizioni del mercato monetario, e quindi orientarne i tassi di interesse. In questo modo, essa determina i costi di finanziamento delle istituzioni creditizie, le quali a loro volta, dovranno traslarli sul credito concesso ai clienti. Dunque, le variazioni dei tassi di interesse e dei prezzi delle attività finanziarie, si ripercuotono sulle decisioni di risparmio, di spesa e di investimento delle famiglie e delle imprese. Si evince pertanto, che le variazioni dei tassi di interesse rappresentano un circuito fondamentale nella trasmissione della politica monetaria, e che queste, siano strettamente correlate con le variazioni dell'offerta reale di moneta. La Banca centrale attua la politica monetaria principalmente mediante le operazioni di mercato aperto (OMA), di cui si è già discusso nel capitolo 2, al paragrafo 2.1.1.

Con un'operazione di mercato aperto, la Banca centrale acquista titoli in cambio di moneta, aumentando in tal modo lo stock monetario, oppure vende titoli in cambio di liquidità ceduta dagli acquirenti dei titoli, riducendo così l'offerta di moneta. Quando la Banca centrale acquista titoli, ne riduce la quantità disponibile sul mercato e tende, di conseguenza, ad aumentarne il prezzo, ovvero ad abbassarne il rendimento; poiché soltanto a un tasso di interesse più basso, il pubblico sarà disposto a detenere una quota minore della propria ricchezza sotto forma di titoli e una quota maggiore sotto forma di moneta. Ecco illustrato il meccanismo di trasmissione che si verifica, il quale è articolato in due fasi fondamentali, strettamente correlate l'una all'altra. La prima fase, si verifica quando la variazione dell'offerta di moneta modifica i tassi di interesse, ciò è dovuto agli aggiustamenti di portafoglio, i quali comportano una variazione dei prezzi delle attività e dei tassi di interesse. La seconda fase, ha invece luogo quando la variazione dei tassi di interesse, si ripercuote sulla domanda aggregata, ciò è dovuto ad un adeguamento della spesa per investimenti, la quale incrementa, determinando una variazione complessiva della domanda aggregata e del prodotto. Tale meccanismo di trasmissione può essere illustrato graficamente utilizzando il modello IS-LM. Il modello IS-LM, alla base della teoria della domanda aggregata, mette in particolare rilievo le modalità attraverso le quali le politiche monetarie e fiscali influiscono sull'economia, sintetizzando le condizioni che devono essere soddisfatte affinché il mercato dei beni (curva IS) e quello monetario (curva LM) siano in equilibrio simultaneo.

Figura 4- Modello IS-LM effetti di una politica monetaria espansiva



Fonte: Macroeconomia XII edizione (Dornbusch-Fischer-Startz-Canullo-Pettenati), McGraw-Hill

La figura 4 illustra quanto appena spiegato, trattasi di un'operazione di politica monetaria espansiva. Partendo dall'equilibrio iniziale nel punto E, a seguito di un'operazione di acquisto sul mercato aperto da parte della Banca centrale, si verifica un incremento della quantità reale di moneta, la quale comporta uno spostamento verso destra della curva LM in LM'. A seguito dell'aumento dell'offerta di moneta, il pubblico si adegua cercando di acquistare altre attività finanziarie; sicché questo meccanismo fa sì che i prezzi di tali attività aumentino e quindi il loro rendimento, il tasso di interesse, diminuisca. Si verifica pertanto, uno spostamento immediato al punto E₁, poiché il processo di aggiustamento nei mercati monetari e delle altre attività è rapido. In tale punto, il mercato monetario raggiunge l'equilibrio e il pubblico è disposto a detenere la maggiore quantità reale di moneta, perché il tasso di interesse è sceso a sufficienza. Tuttavia, nel punto E₁ il mercato dei beni reali non è

più in equilibrio, si registra un eccesso di domanda di beni; il calo del tasso di interesse ha determinato infatti una maggiore domanda di investimenti da parte delle imprese. L'aggiustamento dell'equilibrio da E_1 a E' è dunque il risultato di un maggiore reddito Y , indotto dall'incremento degli investimenti (spostamento verso destra) e dal fatto che tale incremento produce, nel mercato monetario, una parziale ripresa del tasso di interesse (spostamento verso l'alto), ciò attenua l'effetto espansivo perché spiazza parte degli investimenti privati.

Ecco illustrate, attraverso il modello IS-LM, le varianti che entrano in gioco mediante il circuito del tasso di interesse e la variazione dell'offerta di moneta, e che spiegano a pieno come la politica monetaria influenza la domanda aggregata.

3.2 CANALE DELLE ATTIVITA' FINANZIARIE

Una politica monetaria è in grado di esercitare una forte pressione alla variazione dei prezzi delle attività finanziarie, e le fluttuazioni di quest'ultime possono influire sui consumi e sugli investimenti attraverso gli effetti di reddito e ricchezza. Ad esempio, un rialzo dei prezzi delle attività, accresce la ricchezza delle famiglie detentrici di azioni, che possono decidere di aumentare la propria spesa per consumi, mentre un ribasso può indurle a ridimensionarla. Una maggiore spesa sul mercato azionario determina un incremento della domanda di titoli azionari e quindi un miglioramento dei prezzi azionari, che viene registrato come effetto ricchezza espansivo. Successivamente si verifica il trasferimento degli effetti delle variazioni dei prezzi delle attività finanziarie sull'economia reale. Secondo un approccio keynesiano, l'aumento dei prezzi azionari è causato da un mutamento delle preferenze degli investitori causato dalla riduzione del tasso d'interesse indotto dalla politica monetaria espansiva o in quanto strumento inserito in una regola di policy. Tassi di interesse minori, inducono gli investitori a preferire titoli azionari, caratterizzati dalla volatilità, rispetto ai titoli a reddito fisso. Aumentando la loro domanda, di

conseguenza i loro prezzi aumenteranno. Un cambiamento nel tasso di policy influenza la struttura a termine dei tassi d'interesse e conseguentemente anche i rendimenti delle attività finanziarie fino ad arrivare al rendimento dei titoli a reddito fisso (attività risk-free). Quest'ultimi sono attività con scadenze più lunghe delle attività scambiate sul mercato monetario, ma sostanzialmente simili e quindi sostituibili ad esse. A seguito della riduzione del rendimento delle attività sul mercato monetario, gli investitori preferiranno attività a scadenze più lunghe ma con caratteristiche simili in termini di rischio e rendimento alle attività il cui rendimento è diminuito; ciò è dovuto al fatto che la maggiore domanda di titoli azionari determina una riduzione del loro rendimento sino ad arrivare ai titoli a reddito fisso a lungo termine. L'impatto di variazioni dei prezzi azionari sulla spesa per investimenti ha come fondamento teorico la "q" di Tobin. La q di Tobin è il rapporto tra il valore di mercato di un'impresa e il costo di rimpiazzo del suo capitale. Quando la q di Tobin è molto alta e maggiore di uno ($q > 1$), il prezzo di mercato dell'impresa è alto relativamente al costo di rimpiazzo del capitale; è possibile quindi emettere titoli azionari ad un prezzo elevato per coprire il costo del capitale fisico che si intende acquistare. A seguito di un miglioramento dei prezzi azionari, la spesa per investimenti tende a crescere, dal momento che l'impresa può acquistare beni capitali con un'emissione azionaria di entità inferiore, rispetto a quella che sarebbe stata necessaria per finanziare lo stesso volume di investimenti. In questo schema, il canale di trasmissione viene attivato dalla politica monetaria espansiva, la quale fa aumentare i prezzi delle AF, compresi i prezzi delle azioni, così da provocare l'aumento di q e stimolare gli investimenti. Nella situazione opposta, quando la q di Tobin è molto bassa ($q < 1$), siamo in una situazione di depressione dei valori azionari, e pertanto non si fanno investimenti in nuovi impianti, che hanno un prezzo di acquisto superiore del valore dell'impresa. In questo caso conviene acquisire imprese già esistenti, che sono sottovalutate nel mercato azionario.

3.3 CANALE DEL CREDITO

Il canale del credito funziona in parallelo con il canale del tasso di interesse, ed entrambi rafforzano l'efficacia complessiva delle manovre di politica monetaria. Questo canale di trasmissione è legato all'attivo del bilancio delle banche commerciali, e specificamente alle poste relative ai finanziamenti concessi al settore privato e il portafoglio titoli finanziari. Quando la politica monetaria determina variazioni nei tassi di interesse, le banche commerciali possono trovare profittevole riallocare parte delle proprie attività fruttifere. L'espansione monetaria operata dalla Banca centrale rende più liquide le banche commerciali aumentando le loro riserve. Tra le varie modalità attraverso cui investire questa liquidità, vi è l'erogazione del credito al settore privato, generando così espansione e producendo effetti positivi sia sugli investimenti delle imprese che sui consumi delle famiglie. Nel momento in cui invece, la Banca centrale effettua una stretta monetaria, aumenta il tasso di riferimento e attraverso una sorta di reazione a catena innalza il costo generale del credito nell'economia. Non solo i crediti a breve termine divengono più costosi, ma aumentano anche i tassi di interesse per i crediti a lungo termine e i rendimenti delle obbligazioni (i cosiddetti tassi a lungo termine). Nel complesso, le attività di investimento e di consumo diminuiscono, anche perché il risparmio acquisisce una maggiore attrattiva grazie ai tassi di interesse più alti. Questa dinamica pone un freno alla domanda complessiva di beni e servizi da parte dell'intero tessuto economico. Gli effetti della politica monetaria sull'economia reale mediante il circuito del credito, si dividono in due macro-categorie: il "Balance sheet channel" (o canale largo del credito) e il "Bank lending channel" (o canale stretto del credito), circuiti di trasmissione che sono il risultato dei problemi di asimmetria informativa nei mercati del credito. Il primo, condiziona il valore netto delle imprese e dei patrimoni delle famiglie; mentre il secondo influenza l'accesso al credito e i depositi presso le banche. Il loro presupposto è la variazione dell'External Finance Premium (EFP), ovvero la differenza tra i tassi di costo dei fondi raccolti esternamente ovvero attraverso

l'emissione di nuovi strumenti di debito, e il costo-opportunità di prenderli internamente attraverso gli utili portati a nuovo. Quanto più è ampia la differenza, tanto più grande sarà il grado delle asimmetrie informative presenti nel mercato del credito, creando pertanto uno squilibrio tra i ritorni attesi dai prestatori di fondi e i costi affrontati dagli utilizzatori. A sua volta l'EFP, è fortemente influenzato dalle variazioni dei tassi a breve termine indotti dalla politica monetaria.

È interessante citare a tal proposito, l'analisi del modello di Hyman Minsky, teoria incentrata sul concetto dell'instabilità finanziaria, la quale ne descrive le cause. L'idea di fondo è che nei periodi di relativa stabilità, il comportamento degli agenti economici contiene instabilità, poiché famiglie e imprese accrescono il loro livello di indebitamento e quanto più dura questo periodo, tanto più ampi saranno i rischi. Quando il livello di indebitamento diviene molto alto, piccoli cambiamenti nel tasso di interesse possono innescare crisi finanziarie.

3.4. CANALE DEL TASSO DI CAMBIO

Le Banche centrali possono influenzare l'economia, utilizzando come canale di trasferimento della politica monetaria, il tasso di cambio della propria valuta rispetto alle controparti. Definiamo tasso di cambio, il prezzo di un'unità di una moneta in termini di un'altra moneta. I tassi di cambio possono essere fissi o flessibili e, in base al regime adottato, si delinea il modo in cui la Banca centrale agisce sul mercato valutario. La BCE, come altre principali Banche centrali, opera in un regime di cambi flessibili.

- In un sistema di tassi di cambio fissi, le Banche centrali sono pronte a soddisfare la domanda di valute estere a un prezzo fisso in termini di moneta nazionale. Esse, finanziano il disavanzo o l'avanzo della bilancia dei pagamenti, al tasso di cambio nominale prestabilito, riducendo oppure

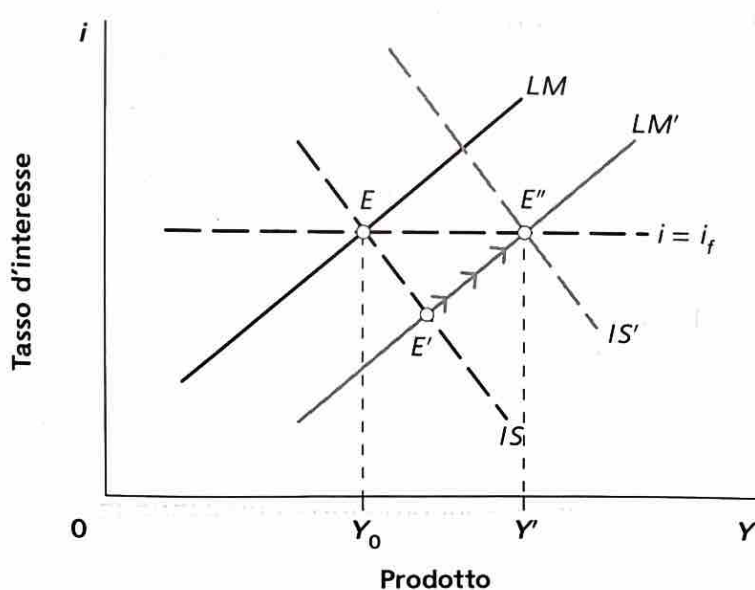
aumentando le loro riserve valutarie, nella misura di volta in volta richiesta dal mercato, al fine di difendere il tasso di cambio.

- In un sistema di tassi di cambio flessibili o “fluttuanti”, la domanda e l’offerta di valuta estera viene equilibrata mediante il movimento dei tassi di cambio; la Banca centrale non avendo assunto alcun impegno nei confronti di quest’ultimo, mantiene il controllo sulla quantità di moneta, tramite l’espansione e la contrazione della propria base monetaria, e lascia che il valore del tasso di cambio sia stabilito dal mercato, ossia dalla domanda e dall’offerta di valuta estera.

Quando la mobilità dei capitali è perfetta, ossia i capitali sono perfettamente mobili a livello internazionale e gli investitori possono acquistare attività in qualsiasi Paese vogliano, con bassi costi di transazione e senza limiti di ammontare, i tassi d’interesse interni non possono differire da quelli esteri. Ne consegue che affinché vi sia l’equilibrio nella bilancia dei pagamenti, deve essere imposto che questa sia: $BP=0$, ossia una retta orizzontale, la quale indica che l’equilibrio si può verificare soltanto quando i tassi di interesse interni sono allo stesso livello di quelli esteri. In presenza di qualunque altro tasso di interesse, i flussi di capitale sarebbero così consistenti che la bilancia dei pagamenti non potrebbe essere in pareggio. Se i tassi interni sono superiori, si ha un elevato afflusso di capitali dall’estero e quindi un forte avanzo in conto finanziario e nel saldo totale della BP; se invece essi sono inferiori ai tassi esteri, si registra una massiccia fuga di capitali e quindi un disavanzo. Risulta importante a tal riguardo, il modello di Mundell-Fleming, che analizza il modo in cui agiscono le politiche economiche in economia aperta con perfetta mobilità di capitali. L’analisi di Mundell-Fleming, in regime di tassi di cambio fissi, dimostra che un Paese non può perseguire una politica monetaria indipendente, in quanto i tassi di interesse non possono allontanarsi dal livello prevalente sul mercato mondiale ($i=i_f$). Pertanto, qualsiasi tentativo di condurre una politica monetaria indipendente

determina flussi di capitale e la necessità di intervento delle autorità monetarie, fino a quando i tassi di interesse non sono nuovamente in linea con quelli del mercato mondiale. La politica monetaria non ha efficacia nell'incidere sulla produzione, poiché qualsiasi tentativo di ridurre il tasso d'interesse interno mediante l'incremento dello stock monetario, determinerebbe un ingente flusso di capitali in uscita, provocando un deprezzamento che la Banca centrale dovrebbe compensare acquistando moneta nazionale in cambio di valuta estera. In un regime di cambi flessibili invece, la Banca centrale non interviene e lascia che il tasso di cambio si adegui, in modo che la domanda e l'offerta di valuta estera siano in equilibrio, di conseguenza viene a cadere ogni legame tra la bilancia dei pagamenti e l'offerta di moneta. La presenza di tassi di cambio flessibili, implica il fatto che la Banca centrale ha libertà di azione nello stabilire l'offerta di moneta, aspetto chiave di tale sistema. In tal caso, la politica monetaria risulta efficace nell'influire sull'economia poiché un'espansione monetaria comporta un deprezzamento del tasso di cambio, un aumento delle esportazioni e quindi della produzione, come illustra il modello IS-LM nella figura 6.

Figura 5- Modello IS-LM-effetti di un aumento dello stock di moneta



Fonte: Macroeconomia XII edizione (Dornbusch-Fischer-Startz-Canullo-Pettenati), McGraw-Hill

Da ultimo, occorre dire che oscillazioni del tasso di cambio si ripercuotono sull'inflazione tipicamente in tre modi. Il primo, attiene al loro impatto diretto sui prezzi interni dei beni importati; a seguito di un rafforzamento del cambio, questi prezzi tenderanno a diminuire e, se i corrispondenti prodotti sono destinati al consumo, il calo contribuirà in modo diretto ad abbassare l'inflazione. Il secondo, riguarda i beni importati impiegati come fattori produttivi, il cui minor costo può nel tempo tradursi in un calo dei prezzi dei prodotti finali. Il terzo è dato dall'impatto sulla competitività internazionale dei beni prodotti internamente: un apprezzamento del cambio che renda questi beni meno concorrenziali, in termini di prezzo sul mercato mondiale, tenderà a limitarne la domanda estera e quindi a ridurre le pressioni della domanda complessiva nell'economia. A parità delle altre condizioni, un apprezzamento del cambio tende pertanto a moderare le spinte inflazionistiche. L'entità di tali effetti dipende dal grado di apertura dell'economia al commercio internazionale.

CONCLUSIONI

In queste pagine si sono approfonditi i meccanismi che la BCE mette in atto per influenzare l'economia e per perseguire gli obiettivi di politica monetaria che si prefigge. La strategia di politica monetaria delineata dalla BCE, definisce come conseguire l'obiettivo primario del mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro. Allo stato attuale, il Consiglio Direttivo ritiene che la stabilità dei prezzi sia preservata nel modo migliore perseguendo un obiettivo di inflazione pari al 2% nel medio termine. Obiettivo che la BCE mira a conseguire disponendo di un insieme adeguato di strumenti di politica monetaria "convenzionali e non convenzionali", che quivi abbiamo analizzato.

Nell'ultima parte sono state esaminate le caratteristiche salienti del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, ossia del modo in cui questo influisce sugli andamenti dei prezzi. Come abbiamo osservato, una variazione dei tassi di interesse del mercato monetario indotta dalla Banca centrale, attiva una serie di meccanismi e di reazioni degli operatori che si ripercuotono sugli andamenti di variabili economiche come il prodotto e i prezzi, di conseguenza sulla domanda aggregata.

Si evince per giunta dall'analisi effettuata, che un ruolo importante è svolto dalle aspettative di tutti gli operatori economici.

L'utilizzo della forward guidance permette alle imprese e ai consumatori di avere un'idea più precisa riguardo al tipo di politica monetaria che sarà intrapresa, influenzando le loro aspettative qualora ritenute credibile. La politica monetaria risulta difatti più efficace, se in grado di ancorare saldamente le attese di inflazione, e la credibilità rende più agevole la sua conduzione. Sulla base dell'analisi qui effettuata si può concludere che, garantendo la stabilità dei prezzi, mediante gli strumenti di cui dispone, la BCE fornisce un contributo sostanziale alla realizzazione di ampi obiettivi economici: quali l'innalzamento del tenore di vita, alti livelli di attività produttiva e migliori prospettive di occupazione.

BIBLIOGRAFIA

Alessandrini P. -Economia e politica della moneta. Nel labirinto della finanza, Il Mulino, Bologna, terza edizione (2021)

Buzzacchi C.- La Banca Centrale Europea. Il custode della costituzione economica, Giuffré (2017)

Dornbusch R.-Fischer S.-Startz R.-Canullo G.-Pettenati P.-Macroeconomia, XII edizione, McGraw Hill (2020)

Papadia F. -Santini C.- La Banca Centrale Europea. Le nuove sfide dopo la grande recessione, Il Mulino (2019)

SITOGRAFIA

www.affarieuropei.gov.it

www.bancaditalia.it

www.bankingsupervision.europa.eu

www.data.europa.eu

www.ecb.europa.eu

www.europarl.europa.eu

www.european-union.europa.eu

www.borsaitaliana.it