



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea magistrale in Scienze Economiche e Finanziarie

**UN’ANALISI DELLE STRATEGIE DI
POLITICA MONETARIA DELLA BCE**

**AN ANALYSIS OF THE ECB’S MONETARY
POLICY STRATEGIES**

Relatore:
Prof. Luca Papi

Rapporto Finale di:
Giacomo Girolimini

Anno Accademico 2022/2023

Indice

Elenco delle figure

Introduzione

Capitolo 1 – L’assetto tradizionale e la trasmissione della politica monetaria in

Europa

1.1 L’interest rate steering

1.1.1 Le operazioni di mercato aperto

1.1.2 Le operazioni su iniziativa delle controparti

1.1.3 La mobilitazione della riserva obbligatoria

1.1.4 L’equilibrio nel mercato interbancario e gli interventi di politica monetaria

1.2 I canali di trasmissione della politica monetaria

1.2.1 Il canale bancario

1.2.2 Il canale del tasso di interesse

1.2.3 Il canale estero

1.2.4 Il canale dei prezzi delle attività

Capitolo 2 – Le 2 crisi e lo spettro della Deflazione

2.1 Gli strumenti non convenzionali di politica monetaria

2.1.1 L’Asset Purchase Programme, i TLTRO e l’espansione delle dimensioni del bilancio della Banca Centrale

2.1.2 La Forward guidance

2.1.3 Il Negative Interest Rate Policy “NIRP”

2.2 Le misure di contrasto alla grande recessione 2007/2008 e la crisi del debito sovrano

2.3 La Deflazione

Capitolo 3 – La risposta alla crisi pandemica

Capitolo 4 – Il riesame della strategia 2020-2021

4.1 Misurazione dell'inflazione

4.2 Stabilità dei prezzi

4.3 Nuovi strumenti di politica monetaria

4.4 Orientamento di medio termine

4.5 Il cambiamento climatico

4.6 Comunicazione delle decisioni di politica monetaria

4.7 Interazione tra la politica monetaria e quella di bilancio

4.8 Digitalizzazione ed occupazione

4.9 Il sistema bancario ombra

Capitolo 5 – La ripresa dell'inflazione

5.1 Analisi grafica di dati macroeconomici tra Italia e Unione Europea

Conclusioni

Bibliografia

Appendice

Elenco delle figure

- 1.1 Baglioni Angelo, 2022, "La domanda aggregata allo ZLB", in Le frontiere della politica monetaria, HOEPLI, pag.41
- 1.2 Lenzi Francesco, 2016, "Liquidità in eccesso e tassi negativi saranno tra noi per molto tempo ancora", <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2016/03/29/liquidita-in-eccesso-e-tassi-negativi-saranno-tra-noi-per-molto-tempo-ancora/>
- 1.3 Banca d'Italia Eurosystem, 2022, "Dati sui tassi di interesse per la ROB", <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/tassi-eurosystem/Tassi-Rob.pdf>
- 1.11 Tradig Economics.com, "Andamento della bilancia commerciale nella zona Euro" <https://it.tradingeconomics.com/euro-area/balance-of-trade>
- 1.12 Banca d'Italia, "Politica monetaria (misure convenzionali)" <https://www.unipa.it/dipartimenti/seas/.content/documenti/eventi/2019-05-22-Politica-monetaria.pdf>
- 2.1 Baglioni Angelo, 2022, "Area euro: definizione di moneta", in Le frontiere della politica monetaria, HOEPLI, pag.100
- 2.2 Baglioni Angelo, 2022, "La strategia della Bce: i due pilastri", in Le frontiere della politica monetaria, HOEPLI, pag.99
- 2.4 Baglioni Angelo, 2022, "L'equilibrio del mercato monetario", in Le frontiere della politica monetaria, HOEPLI, pag. 79
- 2.5 BCE, 2011, "NYSE Liffe and ECB calculations", in The information content of option prices during the financial crisis, pag. 90
- 2.6 Baglioni A.,2021, "Negative Interest Rate Policy", in Le frontiere della politica monetaria, HOEPLI, pag. 82
- 2.7 Fred, "S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index" <https://fred.stlouisfed.org/series/CSUSHPINSA#0>
- 2.8 Mediolanum, "Come la banche centrali influenzano i tassi interbancari", <https://www.familybanker.it/blog/banche-tassi-interbancari>
- 2.9 CIA Factbook, 2011, "Public debt in percent of GDP (2010)", <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2186rank.html>
- 2.10 ANSA, 2015, "Spread Btp-Bund chiude a 100 punti base", https://www.ansa.it/sito/notizie/economia/2015/03/04/spread-btp-bund-chiude-a-100-punti-base_129782d3-efe8-41c6-89e2-921625a56720.html
- 2.11 Baglioni Angelo, 2022, " Spread BTP-BUND e BONOS-BUND: l'effetto dell'OMT", in Le frontiere della politica monetaria, HOEPLI, pag.127
- 2.12 BCE, "Asset purchase programmes", <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

3.1 Agenzia spaziale europea, “Immagini del satellite Copernicus Sentinel-SP”,
https://www.esa.int/ESAMultimedia/Videos/2020/03/Coronavirus_nitrogen dioxide emissions drop in Italy

3.2 Investing.com, “Grafico FTSE-MIB”,
<https://it.investing.com>

3.3 Baglioni Angelo, 2022, “La banca centrale europea: i primi vent’anni”, in *Le frontiere della politica monetaria*, HOEPLI, pag.157

3.4 CaixaBank 2020, “Market expectations for TLTRO-III and PELTRO”
<https://www.ecb.europa.eu/paym/groups/pdf/mmccg/20200616/item3i.pdf>

3.5 CaixaBank 2020, “Market expectations for TLTRO-III and PELTRO”
<https://www.ecb.europa.eu/paym/groups/pdf/mmccg/20200616/item3i.pdf>

4.1 Banca d’Italia, “Esito del riesame della strategia di politica monetaria”,
<https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/esito-riesame-strategia-polmon/index.html>

4.2 BCE, “Eventi dedicati all’ascolto nell’area dell’euro”,
https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/all_events.it.html

4.3 Istat, “GLI INDICI DEI PREZZI AL CONSUMO - PANIERE DEI PREZZI - ANNO 2023”,
<https://www.istat.it/it/archivio/280356>

4.4 BCE, “Temi principali del riesame della strategia”,
<https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/workstreams.it.html>

4.5 BCE, “Tabella di marcia dettagliata delle iniziative relative al cambiamento climatico”,
https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1_annex~f84ab35968.it.pdf

4.6 BCE, “Digitalizzazione ed occupazione”,
<https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/workstreams.it.html>

4.7 LIUC, 2023, “Shadow Banking: cos’è e qual è la situazione attuale”,
<https://www.liucfinclub.com/component/content/article/18-blog/global-markets/206-shadow-banking-cos-e-e-qual-e-la-situazione-attuale.html?Itemid=124>

5.1 BCE, “HICP”,
https://portal.dataviz.ecb.europa.eu/views/HICP_dashboard_ETS_16049391112180/InflationDashboard?%3AshowAppBanner=false&%3Adisplay_count=n&%3AshowVizHome=n&%3Aorigin=viz_share_link&%3AisGuestRedirectFromVizportal=y&%3Aembed=y&%3Adevice=desktop&%3Aoriginal_view=yes

5.2 BCE, “Key ECB interest rates”,
https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.it.html

5.3 OCSE, “Tassi di inflazione nei paesi dell’OCSE”,

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.it.html#toc4>

5.4 BCE, “Inflazione complessiva e relative componenti”,

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.it.html#toc8>

5.5 BCE, “Sostegno di bilancio nell’area dell’euro in risposta all’elevato livello dei corsi energetici e dell’inflazione e alla guerra russa in Ucraina”,

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.it.html#toc7>

5.6 BCE, “Variazioni dei tassi di riferimento della BCE”,

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.it.html#toc11>

5.7 BCE, “Evoluzione del bilancio consolidato dell’Eurosistema”,

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.it.html#toc11>

5.8 Investing, “FTSE MIB”,

<https://it.investing.com/indices/it-mib-40-chart>

5.9 Investing, “Euro BTP futures”,

<https://it.investing.com/rates-bonds/italian-govt.-bond-streaming-chart>

Introduzione

Nell'ambito dell'integrazione economica e monetaria europea, la cooperazione tra la Banca Centrale Europea e gli Stati membri dell'Unione Europea ha assunto un ruolo di fondamentale importanza nel determinare la stabilità finanziaria e l'equilibrio macroeconomico all'interno della zona euro. La BCE, quale istituzione incaricata della politica monetaria unificata della zona euro, e gli Stati membri, responsabili delle proprie politiche di bilancio, si trovano spesso a dover bilanciare le rispettive strategie per promuovere la crescita economica, mantenere la stabilità dei prezzi e sostenere la sostenibilità fiscale. Quanto effettivamente le politiche monetarie della BCE risultano efficaci? Come la stessa banca centrale è riuscita a superare e risolvere le crisi finanziarie affrontate negli ultimi 20 anni? L'elaborato mira proprio a capire come la Banca Centrale Europea è andata negli anni, ad intervenire nell'economia dell'UE ed in particolare nel primo capitolo verranno analizzati gli strumenti tradizionali che vennero prevalentemente utilizzati per regolare la stabilità dei prezzi e attraverso quali canali di trasmissione avviene l'intervento della BCE. Il secondo capitolo si collega al primo perché esso affronta gli strumenti non convenzionali di politica monetaria, che poi negli anni sono stati sempre di più utilizzati ed inoltre si andrà a capire come essi abbiano avuto un ruolo chiave come strumenti di contrasto alla grande recessione del 2007/2008 e alla crisi del debito sovrano. Successivamente l'elaborato tratta di come la BCE abbia affrontato la crisi pandemica da Covid-19 e come abbia ritenuto necessario il riesame della strategia, introducendo 4 nuovi strumenti di politica monetaria, impostando le proprie politiche ad un orientamento di medio termine ed introducendo tra gli argomenti di maggiore importanza il cambiamento climatico, prevedendo un ambizioso piano di azione sul tema del clima. Infine, nel capitolo 5 verrà trattato il fenomeno avvenuto

negli utili anni dell'inflazione, il quale è stato e tutt'ora viene affrontato principalmente con l'aumento dei tassi di interesse di riferimento ma quanto effettivamente questa linea di azione risulta sostenibile per gli stati UE? Per concludere è stata aggiunta un'appendice riguardante l'analisi di variabili macroeconomiche confrontando l'Italia con l'intera Unione Europea, dove si vede come effettivamente i vari stati hanno affrontato le crisi negli anni e come stanno vivendo il problema dell'inflazione con tassi di interesse a livelli elevati.

Capitolo 1

L'assetto tradizionale e la trasmissione di politica monetaria in Europa

Fino alla fine degli anni '90, le autorità di politica monetaria e fiscale hanno fatto spesso uso degli strumenti tradizionali come la regolazione del tasso di interesse di riferimento e le operazioni di mercato aperto, i quali permettono di controllare l'offerta di moneta e la spesa per investimenti, componente importante della domanda aggregata. Tuttavia, durante le recenti crisi economiche, si è visto che gli strumenti tradizionali sono insufficienti a conseguire la stabilità del ciclo economico e dei prezzi; quindi, è stato introdotto un pacchetto di strumenti non convenzionali, come il Quantitative Easing, i tassi negativi e la forward guidance. Le cause che hanno portato ad utilizzare gli strumenti non convenzionali durante le crisi economiche recenti sfociano nello Zero Lower Bound (tasso d'interesse di policy prossimo allo zero) e nella rottura dello stesso meccanismo di politica monetaria. Infatti, una volta che i tassi d'interesse nominali arrivano prossimi allo zero, è impossibile operare un'ulteriore politica di riduzione degli stessi ed è quindi necessario effettuare acquisti di attività finanziarie (Quantitative Easing) al fine di creare un allentamento monetario, evitando una situazione deflazionistica. L'impossibilità della politica monetaria convenzionale, chiamata interest rate steering di fronteggiare lo ZLB può essere dimostrata tramite una dimostrazione matematica accompagnata ad un grafico: partendo dalla funzione di reazione denominata "Principio di Taylor" e riscritta in questo modo

$$\bar{i}_t = \max\{\pi_t + r_t + \delta(\pi_t - \pi^*), 0\}$$

dove

$$\bar{i}_t: \text{tasso di interesse nominale}$$

π_t : tasso di inflazione

π^* : tasso di inflazione obiettivo

r_t : tasso di interesse reale

δ : sensibilità della banca centrale all'inflation gap

dimostra che la BC può gestire il tasso di interesse nominale tramite una strategia di inflation targeting, finché esso assume valori al minimo pari allo zero. Quindi se si prendesse il valore π^{ZLB} come il valore dell'inflazione che porta il tasso di interesse nominale ad avvicinarsi allo ZLB si può desumere che partendo da questa equazione

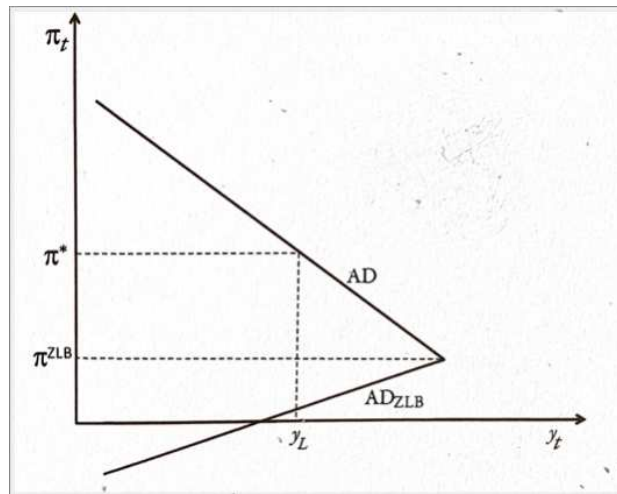
$$\pi^{ZLB} + r_t + \delta(\pi^{ZLB} - \pi^*) = 0$$

$\pi_t \geq \pi^{ZLB}$ allora vale la regola dell'inflation targeting

$\pi_t < \pi^{ZLB}$ allora il tasso di interesse nominale è uguale a zero

Guardando la figura 1.1 è intuitivo capire che al di sopra dello π^{ZLB} l'inclinazione della domanda aggregata è negativa perché ad un aumento del tasso di inflazione è accompagnato un aumento del tasso di interesse nominale e reale, come previsto dall'inflation targeting e quindi ad una diminuzione dell'output gap. Differentemente, sotto al π^{ZLB} la curva di domanda aggregata è positiva perché il valore del tasso di interesse reale dipende soltanto dall'andamento dei prezzi, infatti se il tasso di inflazione aumenta, sempre al di sotto dello π^{ZLB} , il tasso di interesse reale diminuisce e di conseguenza vi è un aumento dell'output gap. Questo dimostra l'impossibilità da parte della banca centrale di intervenire attraverso l'utilizzo del tasso di interesse nominale che rimane nullo e non decrementabile.

1.1 La domanda aggregata allo ZLB



Fonte: Baglioni Angeloi, 2022, "La domanda aggregata allo ZLB", in Le frontiere della politica monetaria, HOEPLI, pag.41

1.1 L'interest rate steering

Prima della crisi finanziaria globale del 2008, i tassi di interesse venivano usati per controllare l'inflazione e le altre variabili riguardanti gli obiettivi finali di politica monetaria. Il controllo dei tassi di interesse che si formano nel mercato finanziario avviene attraverso il mercato monetario ed in particolare nel mercato interbancario, dove le banche effettuano operazioni di credito e debito overnight tra di loro utilizzando le riserve in eccesso che esse detengono presso la Banca Centrale. Al fine di controllare il tasso di interesse del mercato interbancario, le Banche Centrali operano attraverso le riserve bancarie, infatti

$$BM_{Banche} = RE + ROB + Df + C_{Banche}$$

dove

$$BM_{Banche}: \text{base monetaria detenuta dalle banche}$$

RE: riserve libere residue detenute presso la banca centrale

ROB: riserva obbligatoria delle banche presso i conti correnti di gestione della banca centrale

Df: deposit facility, impiego temporaneo di liquidità ad un tasso fissato la BC

C_{Banche}: la cassa contante delle banche

Di questi elementi la Banca centrale è in grado di controllare proprio la quantità di riserve bancarie, ovvero la Liquidità bancaria.

Le Banche Centrali hanno a disposizione una moltitudine di strumenti convenzionali per controllare le riserve bancarie, come le **operazioni di mercato aperto**, le **operazioni su iniziativa delle controparti** e la **mobilizzazione della riserva obbligatoria**, la quale si differenzia dalle altre due perché non riguarda operazioni che avvengono tra le Banche Centrali e banche commerciali legate al fabbisogno di liquidità, bensì è un vincolo amministrativo imposto.

1.1.1 Le operazioni di mercato aperto

Le OMA (operazioni di mercato aperto) vengono effettuate su iniziative delle BC e vi sono vari tipi, come le **operazioni di rifinanziamento principale (RP)**, le quali avvengono con cadenza settimanale e rappresentano il capitale principale di approvvigionamento delle banche. La liquidità bancaria in questo caso viene offerta ad un **tasso ufficiale di rifinanziamento principale** ($\overline{i_{RP}^*}$), il quale rappresenta il tasso di policy per eccellenza della BCE e viene fissato dalla stessa su base mensile.

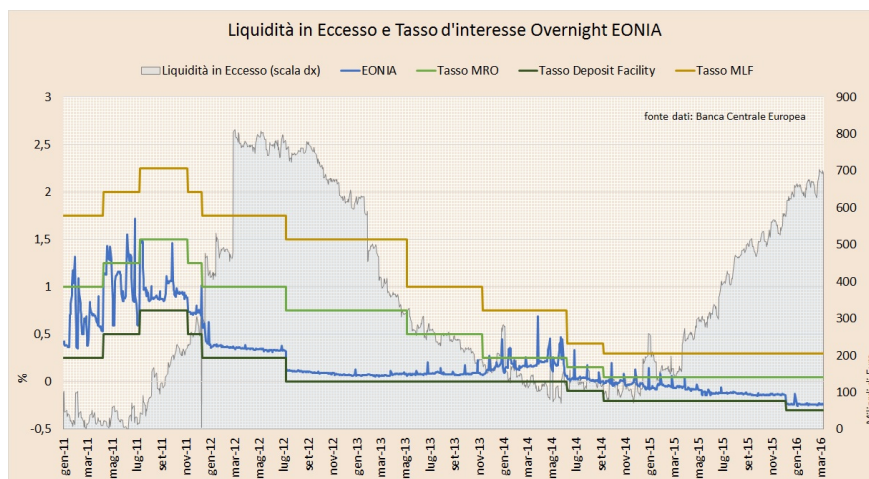
Successivamente vi sono altre operazioni come le **operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (RLT)** che avvengono con cadenza mensile, le **operazioni di fine**

tuning (FT) e operazioni di tipo strutturale (OS), le quali non sono programmate e vanno a correggere squilibri di liquidità nel primo caso e di tipo strutturale nel secondo caso delle banche commerciali.

1.1.2 Le operazioni su iniziativa delle controparti

Questo tipo di operazioni vengono eseguite su iniziativa delle banche per rispondere a esigenze di brevissimo termine di gestione della liquidità bancaria e sfociano nei **finanziamenti marginali (FMg)** e i **deposit facility (Df)**, i primi rappresentano una possibilità per le banche di ottenere un finanziamento overnight al tasso i_{FMg}^* fissato dalla BCE, mentre i secondi sono depositi overnight di liquidità in eccesso presso la BC ad un tasso fissato i_{Df}^* . I tassi di policy i_{FMg}^* , i_{Df}^* e i_{LB}^* vanno a formare il corridoio dei tassi ufficiali, con il quale si va ad influenzare il tasso del mercato interbancario overnight, ovvero il tasso EONIA

1.2 Liquidità in eccesso e Tasso d'interesse Overnight EONIA



Fonte: Lenzi Francesco, 2016, “Liquidità in eccesso e tassi negativi saranno tra noi per molto tempo ancora”, <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2016/03/29/liquidita-in-eccesso-e-tassi-negativi-saranno-tra-noi-per-molto-tempo-ancora/>

Risulta che i_{FMg}^* è il tasso superiore, mentre i_{Df}^* rappresenta il pavimento del corridoio e in mezzo si trova il tasso del mercato interbancario EONIA. La differenza tra i tassi ufficiali della BC e i tassi overnight dell'interbancario determina la convenienza ad utilizzare quest'ultimo fino a quando vale la relazione $i_{Df}^* < i_{IB} < i_{FMg}^*$, mentre se $i_{IB} > i_{FMg}^*$ oppure $i_{IB} < i_{Df}^*$ le banche si rivolgono alla BCE. Tramite il corridoio dei tassi di interesse ufficiali, la BC riesce a raggiungere due obiettivi; il primo riguarda il contenere le oscillazioni dei tassi overnight sul mercato interbancario senza l'imposizione di vincoli amministrativi, il secondo è rendere più agevole la distribuzione della liquidità tra le banche contenendo rischi reputazionali e crisi di fiducia, sia in tempi normali per le banche che hanno scompensi eccezionali di liquidità, come ad esempio per rientrare nella media giornaliera dell'obbligo di riserva, sia in tempi di crisi per compensare gli scambi paralizzati del mercato interbancario, attraverso i finanziamenti marginali.

1.1.3 La mobilitazione della riserva obbligatoria

Tramite la riserva obbligatoria (ROB) le BC impongono alle banche commerciali di detenere presso i conti di gestione una percentuale di liquidità bancaria e il rispetto di questo vincolo amministrativo è determinato in base alla media dei saldi di fine giornata detenuti sui conti di riserva nell'arco del periodo di mantenimento che è di 45 giorni.

Questo vuole significare che le banche possono investire le proprie riserve obbligatorie, sempre compensando le somme in uscita con altrettante somme in entrata,

formalizzando

$$\sum_t \frac{LB_t}{T_m} \geq ROB_{T_m}$$

dove

LB_t : liquidità bancaria giornaliera disponibile al giorno t

T_m : periodo di mantenimento che va da $1 \leq t \leq T_m$

$\frac{LB_t}{T_m}$: la media giornaliera di liquidità bancaria detenuta presso la riserva

ROB_{T_m} : il vincolo amministrativo imposto

Mobilizzando la ROB è possibile per le banche effettuare l'arbitraggio con il mercato monetario, offrendo prima liquidità e poi domandandola e viceversa per rientrare nei valori medi. Inoltre la riserva obbligatoria prevede anche una percentuale di remunerazione e di sanzione nel caso in cui il vincolo amministrativo non venga rispettato.

1.3 Dati sui tassi di interesse per la ROB



Dati sui tassi di interesse per la riserva obbligatoria

Periodi di mantenimento			Tassi Rob		Giorno accreditato interessi***
Inizio	Fine	gg	Remunerazione ROB*	Tasso inadempienze**	
27/07/2022	13/09/2022	49	0,50	3,25	15/09/2022
15/06/2022	26/07/2022	42	0,00	2,75	28/07/2022
20/04/2022	14/06/2022	56	0,00	2,75	16/06/2022
16/03/2022	19/04/2022	35	0,00	2,75	21/04/2022
09/02/2022	15/03/2022	35	0,00	2,75	17/03/2022
22/12/2021	08/02/2022	49	0,00	2,75	10/02/2022
03/11/2021	21/12/2021	49	0,00	2,75	23/12/2021
15/09/2021	02/11/2021	49	0,00	2,75	04/11/2021
28/07/2021	14/09/2021	49	0,00	2,75	16/09/2021
16/06/2021	27/07/2021	42	0,00	2,75	29/07/2021
28/04/2021	15/06/2021	49	0,00	2,75	17/06/2021
17/03/2021	27/04/2021	42	0,00	2,75	29/04/2021
27/01/2021	16/03/2021	49	0,00	2,75	18/03/2021
16/12/2020	26/01/2021	42	0,00	2,75	28/01/2021
04/11/2020	15/12/2020	42	0,00	2,75	17/12/2020
16/09/2020	03/11/2020	49	0,00	2,75	05/11/2020
22/07/2020	15/09/2020	56	0,00	2,75	17/09/2020
10/06/2020	21/07/2020	42	0,00	2,75	23/07/2020
06/05/2020	09/06/2020	35	0,00	2,75	11/06/2020
18/03/2020	05/05/2020	49	0,00	2,75	07/05/2020
29/01/2020	17/03/2020	49	0,00	2,75	19/03/2020
18/12/2019	28/01/2020	42	0,00	2,75	30/01/2020
30/10/2019	17/12/2019	49	0,00	2,75	19/12/2019
18/09/2019	29/10/2019	42	0,00	2,75	31/10/2019
31/07/2019	17/09/2019	49	0,00	2,75	19/09/2019
12/06/2019	30/07/2019	49	0,00	2,75	01/08/2019

(*) Il tasso di remunerazione è pari al valore medio nel periodo di mantenimento dei tassi marginali delle operazioni di rifinanziamento principali del SEBC, ponderati per il numero dei giorni di calendario. Nel caso in cui nello stesso giorno venga effettuata più di una operazione di rifinanziamento principale, si utilizza una media semplice dei tassi marginali delle operazioni effettuate in parallelo.

(**) Il tasso delle sanzioni per inadempienze agli obblighi di riserva è pari al valore medio nel periodo di mantenimento del tasso dell'operazione di rifinanziamento marginale con una maggiorazione di 2,5 punti percentuali.

(***) Gli interessi sulla riserva obbligatoria sono accreditati il secondo giorno lavorativo successivo alla fine del periodo di mantenimento.

1

Fonte: Banca d'Italia Eurosystem, 2022, "Dati sui tassi di interesse per la ROB",

<https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/tassi-eurosystem/Tassi-Rob.pdf>

1.1.4 L'equilibrio nel mercato interbancario e gli interventi di Politica monetaria

Al fine di andare ad analizzare l'equilibrio nel mercato interbancario è necessario prima definire le due funzioni che vanno a spiegare come avviene la domanda ed offerta delle riserve bancarie, in particolare la prima è influenzata dalla percentuale di riserva obbligatoria e dall'importanza che le banche commerciali danno all'obiettivo di minimizzare il costo-opportunità della riserva tramite l'arbitraggio intertemporale nel mercato interbancario, mentre la seconda dipende fortemente dalle operazioni di politica monetaria di creazione e distruzione di base monetaria¹ e dai fattori autonomi.

Incominciando dalla domanda di riserve bancarie, la funzione che spiega la stessa per un giorno t è la seguente

$$R_t^D = ROB_t + \beta [E_t(i_{t+1}) - i_t] \quad 1 \leq t < T$$

dove

R_t^D : domanda di riserve al giorno t

ROB_t : il volume di riserve obbligatoria al giorno t

β : il peso attribuito dalla banca commerciale alla possibilità di arbitraggio

$E_t(i_{t+1})$: il livello medio atteso del tasso overnight del giorno $t + 1$

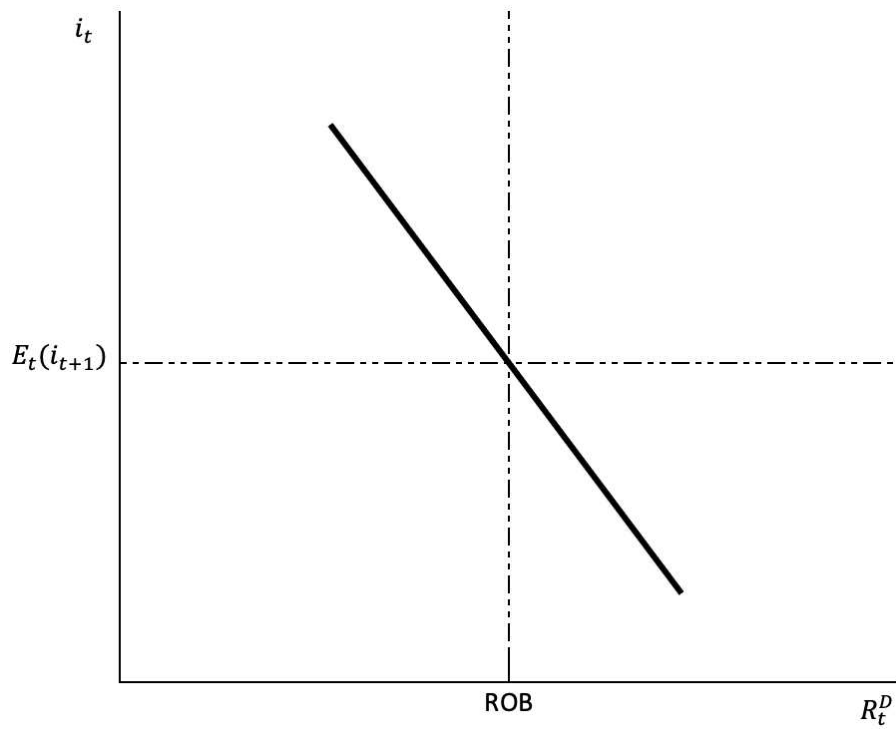
i_t : tasso overnight del giorno t

T : periodo di mantenimento integrale

La domanda di riserve bancarie con $0 < \beta < \infty$ può essere rappresentata tramite un grafico dal quale si nota che se beta non è uguale a 0 o ad infinito, le banche commerciali praticano l'arbitraggio intertemporale tramite il mercato interbancario

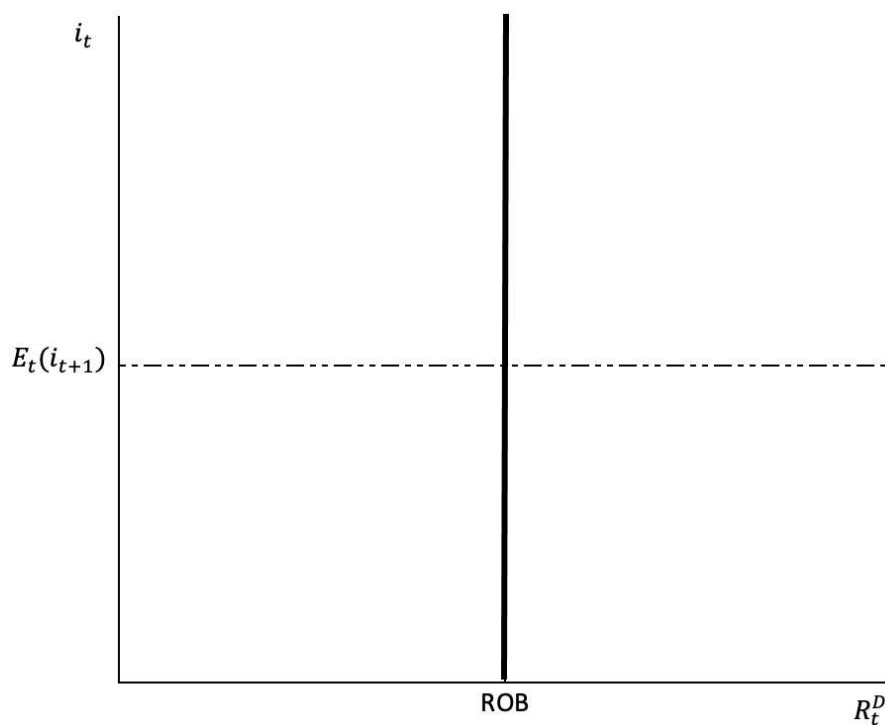
¹ BM= Riserve bancarie presso la Banca Centrale+ Circolante in circolazione

1.4 La domanda di riserve bancarie ($0 < \beta < \infty$)



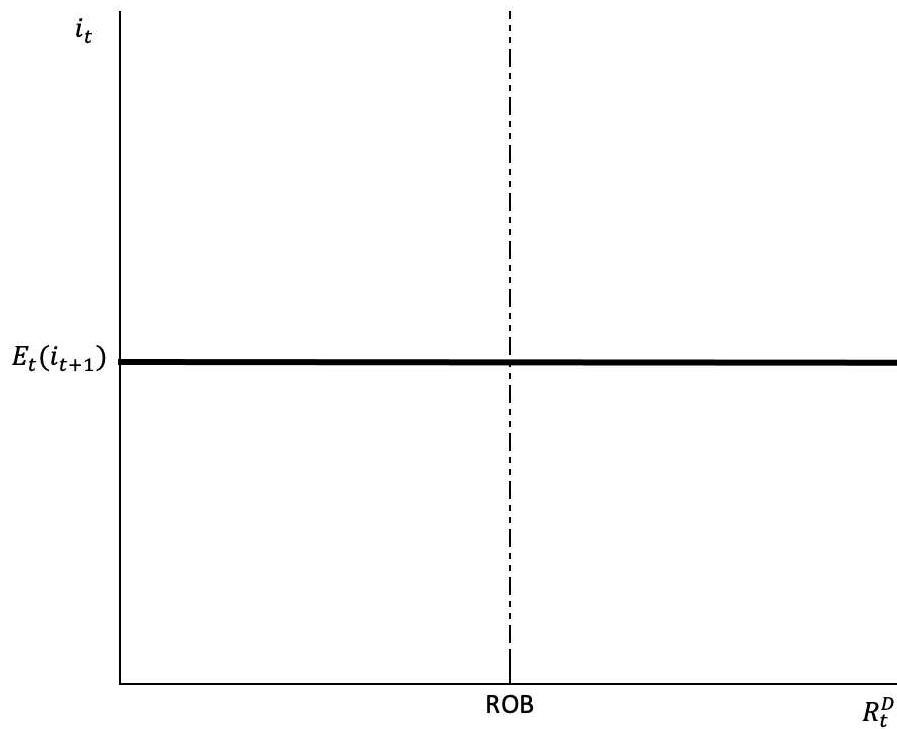
Mentre se $\beta = 0$ la domanda di riserve sarà rigida e pari alla riserva obbligatoria dovuta

1.5 La domanda di riserve bancarie ($\beta = 0$)



Infine vi è il caso in cui $\beta \rightarrow \infty$ la domanda è completamente elastica e il tasso di interesse overnight al giorno t , in una situazione di equilibrio, non divergerebbe da quello atteso. In questo caso la curva di domanda di riserve si presenta contraria rispetto alla situazione con beta uguale a 0

1.6 La domanda di riserve bancarie ($\beta \rightarrow \infty$)



Nel caso dell'offerta di riserva bancarie, la Banca Centrale crea e distrugge base monetaria attraverso le operazioni di mercato aperto (P/T), immettendo temporaneamente base monetaria tramite l'acquisto di titoli del sistema bancario tramite i contratti pronti contro termine e poi la distrugge alla scadenza se decide di rinnovare l'operazione per un importo inferiore rispetto a quello iniziale; inoltre per creare e distruggere base monetaria utilizza le operazioni marginali come i deposit facility (DF) per la distruzione e i finanziamenti marginali (FM) per la creazione. Oltre queste operazioni sono presenti dei fattori autonomi (AU), i quali vengono rappresentati dal conto di tesoreria della pubblica amministrazione presso la Banca centrale, il quale più aumenta e più distrugge base monetaria perché un'entrata dello stesso rappresenta un'uscita sul conto di regolamento; le riserve ufficiali (RU) e il circolante (C), il quale

dipende fortemente dalle esigenze della clientela al dettaglio delle banche commerciali, più aumenta e più le riserve delle banche diminuiscono perché vengono convertite in circolante. Indicate le operazioni della Banca Centrale e i AU che non possono essere controllati dalla stessa, si può definire la funzione di offerta delle riserve bancarie

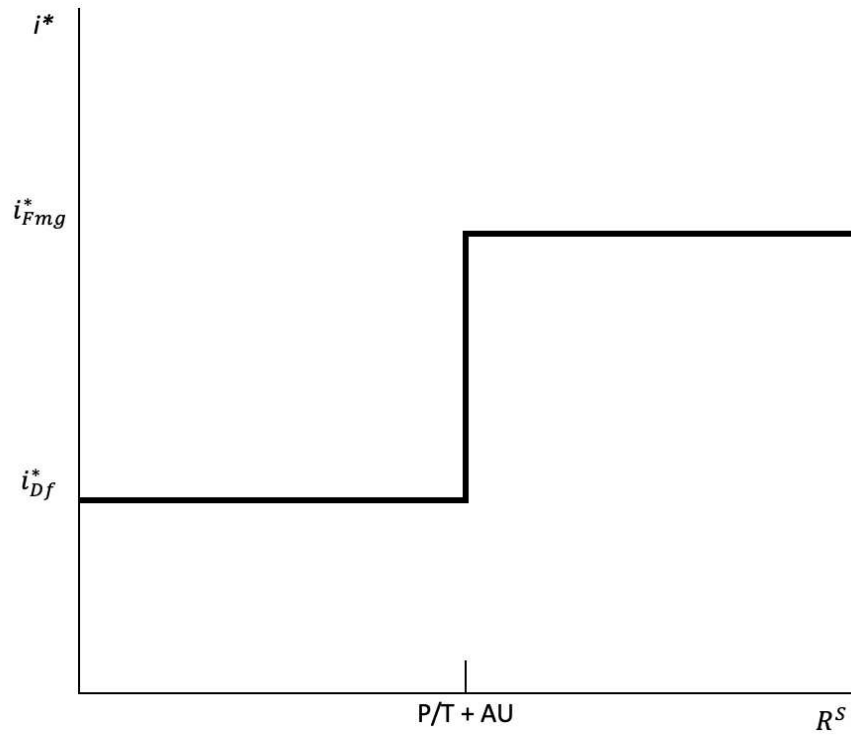
$$R^S = \frac{P}{T} + FM - DM - SP + RU - C$$

la quale può essere riscritta in questo modo

$$R^S = \frac{P}{T} + FM - DM + AU$$

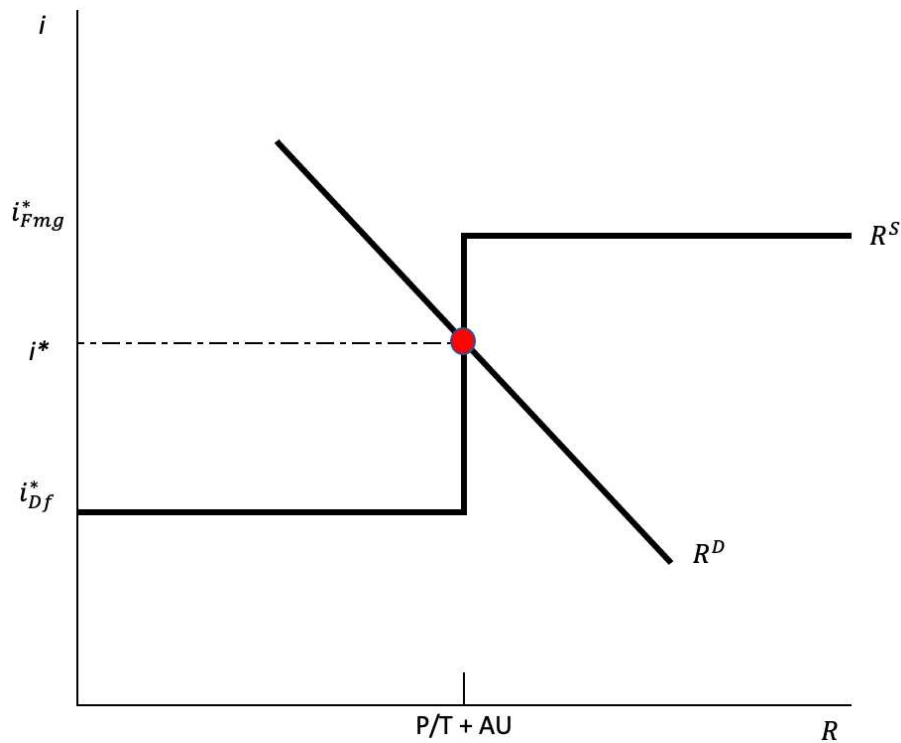
A livello grafico si può notare che la funzione di offerta di riserve bancarie si presenta come una Z, nella quale la linea verticale rappresenta le riserve disponibili create dai fattori autonomi e le operazioni di mercato aperto in un dato momento, mentre le linee orizzontali rappresentano, quella a sinistra la distruzione di riserve tramite i DF, mentre quella a destra di creazione di riserve tramite i FM. Si nota inoltre che le operazioni marginali hanno effetto solo nel caso in cui il tasso di interesse del mercato interbancario sia uguale a tasso dei finanziamenti marginali, in questo caso avremmo un'offerta di riserve che tende ad infinito, o uguale al tasso dei deposit facility, in questo caso avremmo invece una riduzione di offerta di riserve che tende a meno infinito

1.7 L'offerta di riserve bancarie



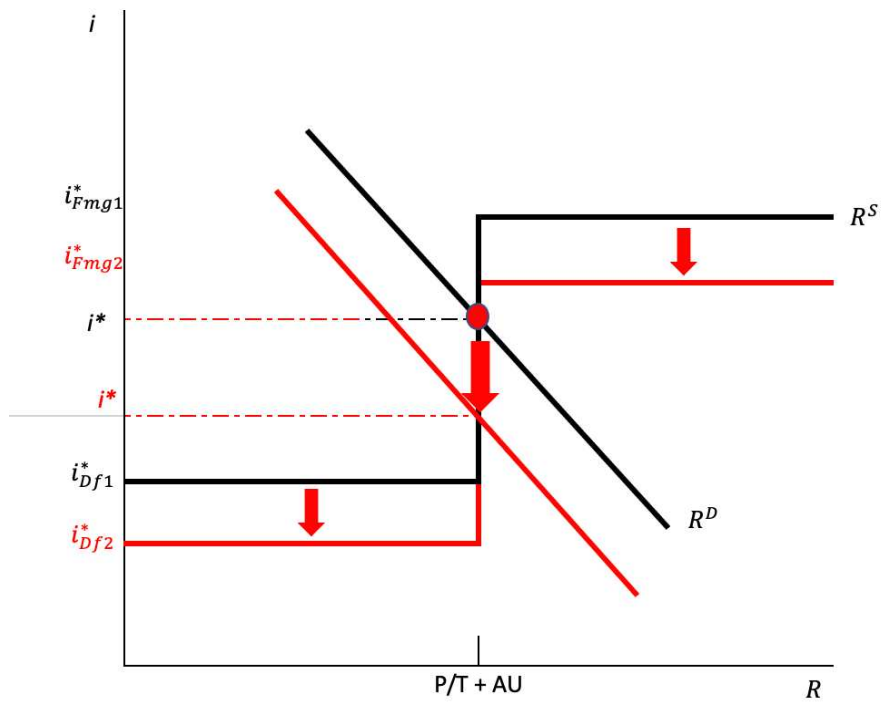
Ora è possibile rappresentare graficamente l'equilibrio tra la domanda e l'offerta di riserve bancarie, la quale avviene rispettando sempre l'obiettivo operativo dell'interest rate steering, ovvero mantenere il tasso di interesse overnight (i^*) al livello desiderato

1.8 L'equilibrio nel mercato interbancario

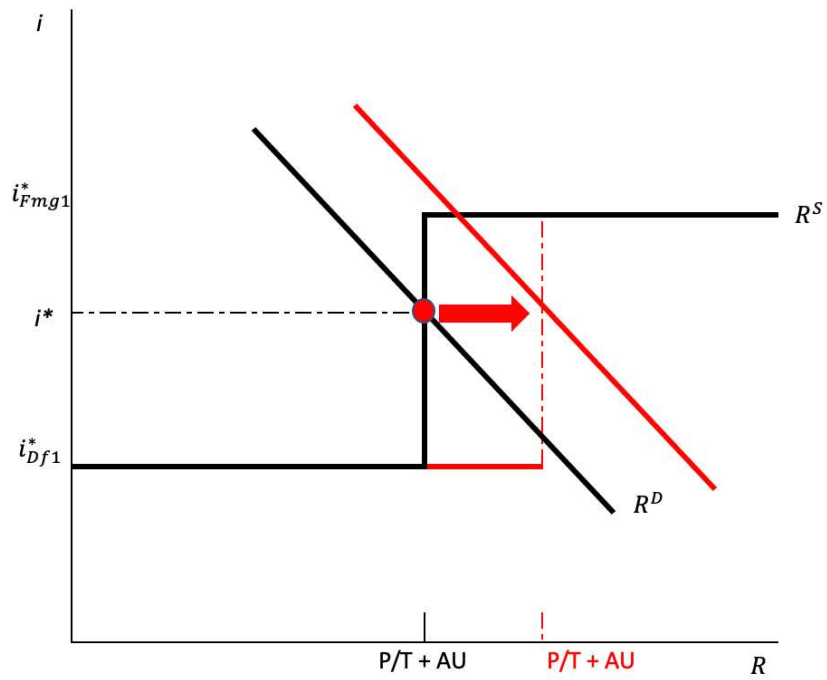


Lo schema dell'interest rate steering trova quindi applicazione nella fissazione del tasso di policy che nella zona euro rappresenta il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale e negli USA lo stesso tasso del mercato interbancario overnight, per il quale viene fissato un livello obiettivo. La fissazione del tasso di policy permette, grazie alla proprietà del decoupling principle, di effettuare un intervento di politica monetaria mantenendo inalterate le riserve bancarie disponibili e alterando soltanto il livello del tasso di policy stesso: infatti un annuncio della variazione inattesa del tasso di policy permette di ridurre la domanda di riserve bancarie e di conseguenza anche l'offerta, come si vede dalla figura 1.9. Nel caso in cui il mercato, dopo l'annuncio abbia già scontato il tasso di policy, la variazione dello stesso non avrà ulteriori effetti visto che la curva di domanda di riserve bancarie si sarà già spostata verso il basso.

1.9 Riduzione del tasso di policy



1.10 Aumento dell'offerta di riserve bancarie



In questo ultimo grafico si vede che per aumentare l'offerta di riserve bancarie, la Banca Centrale ricorre ad immettere più liquidità attraverso le operazioni di mercato aperto. L'aumento di liquidità avviene proprio per assecondare lo shock di domanda di liquidità dovuta principalmente ad un motivo precauzionale, ovvero per detenere riserve in eccesso rispetto all'obbligo di riserva obbligatoria. Per concludere, si può affermare che nel sistema operativo dell'interest rate steering, il livello del tasso di policy assume un valore segnaletico, alterando le aspettative dei vari operatori, mentre la quantità di liquidità immessa non lo assume ma è necessaria per raggiungere il target del livello obiettivo del tasso di policy, compensando gli shock di liquidità.

1.2 I canali di trasmissione della politica monetaria

Al fine di capire quali sono i collegamenti esistenti tra gli strumenti di politica monetaria, come il tasso di interesse overnight, e le variabili economiche oggetto degli obiettivi finali della BCE, è necessario analizzare i canali di trasmissione utilizzati. I canali di trasmissione della politica monetaria riguardano principalmente delle variabili economiche che sono oggetto di obiettivi intermedi e che quindi hanno un legame sufficientemente adeguato con gli elementi protagonisti degli obiettivi finali.

1.2.1 Il canale bancario

Il bank lending channel rappresenta il mezzo attraverso il quale il sistema bancario, trasferisce direttamente gli impulsi di politica monetaria all'economia reale. Il presente canale viene alimentato proprio dai prestiti che le banche erogano alla propria clientela.

Ad esempio, una politica monetaria espansiva viene trasmesso attraverso una maggiore offerta di prestiti bancari e questo effetto è dovuto a due elementi principali:

il primo rappresenta proprio l'aumento della quantità di moneta nell'economia, la quale porta a maggiori depositi e di conseguenza ad aumenti dei prestiti. Il secondo elemento riguarda il trade off che vi è nel confronto tra i ricavi marginali creati dall'attività di erogazione dei prestiti bancari e quelli nati dall'impiego della liquidità nel mercato obbligazionario. Il canale bancario è caratterizzato inoltre da un problema di coordinamento tra la vigilanza prudenziale e la politica monetaria. Questo perché con gli accordi di Basilea viene richiesto alle banche una certa percentuale di capitale in grado di coprire i vari rischi che si assume l'ente stesso, tra cui il rischio di credito generato tramite l'attività di erogazione prestiti. Dunque le banche possono emettere più prestiti ma questo effetto viene limitato proprio dal rapporto capitale/rischio di credito.

1.2.2 Il canale del tasso di interesse

Il canale del tasso di interesse si basa sul rapporto che esiste tra il livello generale dei tassi di interesse e l'economia reale. In generale il tasso di interesse agisce sulla domanda aggregata proprio perché una delle sue componenti, ovvero la spesa per investimenti è condizionata proprio dal tasso che rappresenta il costo del finanziamento. La Banca Centrale, oltre a modificare il tasso a breve termine e quindi quello overnight, va anche ad intaccare indirettamente quello a scadenze più lunghe, condizionando le aspettative degli operatori economici e quindi sfruttando la teoria delle aspettative dei tassi di interesse, secondo la quale i tassi a lungo termine sono approssimativamente la media aritmetica dei tassi attesi ad un anno sullo stesso orizzonte e quindi si agisce

totalmente sulle aspettative dei tassi di interesse futuri degli operatori economici, formalizzando: un tasso di interesse a lungo termine su un orizzonte n è dato da

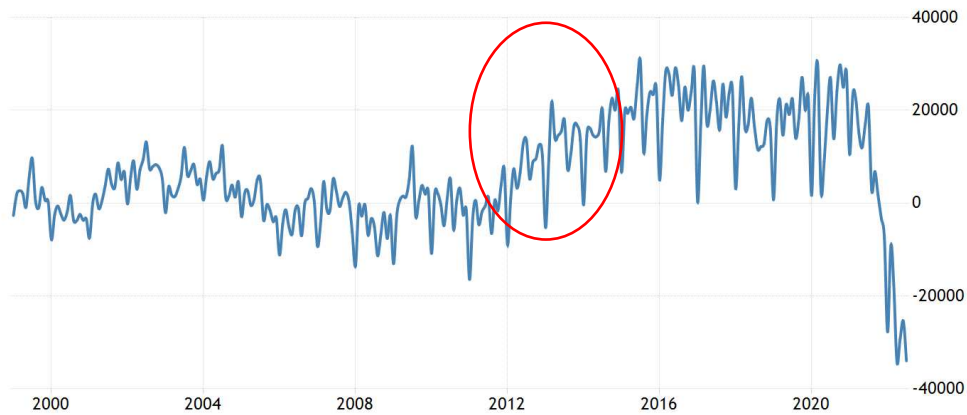
$$i_{t,n} = \sum_{k=0}^n \frac{i_{t+k}^e}{n}$$

Attraverso la Forward guidance si vanno a condizionare le aspettative del valore corrente dei tassi a lungo termine. Infatti, la BCE, indicando le decisioni di politica monetaria future, va a creare aspettative relative ai futuri tassi di interesse a breve termine e di conseguenza anche al livello corrente dei tassi a lungo termine.

1.2.3 Il canale estero

Prendendo ad esempio una situazione caratterizzata da una politica monetaria espansiva, con il deprezzamento del tasso di cambio dovuto alla diminuzione del tasso di interesse e al conseguente investimento in attività con valuta estera degli operatori economici, le merci domestiche diventano più convenienti rispetto alle altre. Le imprese nazionali che esportano vedranno aumentare i ricavi e di conseguenza aumenterà anche l'occupazione e il PIL del paese più competitivo. Questo canale, per i paesi della zona Euro, è stato di grande aiuto perché ha portato ad un miglioramento della bilancia commerciale:

1.11 La bilancia commerciale dell'area Euro



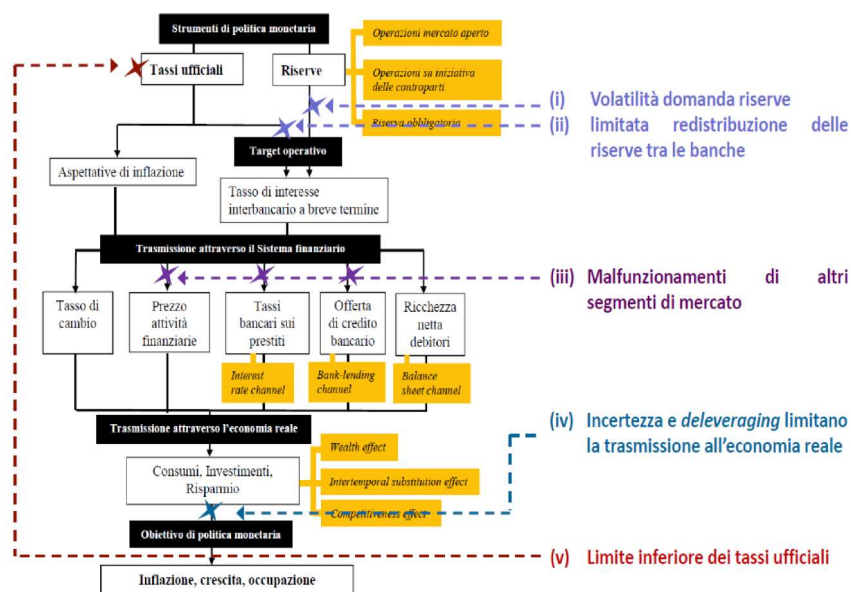
Fonte: Tradig Economics.com, “Andamento della bilancia commerciale nella zona Euro” <https://it.tradingeconomics.com/euro-area/balance-of-trade>

1.2.4 Il canale dei prezzi delle attività

Il canale di trasmissione della politica monetaria riguardante i prezzi delle attività si riferisce all'impatto che le decisioni della banca centrale sui tassi di interesse hanno sui prezzi delle attività finanziarie, come le azioni, i bond e le materie prime. In generale, quando la banca centrale riduce i tassi di interesse, i costi di finanziamento diventano più bassi e gli investitori sono spinti a cercare rendimenti più alti investendo in attività finanziarie rischiose. Ciò fa aumentare la domanda di azioni, bond e altre attività finanziarie, portando a un aumento dei loro prezzi. Inoltre, una riduzione dei tassi di interesse può anche avere un effetto positivo sull'economia reale, aumentando la spesa dei consumatori e degli investitori e stimolando la produzione e l'occupazione. Ciò a sua volta può portare a un aumento dei profitti delle società e quindi a un aumento dei prezzi delle azioni. Viceversa, quando la banca centrale aumenta i tassi di interesse, i costi di finanziamento

diventano più alti e gli investitori sono spinti a cercare rendimenti più sicuri, come i bond a basso rischio. Ciò riduce la domanda di azioni e altre attività finanziarie rischiose, portando a una diminuzione dei loro prezzi. In sintesi, il canale di trasmissione della politica monetaria riguardante i prezzi delle attività dipende dalla relazione tra i tassi di interesse e la domanda di attività finanziarie, nonché dalla situazione economica generale.

1.12 Il meccanismo di trasmissione della politica monetaria in tempo di crisi



Banca d'Italia, "Politica monetaria (misure convenzionali)

<https://www.unipa.it/dipartimenti/seas/content/documenti/eventi/2019-05-22-Politica-monetaria.pdf>

Riferimenti bibliografici capitolo 1

Alessandrini Pietro, 2021, “Economia e politica della moneta. Nel labirinto della finanza”, Il Mulino

Baglioni Angelo, 2004, “Il mercato monetario e la banca centrale”, Il Mulino

Baglioni Angelo, 2022, “Le frontiere della politica monetaria”, HOEPLI

Banca d'Italia Eurosystem, 2022, “Dati sui tassi di interesse per la ROB”, <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/tassi-eurosystem/Tassi-Rob.pdf>

Banca d'Italia, “Politica monetaria (misure convenzionali)”, <https://www.unipa.it/dipartimenti/seas/.content/documenti/eventi/2019-05-22-Politica-monetaria.pdf>

BCE, 2011, “The information content of option prices during the financial crisis”, in *Monthly Bulletin* February 2011

Boitani Andrea, 2014, “Macroeconomia”, Il Mulino

Inaba, K., et al. (2015), "The Conduct of Monetary Policy in the Future: Instrument Use", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1187, OECD Publishing, Paris

Pifferi Michele e Porta Angelo, 2001, “La Banca Centrale Europea”, EGEA

Tradig Economics.com, “Andamento della bilancia commerciale nella zona Euro” <https://it.tradingeconomics.com/euro-area/balance-of-trade>

Capitolo 2

Le due crisi e lo spettro della deflazione

Con la strategia monetaria dell'8 maggio 2003, la BCE ha adottato un approccio a due pilastri, rappresentati dall'analisi economica e da quella monetaria. Il primo comprende "l'esame degli shock che colpiscono l'economia dell'area dell'euro e le proiezioni relative alle variabili macroeconomiche fondamentali" (Comunicato BCE 8 maggio 2003) e il secondo assiste la prima analisi, la quale viene utilizzata per "valutare le tendenze dell'inflazione nel medio-lungo periodo, alla luce della stretta relazione esistente fra moneta e prezzi su orizzonti temporali estesi" (Comunicato BCE 8 maggio 2003).

2.1 Aggregati monetari dell'area Euro

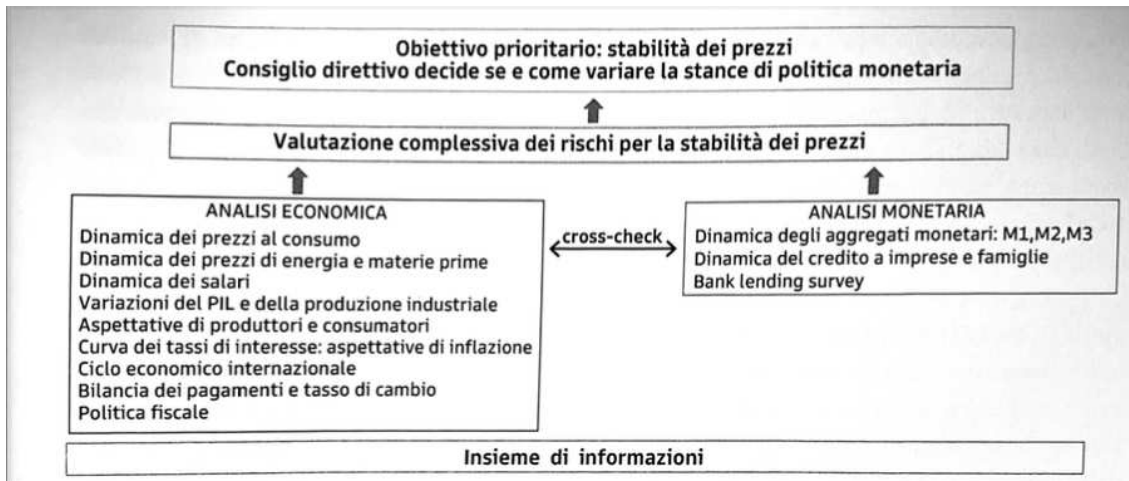
Passività del sistema bancario verso il resto dell'economia (escluso il settore pubblico)	M1	M2	M3
Circolante	X	X	X
Depositi a vista	X	X	X
Depositi con scadenza originaria fino a 2 anni		X	X
Depositi ritirabili con preavviso fino a 3 mesi		X	X
Pronti/termine			X
Fondi di mercato monetario			X
Obbligazioni con scadenza originaria fino a 2 anni			X

Fonte: BCE, "Area euro: definizione di moneta", in *Le frontiere della politica monetaria*, HOEPLI,

pag.100

La scelta di quale aggregato monetario utilizzare per l'analisi monetaria è data da un ragionamento di tipo deduttivo, secondo il quale da una variazione anomala dell'aggregato più ampio M3 si esegue un'analisi degli altri due aggregati al fine di trovare quale elemento è responsabile della dinamica che si è andata a creare.

2.2 L'approccio a due pilastri



Fonte: Baglioni Angelo, 2022, "La strategia della Bce: i due pilastri", in *Le frontiere della politica monetaria*, HOEPLI, pag.99

2.1 Gli strumenti non convenzionali di politica monetaria

Lo schema operativo dell'interest rate steering e quindi la variazione del tasso di policy, trova un limite inferiore verso il basso. Il raggiungimento del livello minimo dei tassi di interesse porta inevitabilmente ad aspettative rialziste da parte degli operatori e quindi alla situazione della trappola della liquidità di Keynes, nella quale gli investitori preferiscono detenere moneta per paura che il prezzo delle attività finanziarie si riduca. Quindi, raggiunto lo zero lower bound, la variazione del tasso di policy al ribasso è di fatto inutilizzabile per effettuare politiche monetarie espansive ed è necessario ricorrere e strumenti "non convenzionali", i quali, in situazioni di crisi finanziarie, stimolano la domanda aggregata, aggiustando anche le aspettative inflazionistiche in linea con l'obiettivo di politica monetaria e portano al riequilibrio del meccanismo di trasmissione della politica monetaria che viene bloccato dalla mancanza di volontà delle istituzioni finanziarie di prestare liquidità sul mercato interbancario, la quale viene detenuta sui conti di gestione presso la Banca Centrale.

2.1.1 L'Asset Purchase Programme, i TLTRO e l'espansione del bilancio della Banca Centrale

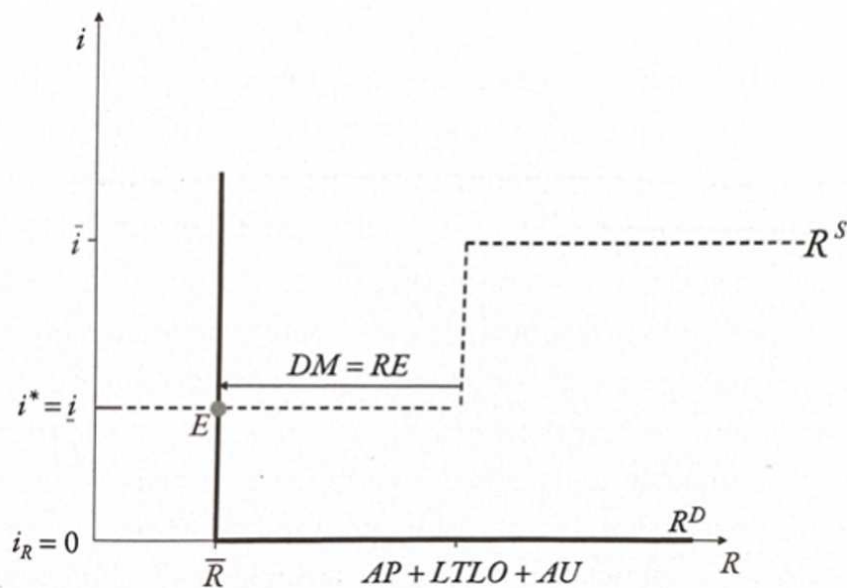
Tra le misure “non convenzionali” vi è il programma di acquisto a titolo definitivo nei mercati secondari di attività finanziarie da parte della Banca Centrale “Asset purchase Programme” e le operazioni di finanziamento finalizzate a lungo termine in contropartita di titoli in garanzia “TLTRO”. Partendo dai TLTRO, essi rappresentano dei finanziamenti a 4 anni che vengono erogati alle banche commerciali e l’innovazione degli stessi sfocia nella possibilità delle stesse banche prenditrici di ottenere un tasso di interesse negativo sugli stessi finanziamenti, a patto che esse impieghino la liquidità prestata in nuovi crediti a imprese e famiglie. Attraverso questa misura, si va a modificare il bilancio delle banche commerciali perché nel passivo si aumenta la quota della raccolta a lungo termine, mentre nell’attivo aumenta la quota del credito all’economia e si riduce quella del portafoglio titoli. Passando alla misura dell’APP e più precisamente al Quantitative Easing, essa riguarda l’acquisto a titolo definitivo di Covered bonds, Corporate bonds, Government bonds e gli Asset-Backed Securities. Con questa misura la Banca Centrale acquista titoli immettendo liquidità nelle riserve delle banche che li vendono e quindi creando Base Monetaria, visto che essa non viene sterilizzata attraverso il mancato rinnovamento degli acquisti di titoli a scadenza. Il Quantitative Easing porta ad un’espansione del bilancio della Banca Centrale, infatti nell’attivo aumentano i titoli detenuti, mentre nel passivo aumentano le riserve delle banche presso la stessa Banca Centrale.

2.3 Lo Stato Patrimoniale della BC

ATTIVITA'	PASSIVITA'
Oro e Crediti in oro	Banconote in circolazione
Titoli	Capitale e Riserve
Rifinanziamento a istituzioni creditizie	Passività verso istituzioni creditizie
Cassa e altre attività	Altre passività e Utile Netto

Nel Quantitative Easing, la Banca Centrale crea un elevato livello di riserve in eccesso e quindi il ruolo della ROB perde di rilievo; infatti senza ROB la domanda di riserve bancarie (\bar{R}^D) viene rappresentata con una forma ad L, in particolare la parte verticale della funzione rappresenta proprio la quantità minima di riserve necessaria per gestire i flussi di pagamento in entrata ed uscita (\bar{R}), mentre la parte orizzontale rappresenta la situazione in cui il tasso di policy e quello della remunerazione dei saldi sui conti correnti (\bar{i}_R) presso la Banca Centrale sia uguale a 0 e quindi si avrà una domanda di riserve che tende ad infinito. Dal grafico si può notare che i depositi marginali sono uguali alle riserve in eccesso perché il tasso di policy (\bar{i}^*) e quello dei depositi (\bar{i}) sono uguali; infatti, si passa da un corridor system ad un floor system:

2.4 L'equilibrio nel mercato monetario



Fonte: Baglioni A., 2021, "L'equilibrio del mercato monetario", in *Le frontiere della politica monetaria*, HOEPLI, pag. 79

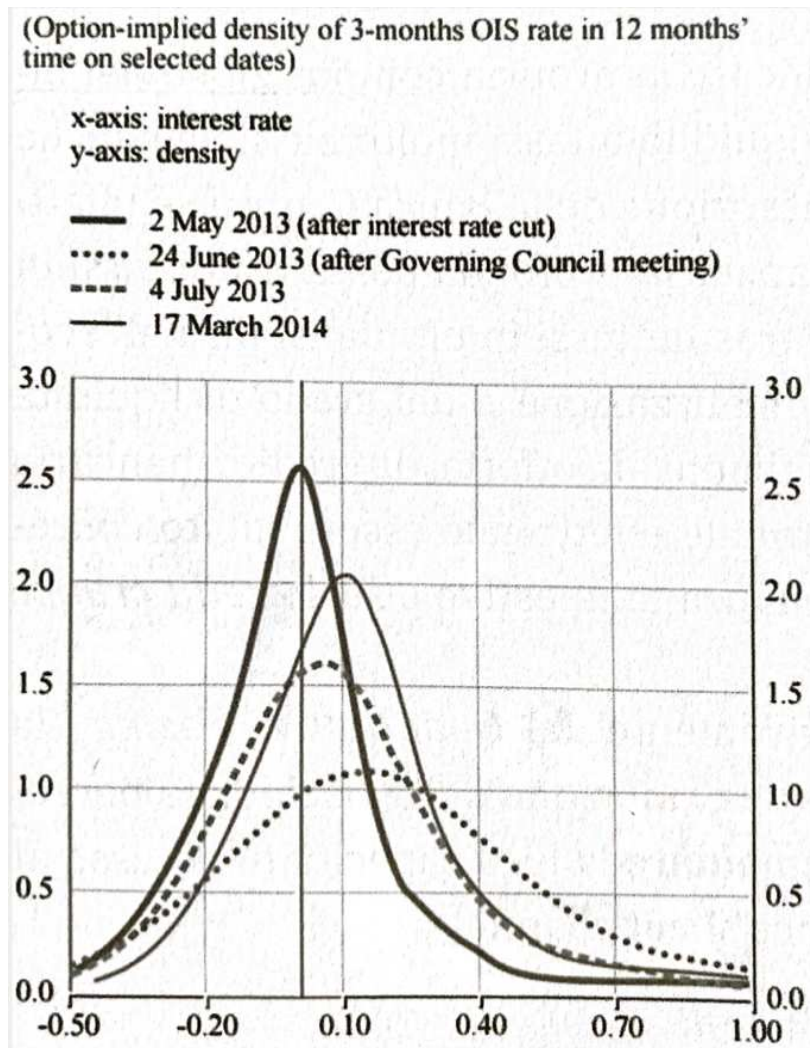
E' anche possibile notare che a differenza dell'Interest rate steering, il decoupling principle non è valido perché la Banca Centrale può modificare la quantità di liquidità immessa sempre a parità dei tassi d'interesse, cosa che prima era possibile solo al contrario. Grazie alla misura del programma di acquisto definitivo di titoli a medio lungo termine si verificano degli effetti diretti sui rendimenti delle attività oggetto dell'acquisto, i quali si riducono; sui tassi di interesse del mercato monetario, i quali si avvicinano al limite inferiore; sulle aspettative di inflazione e la fiducia, infatti la comunicazione da parte della Banca Centrale di misure di politica monetaria capaci di riportare il livello dei prezzi in linea con il proprio obiettivo ha come effetto l'aggiustamento delle aspettative degli agenti economici in direzione dell'obiettivo stesso. Inoltre vi sono anche effetti indiretti come la riduzione dei rendimenti delle attività finanziarie non oggetto del programma, la riduzione del costo e aumento della disponibilità dei prestiti bancari, il deprezzamento del tasso di cambio dovuto

all'acquisto da parte degli operatori di attività in valuta estera e il miglioramento delle condizioni di finanziamento del settore pubblico dovuto ad una minore spesa per interessi sulle obbligazioni di Stato emesse.

2.1.2 La Forward guidance

La Forward guidance rappresenta lo strumento che utilizza per il suo funzionamento la signalling policy, ovvero l'effetto annuncio. La Banca Centrale utilizza questo strumento per andare ad orientare e stabilizzare le aspettative dei mercati, attraverso annunci riguardanti le future decisioni di politica monetaria in termini di risultati, quantità, tempi e tendenze. La Forward guidance è stata molto utile, soprattutto nel 2013 in Europa, grazie all'indicazione di lungo periodo circa la fissazione dei tassi di interesse ufficiale. Dal grafico in questione è possibile notare la graduale riduzione dei tassi di interesse dovuti alla modifica delle aspettative degli operatori economici sempre meno condizionate dall'incertezza:

2.5 Il calo dell'incertezza sui tassi d'interesse futuri a breve termine nel mercato monetario

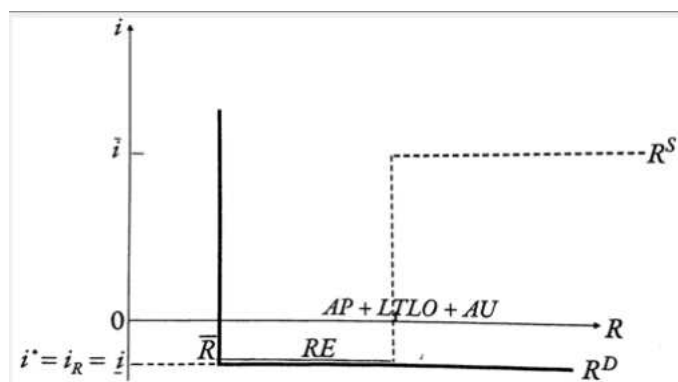


Fonte: BCE, 2011, "NYSE Liffe and ECB calculations", in *The information content of option prices during the financial crisis*, pag. 90

2.1.3 La Negative Interest Rate Policy “NIRP”

Questa misura fa sì che l'eccesso di liquidità a monte, nelle riserve detenute per scopi precauzionali, sia distribuito ed erogato dalle banche all'economia, risolvendo quindi la crisi di illiquidità a valle. Portando il tasso overnight e quello di remunerazione dei saldi di conto corrente uguali a quello dei depositi marginali e minori di 0, non troviamo più un unico punto di equilibrio nel mercato overnight, bensì un insieme di punti, dove praticamente la funzione della domanda di riserve si sovrappone a quella dell'offerta (nel segmento delle riserve in eccesso “RE”):

2.6 Il tasso di policy negativo nel mercato overnight



Fonte: Baglioni A., 2021, “Negative Interest Rate Policy”, in *Le frontiere della politica monetaria*, HOEPLI, pag. 82

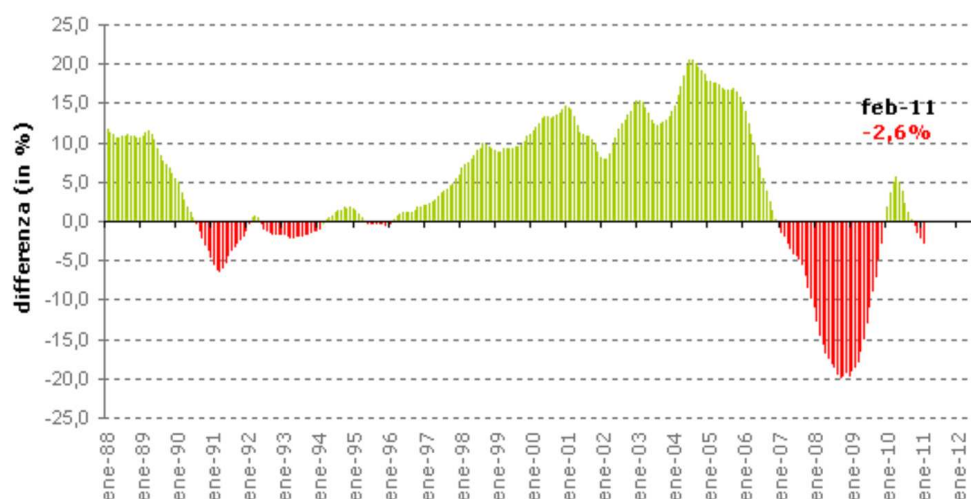
La NIRP permette anche di incentivare individualmente le banche a prestare liquidità alle altre banche e all'economia perché detenendo saldi all'interno del conto corrente presso la Banca Centrale rappresenta per le banche un costo, ovvero una taxa implicita a causa dei tassi di remunerazione negativi, i quali difficilmente sono compensati attraverso la clientela bancaria perché bisognerebbe applicare tassi negativi ai depositi, oppure applicare tassi più alti sui prestiti ma essi sono tendenzialmente caratterizzati, nella fase storica in cui è presente una crisi finanziaria, da tassi del mercato finanziario

attorno allo zero. Quindi la NIRP nel lungo periodo può creare danni alla redditività delle banche, per questo sono state adottate delle esenzioni parziali sul pagamento del tasso negativo sulle riserve detenute presso la Banca Centrale.

2.2 Le misure di contrasto alla grande recessione 2007/2008 e la crisi del debito sovrano

La crisi finanziaria del 2008 è il risultato di molteplici fattori interconnessi e complessi, e la loro interazione ha portato al crollo dei mercati finanziari globali e alle conseguenti ripercussioni economiche a livello mondiale. Tra le principali cause della crisi avvenuta tra il 2007/2008 troviamo, l'esplosione della bolla immobiliare negli USA, infatti negli anni precedenti alla crisi, negli Stati Uniti si è verificata una forte espansione del settore immobiliare con un aumento dei prezzi delle case. Ciò ha spinto molte persone a investire nel settore immobiliare, alimentando una bolla speculativa.

2.7 S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index



Fonte: Fred, "S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index"

<https://fred.stlouisfed.org/series/CSUSHPINSA#0>

Le banche hanno iniziato a concedere mutui ipotecari a persone con bassi redditi o con un cattivo storico creditizio, noti come mutui subprime. Questi mutui erano spesso a tasso variabile e con clausole poco trasparenti, rendendo difficile per i mutuatari comprendere il reale costo dei prestiti. Successivamente i mutui subprime vennero cartolarizzati in pacchetti chiamati "Mortgage-Backed Securities" (MBS) e "Collateralized Debt Obligations" (CDO), per poi venderli a investitori come strumenti finanziari complessi. Il rischio di default delle controparti dei mutui subprime si diffuse in tutto il sistema finanziario perché molte istituzioni finanziarie, al fine di ottenere ingenti profitti presero in prestito grandi quantità di denaro per finanziare i loro investimenti in CDO. Tuttavia, quando i prezzi delle sono diminuiti e i mutui subprime hanno iniziato ad andare in default, molte istituzioni finanziarie subirono pesanti perdite e ebbero difficoltà a rimborsare i loro debiti, fino ad arrivare al 15 Settembre 2008 con il fallimento della banca Lehman Brothers.

La crisi dei mutui subprime si diffuse rapidamente nell'economia reale degli Stati Uniti e dell'Europa, provocando una significativa contrazione del reddito e dell'occupazione. Il declino fu causato da diversi fattori concomitanti. Innanzitutto, si verificò una restrizione del credito bancario verso famiglie e imprese, che rendeva difficile ottenere prestiti e finanziamenti necessari per sostenere l'attività economica. Inoltre, si assistette a un crollo dei mercati azionari e dei prezzi delle abitazioni, che comportò una notevole perdita di ricchezza per molti individui e famiglie, si verificò il fenomeno noto come effetto ricchezza. Questo a sua volta portò a un progressivo deterioramento delle aspettative delle famiglie e delle imprese, causando una diminuzione dei consumi e degli investimenti. Un altro elemento rilevante fu la natura globale dell'economia, che comportò interdipendenze commerciali tra i paesi. Le interconnessioni commerciali si

tradussero in una significativa riduzione del commercio mondiale, poiché la crisi finanziaria si diffuse tra le nazioni.

La BCE intervenne tramite misure di sostegno al credito al fine di preservare la solidità del sistema finanziario, in un contesto nel quale gli intermediari avevano notevolmente ridotto le loro operazioni di finanziamento cross-border nel mercato interbancario a causa del calo di fiducia tra gli intermediari stessi. La prima strategia che la BCE applicò sfocia in un pacchetto di misure chiamato “Misure di sostegno al credito”, le quali dovevano contrastare la crisi di liquidità degli intermediari stessi, rafforzate dalla figura della Banca Centrale Europea che poteva intervenire come prestatore di ultima istanza nei casi in cui vi era bisogno di preservare il regolare funzionamento del sistema dei pagamenti di intermediari presumibilmente solventi. Unitamente alle misure di sostegno al credito, la BCE nel biennio 2008-2009 emanò decisioni di riduzione relative al tasso di policy, al fine di stimolare gli intermediari ad accaparrarsi liquidità ad un costo basso. Dall’annuncio di politica monetaria della BCE dell’8 Ottobre 2008, infatti vi fu una costante riduzione dei tassi di interesse “ Il Consiglio direttivo della BCE, riunito in teleconferenza, ha adottato le seguenti decisioni di politica monetaria:

Il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell’Eurosistema è ridotto di 50 punti base, al 3,75%, a decorrere dall’operazione con regolamento il 15 ottobre 2008.

Il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale è ridotto di 50 punti base, al 4,75%, con effetto immediato.

Il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale è ridotto di 50 punti base, al 2,75%, con effetto immediato. “ (Comunicato stampa BCE dell’8 Ottobre 2008).

2.8 Il corridoio dei tassi di interesse dell'area Euro



Fonte: Mediolanum, "Come la banche centrali influenzano i tassi interbancari",

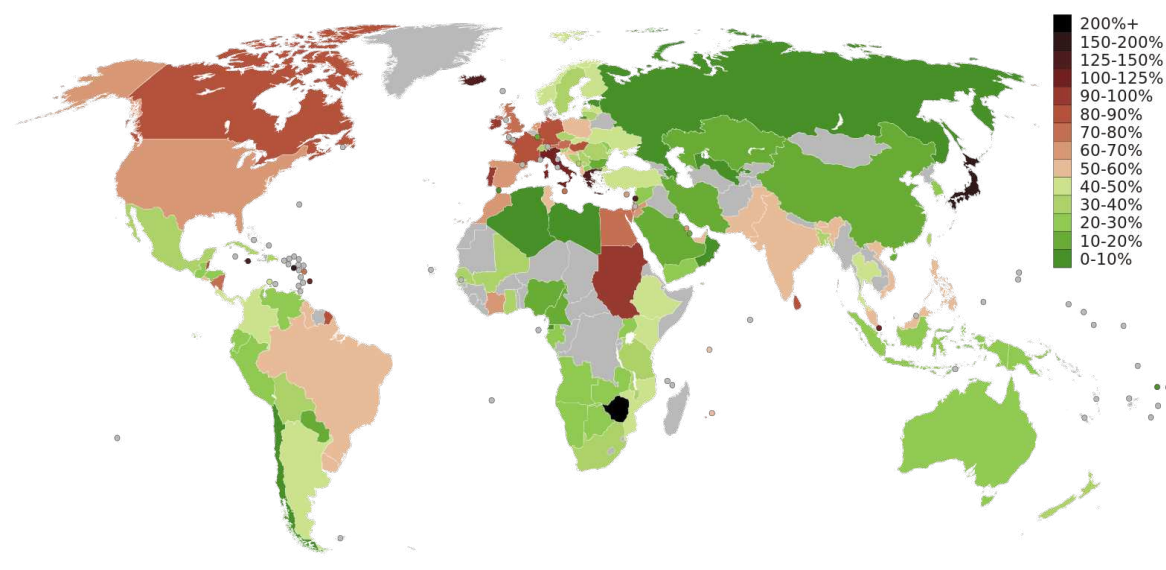
<https://www.familybanker.it/blog/banche-tassi-interbancari>

Tra le misure di sostegno al credito attuate dalla BCE nel biennio 2008-2009 troviamo: le Operazioni di rifinanziamento a rubinetto, le quali funzionano attraverso aste condotte dalla BCE. Durante le aste, le banche possono presentare le proprie richieste di finanziamento, specificando l'importo di liquidità di cui hanno bisogno e l'interesse che sono disposte a pagare. La BCE assegna poi i fondi alle banche in base alle loro richieste e alle condizioni dell'asta; l'allungamento della scadenza delle LTRO fino ad un anno; l'allargamento della tipologia di attività accettate come collaterale nelle operazioni di finanziamento e l'abbassamento del credit rating minimo necessario perché un titolo sia eligibile da A- a BBB-; acquisto di covered bond bancari; utilizzo di swap in valuta al fine di immettere nelle casse della BCE denaro in valuta straniera.

Dopo la crisi dei mutui subprime, molti istituti di credito europei hanno affrontato gravi difficoltà finanziarie che hanno richiesto interventi pubblici per salvarli. Questi interventi hanno avuto l'effetto di aggravare gli squilibri delle finanze pubbliche nei

paesi più vulnerabili, contribuendo a una contrazione dell'economia globale di circa l'1% nel 2009. In particolare, i paesi in via di sviluppo hanno subito una significativa riduzione dei tassi di crescita, mentre le economie industrializzate hanno registrato una contrazione del loro prodotto interno lordo, nasce così dal 2010 la crisi del debito sovrano.

2.9 Percentuale del debito pubblico sul PIL (2010)



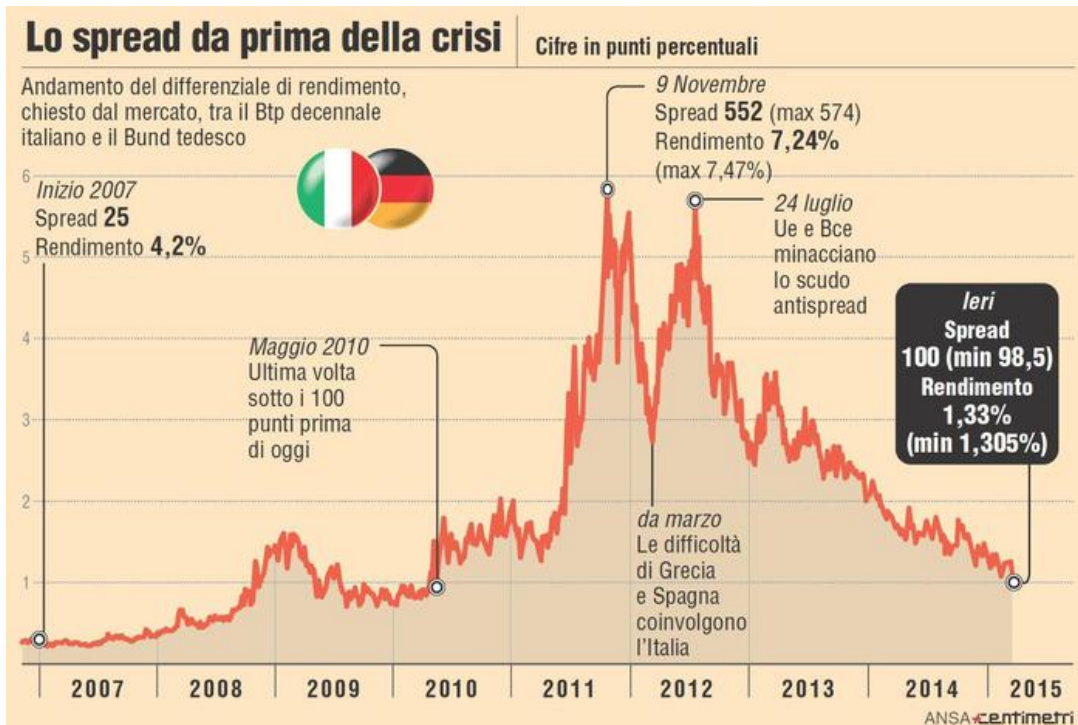
Fonte: CIA Factbook, 2011, "Public debt in percent of GDP (2010)",

<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2186rank.html>

Nel corso di maggio 2010, i paesi dell'Eurozona e il Fondo Monetario Internazionale adottarono un pacchetto di salvataggio di 110 miliardi di euro per la Grecia, di cui 30 miliardi provenienti dallo stesso FMI. Successivamente, nel mese di novembre, è emersa la crisi del sistema bancario irlandese, quando il Governatore della banca centrale irlandese ha rivelato che le perdite delle banche domestiche ammontavano a 85 miliardi di euro, corrispondenti al 55% del PIL. Le istituzioni europee, insieme al FMI, risposero approvando un piano di sostegno pari a 85 miliardi di euro per l'Irlanda.

Inoltre, a maggio 2011, l'Unione Europea, la Banca Centrale Europea (BCE) e il FMI, noti come "Troika", concessero un prestito di 78 miliardi di euro al governo portoghese. Le tensioni in questi paesi si sono riflesse immediatamente sui principali mercati finanziari, causando significativi cali, in alcuni casi paragonabili a quelli della crisi del 1929. Le principali agenzie di rating hanno inoltre declassato il rating di credito di diversi paesi europei e, di conseguenza, di numerose banche con sede in tali paesi o con consistenti esposizioni in titoli pubblici dei paesi in difficoltà, amplificando le turbolenze sui mercati. Il settore bancario, a causa dei forti legami con il settore pubblico, è risultato essere particolarmente esposto al contagio, tanto da registrare, nel 2011, un calo più significativo rispetto ad altri settori in tutte le economie avanzate. Nel 2011 la crisi del debito sovrano si manifestò in Italia e in Spagna, portando lo spread Btp-Bund fino a livelli anche superiori ai 500 punti base, a causa della maggiore fiducia che gli investitori avevano nell'acquistare titoli di Stato tedeschi.

2.10 Spread Btp-Bund durante la crisi del debito sovrano



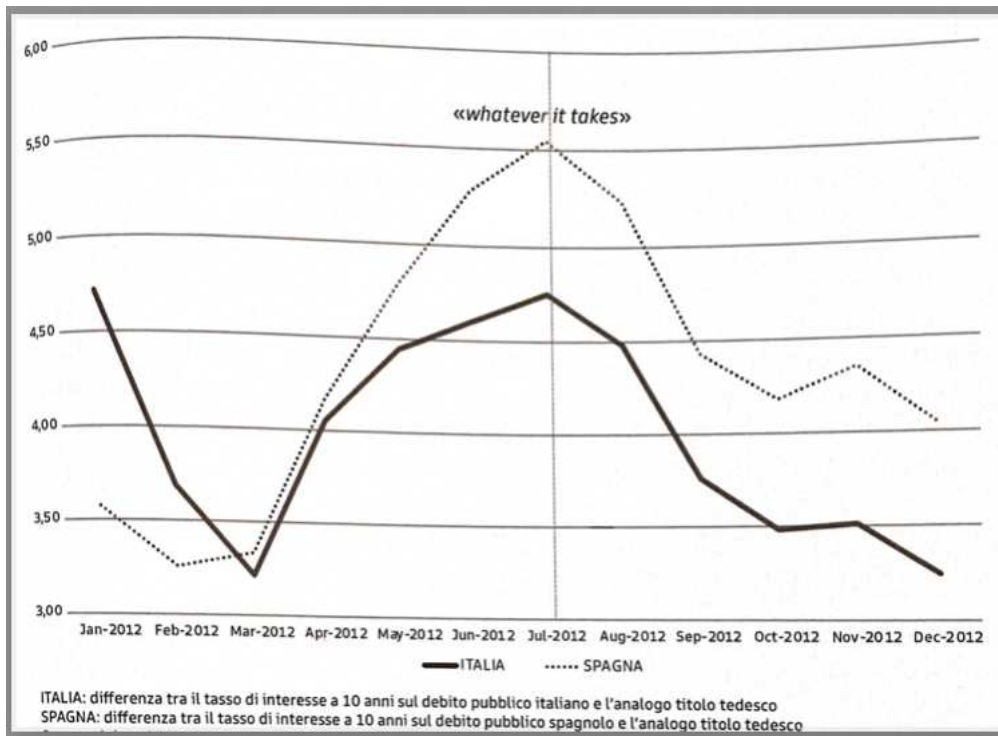
Fonte: ANSA, 2015, "Spread Btp-Bund chiude a 100 punti base",

https://www.ansa.it/sito/notizie/economia/2015/03/04/spread-btp-bund-chiude-a-100-punti-base_129782d3-efe8-41c6-89e2-921625a56720.html

Tra il 2010 e 2012, al fine di fronteggiare questa crisi, la BCE introdusse tre tipi di misure; il Securities Market Programme (SMP), con il quale la BCE ha acquistato titoli di Stato di diversi paesi dell'Eurozona, compresi quelli di Grecia, Irlanda, Portogallo, Italia e Spagna. L'acquisto di questi titoli ha contribuito a stabilizzare i mercati, fornendo liquidità e riducendo i rendimenti dei titoli di Stato. Ciò ha consentito ai paesi colpiti dalla crisi del debito sovrano di finanziarsi a tassi di interesse più sostenibili e ha contribuito a evitare un'ulteriore escalation della crisi; due LTRO a tre anni di un importo per complessivi 500 miliardi di Euro; l'Outright Monetary Transactions (OMT), annunciato nel settembre 2012, dette un contributo essenziale al contrastamento della speculazione sui titoli di stato, la quale spingeva i tassi di interesse a livelli

insostenibili. L'OMT prevedeva l'acquisto illimitato di obbligazioni sovrane degli Stati membri dell'Eurozona che soddisfacevano determinati criteri e condizioni e non prevedeva una rivendita degli stessi titoli al termine. È importante sottolineare che l'OMT non è mai stato effettivamente implementato, poiché lo stesso è stato accompagnato da una politica di comunicazione efficace a convincere il mercato che la BCE avrebbe fatto di tutto pur di contrastare attacchi speculativi contro gli stati dell'area Euro. In particolare, il comunicato stampa del 6 settembre 2012 è stato un punto focale per la politica di comunicazione della BCE durante la crisi del debito sovrano. Inoltre, nel 26 luglio 2012, Draghi pronunciò la famosa frase “But there is another message I want to tell you. Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.”(discorso di Mario Draghi, Presidente della BCE al Global Investment Conference a Londra il 26 Luglio 2012). Da quel momento i tassi di interesse sul debito pubblico incominciarono il loro declino.

2.11 Differenza tra il tasso di interesse a 10 anni sul debito pubblico italiano e spagnolo su quello tedesco

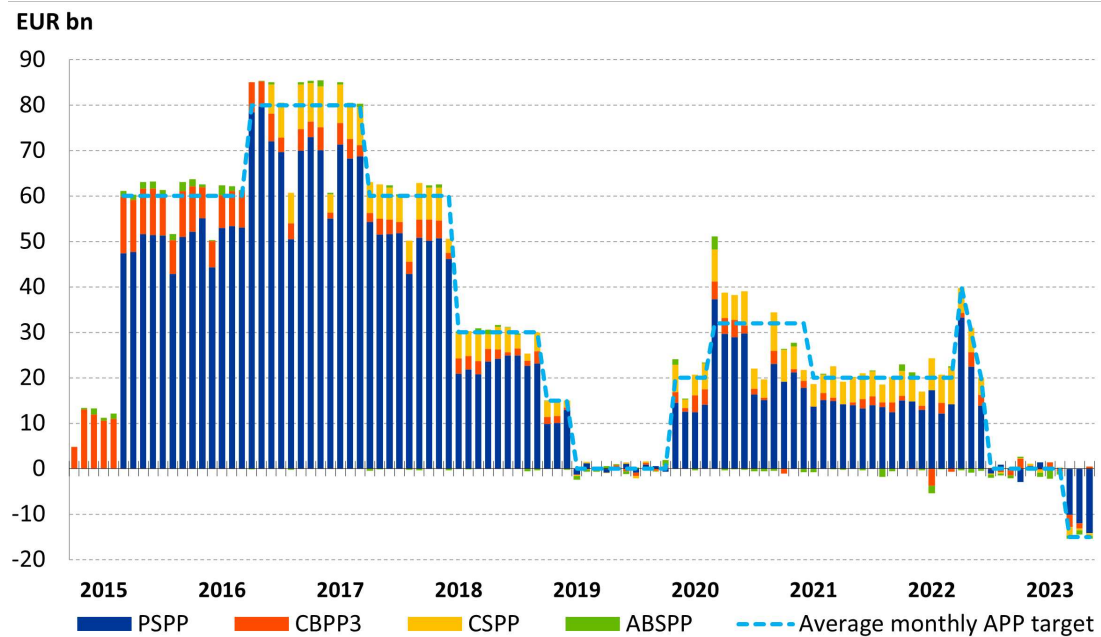


Fonte: Baglioni Angelo, 2012, "Spread BTP-BUND e BONOS-BUND: l'effetto dell'OMT", in *Le frontiere della politica monetaria*, HOEPLI, pag.127

2.3 La deflazione

Successivamente alla crisi del debito sovrano, nacque un ulteriore problema, quello della deflazione. Infatti tra il 2012 e il 2013 il PIL reale e l'output gap nella zona Euro risultava negativo e il fattore che più preoccupava era la l'inflazione che seguiva un trend discendente. Inoltre interventi riguardanti i tassi di policy non erano più possibile a causa della negatività degli stessi. La BCE, al fine di contrastare lo spettro della deflazioni mise in campo diverse misure tra cui, l'Asset Purchase Programme (APP), con il quale la BCE acquista attività finanziarie, principalmente obbligazioni pubbliche e private, dai mercati finanziari. Esistono vari programmi all'interno dell'APP, tra cui il public sector purchase programme, corporate sector purchase programme, covered bond purchase programme e l'asset-backed Securities Purchase Programme; il T-LTRO I e II, in particolare il primo è stato progettato per fornire alle banche finanziamenti a lungo termine con tassi di interesse agevolati al fine di aumentare l'offerta di credito alle imprese e alle famiglie. Le banche potevano accedere a questi finanziamenti e ricevere prestiti dalla BCE a condizioni favorevoli, a patto che aumentassero il loro volume di prestiti all'economia reale. Il secondo aveva ancora una volta l'obiettivo di fornire liquidità alle banche e sostenere il credito all'economia. Questo programma consentiva alle banche di accedere a finanziamenti a lungo termine dalla BCE a tassi di interesse ancora più bassi rispetto al T-LTRO I;

2.12 APP: titoli detenuti dall'Eurosistema



Fonte: BCE, "Asset purchase programmes",

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

il tasso di interesse negativo sulla deposit facility (NIRP), con questa misura, i depositi delle banche commerciali presso la BCE pagavano un tasso di interesse negativo e quindi esse devono pagare per mantenere i loro depositi; la forward guidance, con la quale la banca centrale fornisce indicazioni o suggerimenti riguardo ai futuri andamenti dei tassi di interesse, della politica monetaria o di altre misure di politica economica. L'obiettivo principale del forward guidance è quello di influenzare le aspettative degli attori del mercato.

Riferimenti bibliografici capitolo 2

Alessandrini Pietro, 2021, “Economia e politica della moneta. Nel labirinto della finanza”, Il Mulino

ANSA, 2015, “Spread Btp-Bund chiude a 100 punti base”,
https://www.ansa.it/sito/notizie/economia/2015/03/04/spread-btp-bund-chiude-a-100-punti-base_129782d3-efe8-41c6-89e2-921625a56720.html

Baglioni Angelo, 2004, “Il mercato monetario e la banca centrale”, Il Mulino

Baglioni Angelo, 2022, “Le frontiere della politica monetaria”, HOEPLI

BCE, 2011, “The information content of option prices during the financial crisis”, in Monthly Bulletin February 2011

BCE, 2008, “Comunicato stampa 8 Ottobre 2008”,
https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081008_2.en.html

BCE, 2012, “Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London 26 July 2012”
<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>

BCE, “Asset purchase programmes”,
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

Boitani Andrea, 2014, “Macroeconomia”, Il Mulino

CIA Factbook, 2011, “Public debt in percent of GDP (2010)”,
<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2186rank.html>

Consiglio direttivo della BCE, 2008, “Strategie di politica monetaria della BCE”,
https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.it.html

Consob, “La crisi finanziaria del 2007-2008”,
<https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>

Consob, “La crisi del debito sovrano del 2010-2011”,
<https://www.consob.it/web/investor-education/le-crisi-finanziarie#:~:text=La%20crisi%20del%20debito%20sovrano%20nell%27Area%20euro%20trova%20le,stat%20salvati%20da%20interventi%20pubblici.>

Fred, “S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index”
<https://fred.stlouisfed.org/series/CSUSHPINSA#0>

Inaba, K., et al. (2015), "The Conduct of Monetary Policy in the Future: Instrument Use", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1187, OECD Publishing, Paris

Lenzi Francesco, 2016, “Liquidità in eccesso e tassi negativi saranno tra noi per molto tempo ancora”, <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2016/03/29/liquidita-in-eccesso-e-tassi-negativi-saranno-tra-noi-per-molto-tempo-ancora/>

Mediolanum, “Come la banche centrali influenzano i tassi interbancari”, <https://www.familybanker.it/blog/banche-tassi-interbancari>

Note tematiche sull’Unione Europea, “Politica monetaria europea” <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/86/politica-monetaria-europea>

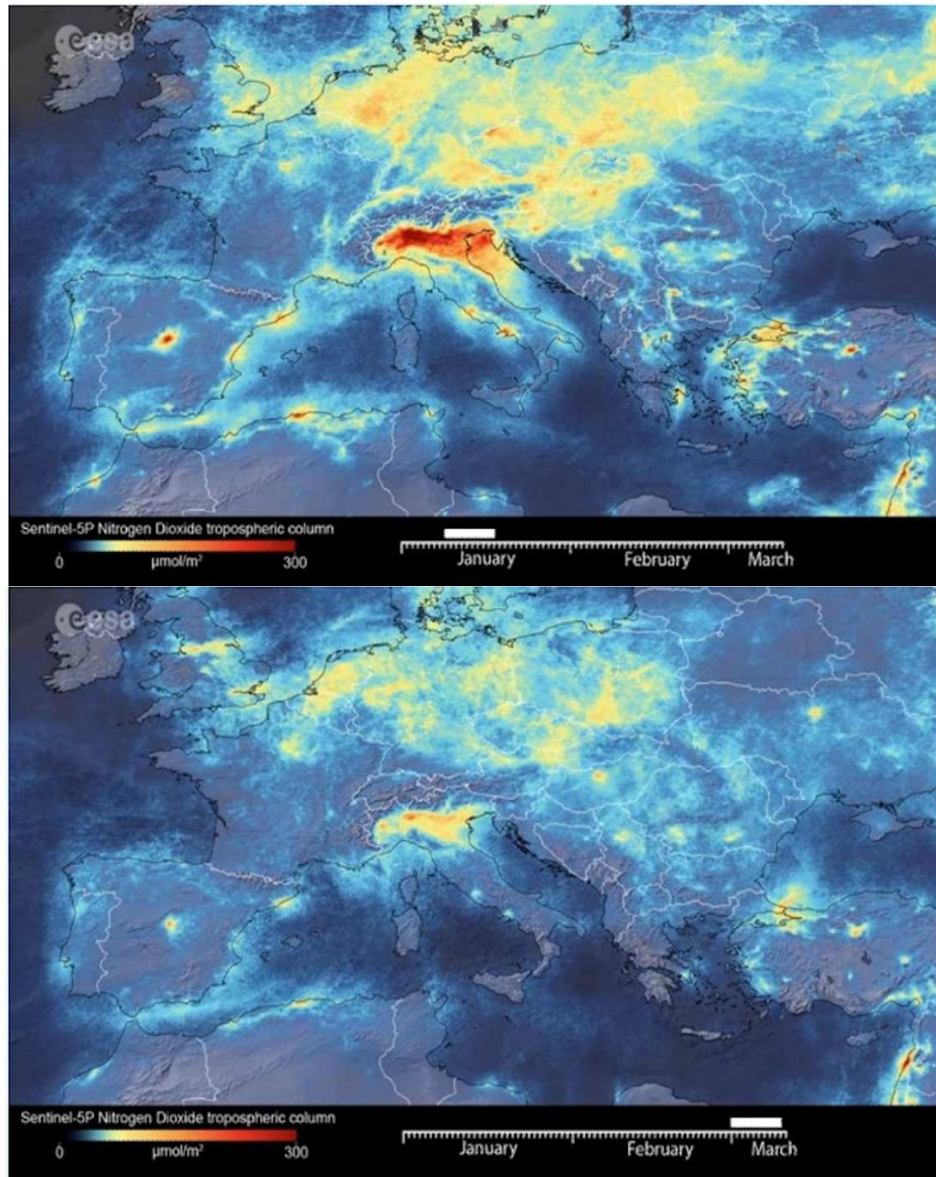
Pifferi Michele e Porta Angelo, 2001, “La Banca Centrale Europea”, EGEA

Capitolo 3

La risposta alla crisi pandemica

La crisi pandemica da coronavirus ha scosso il mondo intero, mettendo a dura prova le fondamenta dell'economia globale e del tessuto sociale. L'ascesa del virus SARS-CoV-2 ha scatenato una serie di eventi senza precedenti, che hanno spinto il mondo in una lotta collettiva per proteggere la salute pubblica e garantire la sopravvivenza delle comunità. Nel corso degli ultimi anni, la pandemia da coronavirus ha evidenziato vulnerabilità insospettite nelle strutture sanitarie, nelle politiche di gestione delle emergenze e nella cooperazione internazionale. Miliardi di persone sono state colpite direttamente o indirettamente dalla malattia, mentre i sistemi sanitari si sono trovati sotto una pressione inimmaginabile, con gravi conseguenze per la fornitura di cure mediche essenziali. Dal mese di marzo 2020 vennero introdotti limiti all'operatività delle attività economiche, i quali fecero subito pensare ad una crisi economica derivante dall'offerta, la quale si tramutò in una crisi accompagnata anche dallo shock negativo della domanda aggregata, a causa del calo dell'occupazione, del reddito e della fiducia da parte dei soggetti economici. Per avere un'idea della portata che il lockdown ebbe nelle attività produttive, vengono riportate qua di seguito due immagini satellitari della concentrazione, nell'atmosfera prima e dopo il lockdown, di diossido di azoto, una sostanza connessa all'utilizzo di combustibili fossili nelle attività industriali e nei trasporti.

3.1 Concentrazione del diossido di azoto tra Gennaio e Marzo 2020



Fonte: Agenzia spaziale europea, “Immagini del satellite Copernicus Sentinel-SP”,

https://www.esa.int/ESAMultimedia/Videos/2020/03/Coronavirus_nitrogendioxideemissionsdropoverItaly

Gli effetti economici della pandemia sono stati sentiti anche sui mercati finanziari globali. Durante i primi mesi della crisi, sono stati osservati crolli significativi degli indici azionari e una grande volatilità nei mercati. Gli investitori hanno mostrato un alto livello di incertezza e cautela, portando a forti fluttuazioni dei prezzi delle azioni, delle valute e delle materie prime.

3.2 Indice FTSE-MIB a Marzo 2020



Fonte: Investing.com, "Grafico FTSE-MIB",

<https://it.investing.com>

Il 18 Marzo 2020, tramite conferenza stampa, la presidente della BCE Christine Lagarde annuncia l'introduzione del Pandemic Emergency Purchase Programme, con il quale la BCE si è impegnata ad acquistare una quantità considerevole di titoli pubblici e privati, tra cui titoli di Stato, obbligazioni societarie e titoli garantiti da attività. Il PEPP viene presentato come un piano temporaneo e flessibile in quanto consente alla BCE di adattare le sue operazioni di acquisto in base all'evoluzione della situazione economica e dell'emergenza sanitaria.

Inizialmente sono stati destinati 750 miliardi di euro agli acquisti di attività del PEPP. Questa dotazione è stata aumentata di altri 600 miliardi di euro nel giugno 2020 e poi ancora di 500 miliardi nel dicembre 2020, per un totale di 1.850 miliardi di euro. Un elemento innovativo del PEPP che bisogna sottolineare è la flessibilità dello stesso

programma anche riguardo ai limiti imposti dalle capital keys, i quali assegnano a ciascun paese una percentuale di acquisti dei titoli proporzionale alla sua quota di partecipazione nella BCE. Viene meno quindi la rigidità del principio delle capital keys, anche se gli acquisti del PEPP sono sempre guidato dallo stesso principio. Di seguito si riporta una tabella indicante gli acquisti cumulati in percentuale per ogni paese della zona Euro e le deviazioni degli stessi dalle capital keys.

3.3 PEPP: acquisti di titoli di Stato con le relative deviazioni dalle capital keys

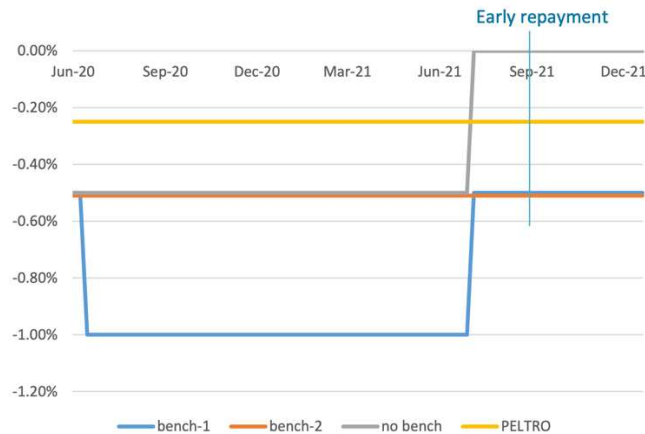
Stato emittente	marzo-maggio 2020		marzo-novembre 2020	
	Acquisti cumulati (% sul totale)	Deviazioni da <i>capital keys</i> *	Acquisti cumulati (% sul totale)	Deviazioni da <i>capital keys</i> *
Austria	2,85	-0,07	2,88	-0,04
Belgio	3,74	0,11	3,64	0,01
Cipro	0,28	0,06	0,24	0,02
Estonia	0,00	-0,28	0,03	-0,25
Finlandia	1,87	0,04	1,83	0,00
Francia	13,65	-6,76	18,33	-2,08
Germania	27,07	0,69	26,34	-0,04
Grecia	2,72	0,24	2,67	0,19
Irlanda	1,74	0,05	1,69	0,00
Italia	21,64	4,69	19,38	2,43
Lettonia	0,23	-0,16	0,15	-0,24
Lituania	0,61	0,03	0,34	-0,24
Lussemburgo	0,27	-0,06	0,20	-0,13
Malta	0,07	-0,04	0,04	-0,07
Paesi Bassi	6,02	0,18	5,86	0,02
Portogallo	2,40	0,05	2,43	0,08
Slovacchia	1,33	0,18	0,77	-0,38
Slovenia	0,54	0,06	0,51	0,03
Spagna	12,97	0,99	12,65	0,67
Totale	100	0	100	0

Fonte: Baglioni Angelo, 2022, "La banca centrale europea: i primi vent'anni", in *Le frontiere della politica monetaria*, HOEPLI, pag.157

Un'altra misura che la BCE ha attuato in risposta alla pandemia, nel Settembre 2019, è stato il potenziamento del T-LTRO, introducendo il T-LTRO III, la quale prevede prestiti trimestrali alle banche fino al 50% dei prestiti a famiglie e imprese erogati dagli

stessi intermediari nel Febbraio 2019. Il tasso che viene applicato dipende fortemente dal fatto che una banca superi o meno il benchmark sul numero di prestiti da effettuare al pubblico nel periodo di riferimento, anche se tra Giugno 2020 e Giugno 2022 viene applicato un special interest rate pari al -0,5% e il -1% per le banche che superano il loro benchmark. Nell'Aprile 2020 sono state introdotte ulteriori operazioni di prestito, chiamate Pandemic Emergency Longer Term Refinancing Operations (PELTRO), le quali hanno il compito di fornire alle banche dell'eurozona un'ulteriore fonte di finanziamento a lungo termine e garantire la stabilità finanziaria durante la crisi pandemica. A differenza del programma T-LTRO, che è un'operazione regolare di finanziamento a lungo termine, PELTRO è stato concepito come uno strumento di emergenza specificamente in risposta alla pandemia. Questa nuova misura però, non è assai conveniente quanto il T-LTRO perché PELTRO viene concessa ad un tasso del -0,25%, anche se prevede una quantità illimitata di denaro che viene concessa mensilmente e non trimestralmente rispetto al T-LTRO. Dunque, PELTRO ha meramente una funzione di supporto o di backstop per le banche che non riescono ad ottenere sufficienti risorse dalle altre misure messe in atto dalla BCE.

3.4 Comparazione tra il tasso del T-LTRO III e PELTRO



Take-up Jun-20, with early repayment in Sep-21

▶ TLTRO-III

- ▶ Benchmark 1 (OK): -0.90%
- ▶ Benchmark 2 (OK): -0.50%
- ▶ Without meeting benchmark: -0.40%

▶ PELTRO: -0.25%

Assuming MRO at 0% and DFR at -0,50% for the entire period the period

Benchmark 1: new lending benchmark

Benchmark 2: modified lending benchmark

Fonte: CaixaBank 2020,, “Market expectations for TLTRO-III and PELTRO”

<https://www.ecb.europa.eu/paym/groups/pdf/mmcbg/20200616/item3i.pdf>

3.5 Condizioni per il prestito delle due misure

Borrowing conditions

▪ TLTRO-III

- Borrowing allowance is equal to 50% of eligible loans as of 28 February 2019 minus amounts borrowed under TLTRO II
- Interest rates:
 - Avg DFR - 50bp (-1.0%) between 24-jun-20 and 23-jun-21, and avg DFR (-0.5%) afterwards, if participants meet new lending benchmark (2020/2021)
 - Avg DFR (-0.50%) for all three years, if meeting initial modified lending benchmark (2019/21)
 - For participants meeting neither the new lending benchmark nor the initial modified lending benchmark : Avg MRO -0,50bp (-0.50%) between jun-20 and jun-21 and Avg MRO (0%) the rest of the period.
- Quarterly allotments until March 2021. Quarterly repayment option, after 1 year and starting in sept-2021

▪ PELTRO

- Interest rate: 25bps below MRO (-0.25%)
- Full allotment
- Without condition: does not depend on evolution of loan book
- Seven monthly operations, from may to dec-2020, with maturity between sep-2021 and jul-2021

Fonte: CaixaBank 2020,, “Market expectations for TLTRO-III and PELTRO”

<https://www.ecb.europa.eu/paym/groups/pdf/mmcbg/20200616/item3i.pdf>

Riferimenti bibliografici capitolo 3

Alessandrini Pietro, 2021, “Economia e politica della moneta. Nel labirinto della finanza”, Il Mulino

Baglioni Angelo, 2022, “Le frontiere della politica monetaria”, HOEPLI

BCE, “La nostra risposta alla pandemia di coronavirus”,
<https://www.ecb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.it.html>

CaixaBank 2020,, “Market expectations for TLTRO-III and PELTRO”
<https://www.ecb.europa.eu/paym/groups/pdf/mmcg/20200616/item3i.pdf>

Consob, “LA PANDEMIA DI COVID-19 E LA CRISI DEL 2020”,
<https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-covid-19>

Consob, “DALLA CRISI SANITARIA ALLA CRISI ECONOMICA”,
<https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-sanitaria-economica>

Inaba, K., et al. (2015), "The Conduct of Monetary Policy in the Future: Instrument Use", OECD Economics Department Working Papers, No. 1187, OECD Publishing, Paris

Investing.com, “Grafico FTSE-MIB”,
<https://it.investing.com>

Capitolo 4

Il riesame della strategia 2020-2021

La strategia di politica monetaria che segue la BCE ha come scopo principale quello di soddisfare l'obiettivo primario, ovvero mantenere la stabilità dei prezzi. Come si è visto nei capitoli precedenti, il virtuoso obiettivo viene raggiunto attraverso indicatori, strumenti e obiettivi intermedi di politica monetaria. Una strategia di politica monetaria svolge un ruolo cruciale sia nel fornire una solida base analitica per le scelte delle politiche, tenendo conto della situazione economica presente e futura, sia nel comunicare in modo trasparente e comprensibile agli individui come vengono prese tali decisioni.

4.1 Riesame della strategia 2020-2021



Fonte: Banca d'Italia, "Esito del riesame della strategia di politica monetaria",

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

Attraverso questa strategia, i responsabili delle politiche possono meglio comprendere e valutare gli impatti delle loro azioni sulla stabilità economica e finanziaria del paese. Allo stesso tempo, il pubblico viene informato in maniera chiara riguardo alle ragioni e agli obiettivi delle decisioni prese dalla banca centrale o dalle istituzioni monetarie. In

definitiva, una strategia di politica monetaria efficace agevola una gestione più oculata dell'economia, promuovendo la fiducia e la comprensione del pubblico nei confronti delle istituzioni finanziarie e contribuendo così a favorire una crescita economica stabile e sostenibile. Confermata l'importanza di una strategia di politica monetaria, è necessario effettuare periodiche revisioni al fine di adattarla alle nuove dinamiche sociali, politiche ed economiche. Dall'ultima revisione della strategia di politica monetaria avvenuta nel 2003, si è svolto dal 23 gennaio 2020 un riesame approfondito che ha visto 13 gruppi di lavoro adoperarsi al fine di creare una nuova strategia in grado di non tralasciare nessun aspetto. Durante il riesame sono state organizzate iniziative per ascoltare, cittadini, esperti e non solo che con le loro idee e opinioni hanno contribuito a dare vita al riesame della strategia. Con il comunicato stampa dell'8 luglio 2021, riportato di seguito, viene dichiarata l'operatività della nuova strategia di politica monetaria "Sono lieta di annunciare che il Consiglio direttivo ha approvato ieri la nuova strategia di politica monetaria della BCE. Pur avendo come punto fermo il mandato primario di stabilità dei prezzi della BCE, il riesame ci ha consentito di rivedere con spirito critico il nostro pensiero, coinvolgere numerosi interlocutori, riflettere, discutere e raggiungere un terreno di intesa su come adeguare la nostra strategia. La nuova strategia rappresenta una base solida che ci guiderà nella conduzione della politica monetaria negli anni a venire" (Christine Lagarde, Presidente della BCE 2021).

4.2 Eventi dedicati all'ascolto per il riesame della strategia

<p>Francoforte, Germania (online)</p> <p>21 ottobre 2020</p> <p>La BCE ti ascolta</p> <p>Organizzato dalla Banca centrale europea</p> <p>Video dell'evento</p>	<p>Francoforte, Germania (online)</p> <p>30 ottobre 2020</p> <p>Euro20+</p> <p>Organizzato dalla Deutsche Bundesbank</p>	<p>Vienna, Austria (online)</p> <p>30 ottobre 2020</p> <p>Die OeNB hört zu</p> <p>Organizzato dalla Oesterreichische Nationalbank</p>	<p>Helsinki, Finlandia (online)</p> <p>2 novembre 2020</p> <p>The Bank of Finland listens and discusses: Webinar on the ECB Strategy Review</p> <p>Organizzato dalla Suomen Pankki - Finlands Bank</p>	<p>Riga, Lettonia (online)</p> <p>5 novembre 2020</p> <p>Mans viedoklis rītdienas ekonomikai</p> <p>Organizzato dalla Latvijas Banka</p>	<p>Helsinki, Finlandia (online)</p> <p>9 novembre 2020</p> <p>The Bank of Finland listens and discusses: Governor Olli Rehn's dialogue event with students</p> <p>Organizzato dalla Suomen Pankki - Finlands Bank</p>
<p>Helsinki, Finlandia (online)</p> <p>13 novembre 2020</p> <p>The Bank of Finland listens and discusses: Webinar on the ECB Strategy Review for climate influencers</p> <p>Organizzato dalla Suomen Pankki - Finlands Bank</p>	<p>Francoforte, Germania (online)</p> <p>13 novembre 2020</p> <p>Ihre Bundesbank hört zu</p> <p>Organizzato dalla Deutsche Bundesbank</p>	<p>Tallinn, Estonia (online)</p> <p>25 novembre 2020</p> <p>Sinu arvamusi loeb - ümarlaud Eesti Pangaga</p> <p>Organizzato dalla Eesti Pank</p>	<p>Madrid, Spagna (online)</p> <p>25 novembre 2020</p> <p>The Banco de España listens: Round Table on "The ECB Monetary Policy Strategy Review"</p> <p>Organizzato dal Banco de España</p>	<p>Lubiana, Slovenia (online)</p> <p>25 novembre 2020</p> <p>Banka Slovenije vas posluša</p> <p>Organizzato dalla Banka Slovenije</p>	<p>Amsterdam, Paesi Bassi (online)</p> <p>26 novembre 2020</p> <p>In gesprek met DNB</p> <p>Organizzato da De Nederlandsche Bank</p>
<p>Atene, Grecia</p> <p>11 dicembre 2020</p> <p>ECB Simulation Conference by Get Involved</p> <p>Organizzato dalla Bank of Greece</p>	<p>Lisbon, Portogallo (online)</p> <p>11 dicembre 2020</p> <p>Webinar: Revisão da Estratégia de Política Monetária</p> <p>Organizzato dal Banco de Portugal</p>	<p>La Valletta, Malta (online)</p> <p>14 dicembre 2020</p> <p>Your central bank listens</p> <p>Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta</p>	<p>Bratislava, Slovacchia (online)</p> <p>14 dicembre 2020</p> <p>NBS Vás počúva</p> <p>Organizzato dalla Národná banka Slovenska</p>	<p>Bruxelles, Belgio (online)</p> <p>22 gennaio 2021</p> <p>La BNB à votre écoute / NBB Luistert</p> <p>Organizzato dalla Nationale Bank van België / Banque Nationale de Belgique</p>	

Fonte: BCE, "Eventi dedicati all'ascolto nell'area dell'euro",

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

La necessità di effettuare il riesame è stata motivata nel 2020 da una moltitudine di elementi, tra cui i limiti della BCE di ridurre ulteriormente i tassi che nel 2020 erano prossimi allo zero se non negativi ed inoltre i cambiamenti sulla società e sull'economia che il clima, la digitalizzazione e la globalizzazione hanno portato. La nuova strategia di

politica monetaria ha toccato un insieme di argomenti che di seguito si andranno ad analizzare.

4.1 Misurazione dell'inflazione

Il Consiglio direttivo ha ribadito che l'Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo (IAPC) continua a essere la misura più appropriata per valutare il raggiungimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi. Tuttavia, è consapevole che l'inclusione dei costi relativi alle abitazioni occupate dai proprietari nello IAPC fornirebbe una rappresentazione più accurata dell'inflazione rilevante per le famiglie. Lo IAPC rappresenta un indice creato al fine di riuscire a confrontare i prezzi dei paesi dell'UE. Ad oggi lo IAPC comprende 1.906 prodotti elementari raggruppati in 427 aggregati

4.3 Paniere dei prezzi al consumo



Fonte: Istat, "GLI INDICI DEI PREZZI AL CONSUMO - PANIERE DEI PREZZI - ANNO 2023",

<https://www.istat.it/it/archivio/280356>

4.2 Stabilità dei prezzi

Il Consiglio direttivo ritiene che il modo più efficace per garantire la stabilità dei prezzi sia raggiungere un livello di inflazione del 2% a medio termine. Tale obiettivo è perseguito in maniera simmetrica, il che significa che sia gli scostamenti negativi che quelli positivi rispetto a questo livello sono considerati altrettanto indesiderabili.

La scelta di un obiettivo di inflazione del 2% fornisce un ancoraggio chiaro per le aspettative riguardo all'inflazione, e ciò riveste un'importanza fondamentale per mantenere stabili i prezzi nel lungo periodo. La simmetria nell'affrontare sia i superamenti che le mancanze rispetto a questa percentuale mira a garantire una gestione

bilanciata dell'inflazione, contribuendo a prevenire movimenti bruschi eccessivi che potrebbero minare la stabilità economica.

4.4 Obiettivo al 2%



Fonte: BCE, "Temi principali del riesame della strategia",

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

4.3 Nuovi strumenti di politica monetaria (pre crisi inflazionistica del 2022/2023)

La banca centrale ha introdotto quattro nuovi strumenti di politica monetaria al fine di garantire che i benefici delle sue azioni raggiungano i cittadini e le imprese, tra cui i tassi di interesse negativi; questo strumento prevede l'uso di tassi di interesse negativi per incentivare le banche a erogare prestiti a condizioni favorevoli, facilitando così l'accesso dei cittadini e delle imprese a finanziamenti a basso costo.

Le indicazioni prospettiche; la banca centrale ha adottato un approccio trasparente comunicando chiaramente le sue intenzioni riguardo all'orientamento futuro della

politica monetaria, in base all'evoluzione dell'economia. Questa comunicazione mira a fornire previsioni chiare e coerenti, consentendo ai mercati e agli attori economici di prendere decisioni informate. Gli acquisti di attività finanziarie; per stimolare l'economia, la banca centrale ha intrapreso operazioni di acquisto di attività finanziarie. L'azione mira a incrementare i prestiti, la spesa e gli investimenti nell'economia, sostenendo così la crescita e la ripresa economica. Le operazioni di rifinanziamento mirate a più lungo termine, con le quali la banca centrale ha reso disponibili finanziamenti alle banche a tassi molto favorevoli, con l'obiettivo di incentivare queste ultime a prestare questo denaro a cittadini e imprese, sostenendo così il flusso di credito nell'economia.

L'adozione di questi specifici strumenti di politica monetaria si basa sulla loro efficacia nel fornire una risposta coordinata e sinergica alle sfide economiche. Agendo in sinergia, questi strumenti si rafforzano a vicenda, ottimizzando l'impatto complessivo delle misure adottate dalla banca centrale per sostenere l'economia e promuovere la stabilità finanziaria.

4.4 Orientamento di medio termine

Il riesame della strategia ha un orizzonte di medio termine. Questo orientamento implica che, nel breve periodo, possono verificarsi inevitabili scostamenti dell'inflazione rispetto all'obiettivo prefissato, oltre a sfasamenti temporali e incertezze nella trasmissione degli effetti della politica monetaria sull'economia e sull'inflazione stessa. La flessibilità dell'approccio di medio termine tiene conto della complessità del contesto economico e delle varie origini, entità e durata delle deviazioni dall'obiettivo di inflazione. Ciò significa che la risposta adeguata della politica monetaria a tali deviazioni dipenderà da

fattori specifici e dalla valutazione accurata delle situazioni in cui si manifestano. Questa flessibilità nell'orientamento consente al Consiglio direttivo di considerare attentamente altre considerazioni rilevanti per il raggiungimento della stabilità dei prezzi, oltre alle sole oscillazioni dell'inflazione. In altre parole, il Consiglio è in grado di valutare il quadro economico più ampio, tenendo conto di molteplici variabili e fattori che possono influenzare la stabilità dei prezzi nel lungo periodo.

4.5 Il cambiamento climatico

Il cambiamento climatico ha profonde implicazioni per la stabilità dei prezzi, influenzando la struttura e le dinamiche economiche e finanziarie. Affrontare questa sfida rappresenta una priorità globale e una fondamentale obiettivo delle politiche dell'Unione Europea (UE). Nel rispetto del proprio mandato, il Consiglio direttivo si impegna a garantire che l'Eurosistema tenga pienamente conto delle implicazioni del cambiamento climatico e della transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio, in linea con gli obiettivi dell'UE in materia di clima, nell'ambito delle sue decisioni di politica monetaria e delle attività di banca centrale. In questo contesto, il Consiglio direttivo si è impegnato a sviluppare un ambizioso piano d'azione sul tema del clima. Questo piano mira non solo a integrare in modo approfondito i fattori climatici nelle valutazioni di politica monetaria, ma anche ad adeguare l'operatività della politica monetaria in termini di reporting informativo, valutazione dei rischi, acquisti di attività finanziarie societarie e sistema di garanzie.

4.5 Piano di azione della BCE relativo alle iniziative sul cambiamento climatico

Allegato: Tabella di marcia dettagliata delle iniziative relative al cambiamento climatico¹

		2021	2022	2023	2024
1.	Proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema/della BCE	Introduzione di ipotesi tecniche sulla fissazione dei prezzi delle emissioni di carbonio ai fini della previsione e della regolare valutazione dell'impatto delle politiche di bilancio connesse al clima sullo scenario di base delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema/della BCE.			
2.	Modelli macroeconomici e analisi di scenario	Integrazione dei rischi climatici nei modelli di base della BCE e valutazione del loro impatto sulla crescita potenziale. Conduzione di analisi di scenario riguardo alle politiche di transizione. Implicazioni del cambiamento climatico per la trasmissione della politica monetaria in base ai modelli.			
3.	Dati statistici per l'analisi dei rischi connessi al cambiamento climatico	Sviluppo di indicatori sugli strumenti finanziari verdi.		Sviluppo di nuove raccolte statistiche sul cambiamento climatico.	
		Costruzione di indicatori sulle esposizioni delle istituzioni finanziarie ai rischi fisici connessi al clima mediante i loro portafogli.			
		Elaborazione di indicatori sull'impronta di carbonio dei portafogli delle istituzioni finanziarie.			
4.	Concetti di neutralità ed efficienza del mercato nelle operazioni di politica monetaria	Valutazione delle potenziali distorsioni nell'allocazione del mercato, a fronte di inefficienze, e dei vantaggi e degli svantaggi di allocazioni alternative.	Proposte concrete per benchmark alternativi, in particolare per il Programma di acquisto per il settore societario (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP).		
5.	Informative in linea con le politiche dell'UE quale requisito di idoneità ai fini del sistema di garanzie e degli acquisti di attività	Proposta e adozione del regolamento dell'UE in materia di informativa.		In vigore.	Prime informative regolamentari relative al 2023.
			Definizione di politiche adeguate e svolgimento dei preparativi giuridici e operativi.	Periodo di adattamento per gli emittenti.	In vigore.
6.	Prove di stress a fronte del rischio climatico sul bilancio dell'Eurosistema	Predisposizione dei dati e della metodologia.	Conduzione di un esercizio pilota sulla base della prova di stress 2021 della BCE estesa all'intera economia e della prova di stress di vigilanza 2022 per le singole banche.	Introduzione di regolari prove di stress sul rischio climatico sulla scorta dell'esercizio pilota.	
7.	Rischi connessi al cambiamento climatico nei rating creditizi ai fini della presentazione di	Valutazione delle informative delle agenzie di rating per verificare il modo in cui il rischio connesso al cambiamento climatico è integrato nei rating.	Introduzione di appositi requisiti per il rischio connesso al cambiamento climatico nel quadro di riferimento dell'Eurosistema per la valutazione della qualità creditizia (Eurosystem Credit Assessment Framework, ECAF), ove necessario.		

¹ Le celle in rosa contengono sviluppi esterni di cui l'Eurosistema si avvale per l'attuazione delle misure. Le celle in blu contengono le azioni dell'Eurosistema.

Fonte: BCE, "Tabella di marcia dettagliata delle iniziative relative al cambiamento climatico",

https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1_annex~f84ab35968.it.pdf

4.6 Comunicazione delle decisioni di politica monetaria

Per adeguarsi alla nuova strategia, il Consiglio direttivo ha deciso di implementare un'adeguata comunicazione delle decisioni di politica monetaria attraverso vari canali. Questi includeranno la tradizionale dichiarazione di politica monetaria, la conferenza stampa, il Bollettino economico e i resoconti di politica monetaria. Inoltre, saranno realizzate versioni illustrate dei documenti di politica monetaria, con diversi livelli di approfondimento, destinati al pubblico generale. Questa iniziativa è essenziale per garantire che i cittadini possano comprendere chiaramente le azioni della BCE e avere fiducia nelle decisioni prese. Inoltre, la BCE, con il riesame, intende rendere tali iniziative parte integrante dell'interazione dell'Eurosistema con il pubblico. L'obiettivo sarà quello di rendere il linguaggio e i contenuti della comunicazione più accessibili e comprensibili per tutti, in modo che i cittadini possano essere informati e consapevoli delle decisioni e delle azioni intraprese dalla BCE. Questo nuovo approccio di comunicazione mira a promuovere una maggiore trasparenza e comprensione tra la banca centrale e il pubblico, garantendo una comunicazione chiara, inclusiva e partecipativa riguardo alle politiche monetarie dell'Eurosistema.

4.7 Interazione tra la politica monetaria e quella di bilancio

La politica monetaria e la politica di bilancio rappresentano due strumenti fondamentali per garantire una solida economia, ma agiscono in modi distinti.

La politica monetaria si focalizza sul mantenimento della stabilità dei prezzi dei beni e servizi che tutti noi acquistiamo. La responsabilità principale della banca centrale è assicurarsi che l'inflazione, ovvero la variazione nel tempo del livello generale dei prezzi di beni e servizi, rimanga bassa, stabile e prevedibile. Per raggiungere questo

obiettivo, la banca centrale utilizza strumenti come l'aggiustamento dei tassi di interesse, la regolazione della quantità di moneta in circolazione e l'adozione di politiche di controllo del credito. D'altra parte, la politica di bilancio riguarda le decisioni economiche prese dai governi. Questi possono optare per diverse strategie, come la spesa pubblica per fornire servizi e infrastrutture, sostenere l'economia o ridurre le disuguaglianze. Per finanziare queste spese, i governi possono raccogliere fondi attraverso le imposte o, in alternativa, indebitarsi sui mercati finanziari. La politica monetaria e la politica di bilancio sono due componenti essenziali per il benessere dell'economia e devono operare sinergicamente. Tuttavia, l'interazione tra di esse può essere complessa, specialmente perché nell'area dell'euro operano in modo indipendente. La Banca Centrale Europea (BCE) si occupa della politica monetaria per i 19 paesi dell'area dell'euro, mentre i governi nazionali gestiscono autonomamente le proprie politiche di bilancio. Questa separazione è stata progettata per buone ragioni. La storia ci ha insegnato che quando le banche centrali sono sotto il pieno controllo dei governi, potrebbe esserci il rischio che i prezzi sfuggano al controllo. I paesi europei hanno concordato una serie di principi fondamentali per evitare che situazioni simili si verificino nuovamente. Innanzitutto, la BCE opera in modo indipendente e i governi non possono interferire con le sue decisioni. In secondo luogo, la BCE non è autorizzata a finanziare direttamente gli Stati, evitando così conflitti di interesse. Infine, i governi sono tenuti a rispettare regole comuni per mantenere sotto controllo la spesa, assicurando una gestione responsabile delle finanze pubbliche. Questi principi sono stati stabiliti per garantire un equilibrio tra politica monetaria e politica di bilancio, preservando la stabilità dei prezzi e evitando rischi di inflazione eccessiva. La cooperazione e il rispetto dei ruoli istituzionali sono fondamentali per il buon

funzionamento dell'economia dell'area dell'euro e per garantire una gestione sana e sostenibile delle politiche economiche. fondamentali principi rimangono validi, ma l'ultimo decennio ha dimostrato che nuove sfide richiedono nuove risposte sia a livello di politica monetaria che di politica di bilancio. L'economia ha subito cambiamenti significativi a causa di stravolgimenti sociali, come la globalizzazione e l'allungamento dell'aspettativa di vita con conseguenti maggiori risparmi. La crisi finanziaria globale del 2008 ha segnato l'inizio di un periodo prolungato di debolezza economica, con l'inflazione troppo bassa in molte economie, compresa l'area dell'euro.

La Banca Centrale Europea (BCE) ha risposto a questa situazione mediante la riduzione dei tassi di interesse e l'adozione di nuovi strumenti per garantire la stabilità dei prezzi durante le difficoltà economiche. Tuttavia, con i tassi di interesse molto bassi o addirittura negativi, le banche centrali hanno un margine limitato per sostenere in modo più incisivo un'economia debole. In queste circostanze, la spesa pubblica assume un ruolo di particolare rilevanza ed efficacia. Può contribuire a stimolare l'economia e riportare l'inflazione in linea con gli obiettivi della banca centrale. Durante periodi difficili, è di particolare importanza che le politiche monetarie e di bilancio collaborino e si coordinino per affrontare congiuntamente le sfide economiche.

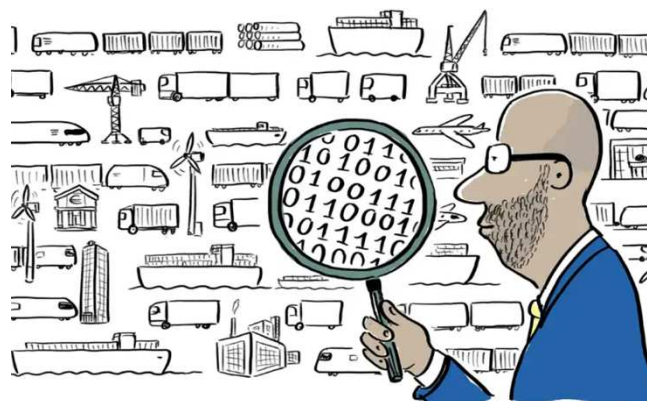
4.8 Digitalizzazione ed occupazione

All'interno del riesame della strategia sono stati inseriti alcuni elementi importanti da controllare e capire che possono, attraverso le loro caratteristiche, influenzare l'andamento dell'economia. La digitalizzazione influisce fortemente sui prezzi ed aumenta la complessità della misurazione degli stessi, infatti essa crea maggiore concorrenza perché un'impresa di un certo settore si trova ad affrontare una moltitudine

di imprese che vendono gli stessi suoi prodotti a prezzi inferiori, inoltre la misurazione dei prezzi risulta più complessa da parte degli indicatori di inflazione perché una stessa impresa può decidere, tramite le piattaforme di vendita online, di presentare prezzi diversi a seconda del cliente che si presenta nella piattaforma.

Un altro elemento preso in considerazione è proprio l'occupazione. Poiché la BCE modifica le proprie decisioni in base all'economia, l'occupazione riveste un ruolo significativo da considerare nell'analisi economica. Quando il numero di posti di lavoro disponibili supera l'offerta di lavoratori, si genera un aumento più rapido dei prezzi. Questo fenomeno è attribuibile a una maggiore domanda di beni e servizi, ma anche al fatto che le imprese offrono salari più alti per attrarre i lavoratori necessari a soddisfare questa crescente richiesta. Tali costi aggiuntivi sono in parte trasferiti ai consumatori attraverso prezzi più elevati. D'altro canto, quando le persone perdono il lavoro, si verifica una diminuzione della disponibilità di denaro. Ciò si traduce in meno clienti nei negozi e in una riduzione della spesa nell'economia. Di conseguenza, i prezzi tendono a non aumentare significativamente. Non solo il numero di occupati è rilevante, ma anche la qualità dei posti di lavoro. La stabilità e la remunerazione adeguata di un impiego influenzano il modo in cui le persone spendono e risparmiano. Un lavoratore con un lavoro stabile e ben retribuito avrà un comportamento di spesa e risparmio diverso rispetto a chi svolge un lavoro precario e poco pagato.

4.6 Digitalizzazione ed occupazione



Fonte: BCE, “Digitalizzazione ed occupazione”,

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

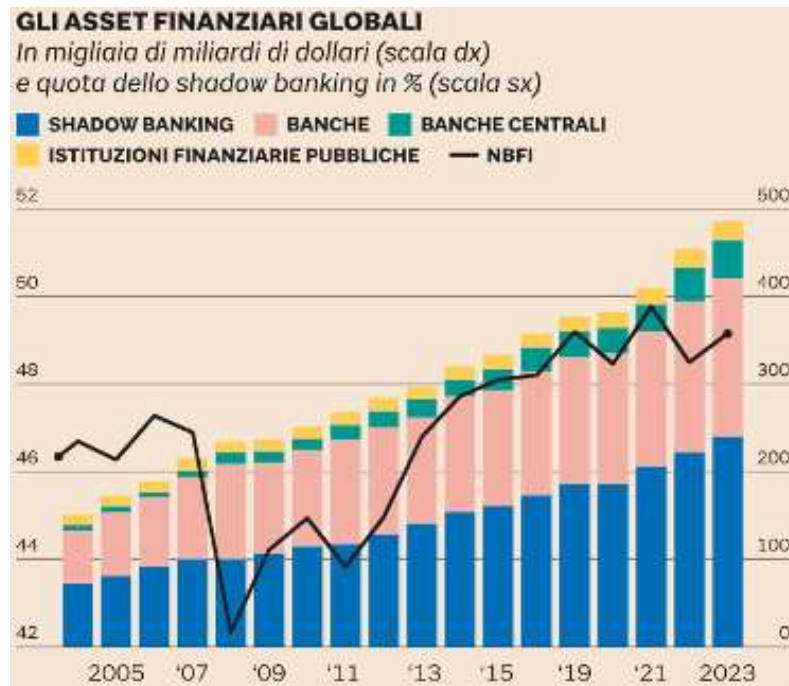
4.9 Il sistema bancario ombra

Un ultimo elemento importante nel riesame della strategia è rappresentato dal sistema bancario ombra, chiamato dal 2018 intermediazioni finanziaria non bancaria il quale viene rappresentato da istituti finanziari non autorizzati a svolgere l'attività bancaria ed a raccogliere denaro presso la clientela. Essi raccolgono denaro a breve termine e lo trasferiscono su attività a scadenze più lunghe. Questi istituti finanziari possono sfociare in hedge fund, broker, società di private equity, Structured Investment Vehicle (SIV), Special Purpose Vehicle (SPV), società finanziarie specializzate nella garanzia sui crediti e altri intermediari finanziari non bancari. Il riesame della strategia pone una grande importanza a questa tematica perché la trasmissione della politica monetaria avviene principalmente attraverso il sistema finanziario, ad esempio quando si modificano i tassi di interesse per rendere il costo dei prestiti emessi dagli istituti finanziari più o meno elevato. Se le imprese non dipendono però più dal credito bancario ma utilizzano il sistema bancario ombra è necessario che la BCE utilizzi

ulteriori strumenti per influenzare l'economia, ad esempio l'acquisto di attività come le obbligazioni societarie per stimolare le stesse imprese. D'altra parte, l'evoluzione verso un minor ricorso del credito bancario da parte delle imprese può avere degli aspetti positivi. Quando le banche tradizionali incontrano difficoltà, possono limitare la quantità di prestiti erogati, e questo potrebbe avere un impatto negativo sulle imprese che necessitano di finanziamenti. Pertanto, la disponibilità di altre fonti di finanziamento risulta essere molto vantaggiosa in tali circostanze. Tuttavia, questo cambiamento comporta anche dei rischi significativi, infatti le shadow banks, ad esempio, non sono soggette alle stesse regolamentazioni delle banche tradizionali, il che potrebbe spingerle a prendere decisioni più rischiose, non essendo vincolate da regole rigide. Se queste decisioni si rivelassero errate, tali entità potrebbero subire ingenti perdite. Il problema è che, se si tratta di banche ombra di rilevante dimensione, le conseguenze negative delle loro azioni potrebbero mettere a rischio la stabilità dell'intero sistema finanziario, arrecando danni all'economia. Inoltre, le decisioni di politica monetaria tengono conto dell'economia nel suo complesso e quindi anche dal sistema finanziario ombra.

Pertanto, è fondamentale trovare un equilibrio nel favorire nuove fonti di finanziamento per le imprese, garantendo al contempo una supervisione adeguata delle istituzioni finanziarie, in modo da limitare i rischi sistemici e preservare la stabilità economica. La politica monetaria deve essere attentamente modulata in considerazione di tali cambiamenti nel sistema finanziario e delle possibili conseguenze per l'economia nel suo insieme.

4.7 Il sistema bancario ombra negli asset finanziari globali



Fonte: LIUC, 2023, "Shadow Banking: cos'è e qual è la situazione attuale",

<https://www.liucfinclub.com/component/content/article/18-blog/global-markets/206-shadow-banking-cos-e-e-qual-e-la-situazione-attuale.html?Itemid=124>

La necessità di rinnovare continuamente la strategia della BCE in un sistema caratterizzato da forti mutamenti ha portato la stessa Banca Centrale Europea a fissare un riesame periodico della strategia, il prossimo avverrà per il 2025.

Riferimenti bibliografici capitolo 4

Banca d'Italia, "Una panoramica della strategia di politica monetaria della BCE",
<https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/esito-riesame-strategia-polmon/sintesi/index.html?dotcache=refresh>

Banca d'Italia, 2021, "Esito del riesame della strategia di politica monetaria",
<https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/esito-riesame-strategia-polmon/index.html>

BCE, 2021, "Il Consiglio direttivo della BCE approva la nuova strategia di politica monetaria",
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708~dc78cc4b0d.it.html>

BCE, "Riesame della strategia",
<https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

BCE, "Temi principali del riesame della strategia",
<https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/workstreams.it.html>

BCE, "Eventi dedicati all'ascolto nell'area dell'euro",
https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/all_events.it.html

BCE, "Cambiamento climatico e riesame della strategia",
<https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/climate-change.it.html>

Borsaefinanza, "Banche ombra: definizione, caratteristiche e funzionamento",
<https://borsaefinanza.it/banche-ombra-cosa-sono-e-come-funzionano/>

Istat, "GLI INDICI DEI PREZZI AL CONSUMO - PANIERE DEI PREZZI - ANNO 2023",
<https://www.istat.it/it/archivio/280356>

LIUC, 2023, "Shadow Banking: cos'è e qual è la situazione attuale",
<https://www.liucfinclub.com/component/content/article/18-blog/global-markets/206-shadow-banking-cos-e-e-qual-e-la-situazione-attuale.html?Itemid=124>

Parlamento europeo, "Politica monetaria europea",
<https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/86/politica-monetaria-europea>

Capitolo 5

La ripresa dell'inflazione

Nell'area dell'euro, l'inflazione al consumo è valutata attraverso l'indice armonizzato dei prezzi al consumo, comunemente abbreviato come "IAPC". Il termine "armonizzato" indica che tutti gli Stati membri dell'Unione Europea seguono la stessa metodologia, garantendo la comparabilità dei dati. Al fine di dare una panoramica completa sul come viene calcolato lo IAPC, di seguito viene data una spiegazione delle fasi che di calcolo che lo vanno a comporre. Come primo step vengono rilevati mensilmente i prezzi da negozi fisici e piattaforme online attraverso svariate metodologie di indagine. Queste includono l'utilizzo di lettori ottici in cassa e processi automatizzati di estrazione dei dati dal web, noti come "web scraping". Questi prezzi sono organizzati in 295 categorie diverse, coprendo l'intera area dell'euro. Tuttavia, il numero esatto di voci nel campione può variare da paese a paese. Per ciascun bene o servizio, si raccolgono diversi prezzi provenienti da punti vendita diversi, situati in diverse regioni. Ad esempio, per la categoria dei libri, si prendono in considerazione varie tipologie di pubblicazioni, come opere di narrativa, saggistica, libri di consultazione e così via. Questi prezzi sono raccolti da librerie tradizionali, supermercati e fornitori online, garantendo una rappresentazione accurata e diversificata del mercato. Come secondo step i diversi gruppi di beni e servizi vengono attribuiti a specifici pesi in base alla loro rilevanza nel budget medio delle famiglie. Questo processo assicura che l'indice mantenga la sua validità nel corso del tempo e rifletta le variazioni nei profili di spesa. I pesi sono soggetti a regolari aggiornamenti per garantire la loro attualità. La determinazione di questi pesi si basa su dati provenienti da indagini condotte presso le famiglie, che vengono invitate a registrare le proprie spese. Tali pesi rappresentano medie nazionali che riflettono le abitudini di spesa di una vasta gamma di consumatori,

considerando differenti livelli di reddito, fasce d'età e altre caratteristiche. In questo modo, l'indice riesce a cogliere in modo accurato e rappresentativo le dinamiche di spesa della popolazione. Come ultimo step a ciascun singolo paese viene assegnato un peso proporzionale alla sua quota di spesa complessiva per consumi all'interno dell'area dell'euro.

5.1 IAPC nel corso degli anni



BCE, ““HICP”,

https://portal.dataviz.ecb.europa.eu/views/HICP_dashboard_ETS_16049391112180/InflationDashboard?%3AshowAppBanner=false&%3Adisplay_count=n&%3AshowVizHome=n&%3Aorigin=viz_share_link&%3AisGuestRedirectFromVizportal=y&%3Aembed=y&%3Adevice=desktop&%3Aoriginal_view=yes

Il grafico 5.1 mostra che da gennaio 2021, l’inflazione media dell’euro area, ha subito un balzo passando dal -0,3% al 0,9%, fino a toccare il suo massimo ad ottobre 2022 attestandosi al 10,6%. Con la conferenza stampa del 16 dicembre 2021, Christine Lagarde, presidente della BCE, annunciò l’allentamento, già dal primo trimestre 2022, degli acquisti netti di asset legati ai già citati PEPP ed APP.

5.2 Tabella dei tassi di riferimento della BCE

Date (with effect from)		Deposit facility	Main refinancing operations		Marginal lending facility
			Fixed rate tenders Fixed rate	Variable rate tenders Minimum bid rate	
2023	2 Aug.	3.75	4.25	-	4.50
2023	21 Jun.	3.50	4.00	-	4.25
2023	10 May	3.25	3.75	-	4.00
2023	22 Mar.	3.00	3.50	-	3.75
2023	8 Feb.	2.50	3.00	-	3.25
2022	21 Dec.	2.00	2.50	-	2.75
2022	2 Nov.	1.50	2.00	-	2.25
2022	14 Sep.	0.75	1.25	-	1.50

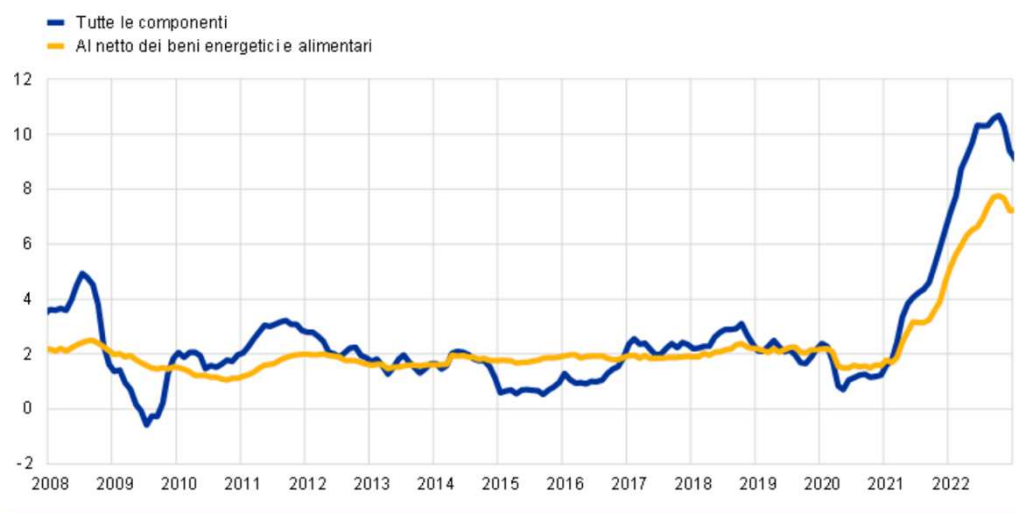
BCE, "Key ECB interest rates",

https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.it.html

Il rapporto annuale del 2022 ha evidenziato il notevole incremento dell'inflazione, raggiungendo l'8,4% rispetto al 2,6% dell'anno precedente. Si è osservato un significativo incremento delle forze inflazionistiche a livello globale, evidenziato sia dalle misurazioni dell'inflazione generale che da quelle escludenti beni energetici e alimentari, come indicato nel grafico riportato sotto. Queste pressioni inflazionistiche sono state alimentate dalla persistente elevazione e volatilità dei prezzi delle materie prime, dalle restrizioni dell'offerta su scala internazionale, dagli effetti prolungati della ripresa economica post-pandemia e dalle condizioni tese sui mercati del lavoro. Nel contesto dei paesi facenti parte dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), l'inflazione complessiva ha raggiunto un picco aggregato del 10,7% a ottobre, per poi avviare un progressivo declino. L'inflazione calcolata escludendo le componenti energetiche e alimentari ha toccato un massimo del 7,8%. Nel corso della prima metà dell'anno, la rapida accelerazione dell'inflazione in molti paesi è

stata principalmente spinta dall'aumento dei prezzi delle materie prime. Il successivo incremento dell'inflazione, escludendo i beni energetici e alimentari, ha evidenziato un'espansione delle pressioni inflazionistiche a livello globale, coinvolgendo sia le economie avanzate sia quelle emergenti. Le pressioni sottostanti all'aumento dell'inflazione sono state alimentate anche dall'aumento delle richieste salariali. Questo fenomeno si è verificato in un contesto in cui le condizioni del mercato del lavoro nelle principali economie avanzate sono rimaste tese nonostante il rallentamento dell'attività economica globale.

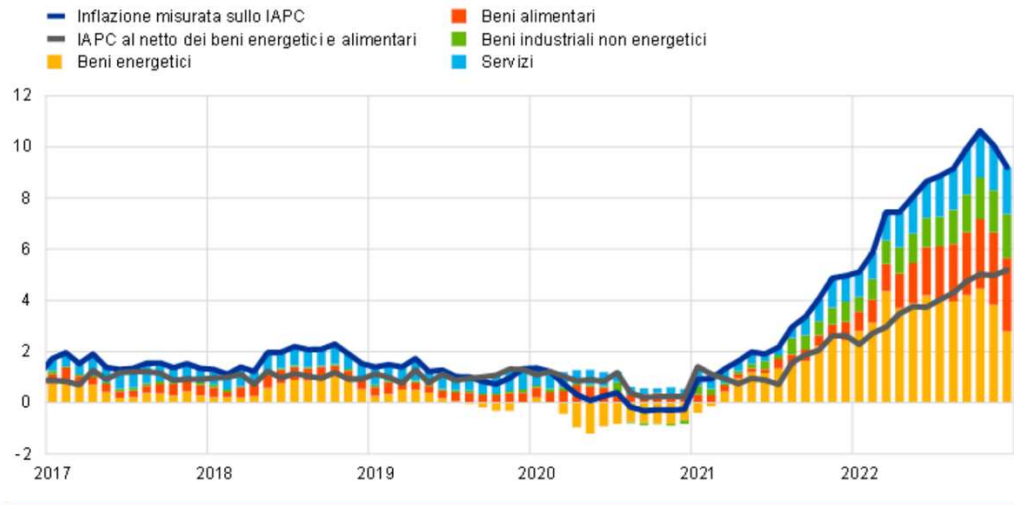
5.3 Tassi di inflazione percentuali nei paesi dell'OCSE



OCSE, "Tassi di inflazione nei paesi dell'OCSE",

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.it.html#toc4>

5.4 Inflazione complessiva con le relative componenti



BCE, Inflazione complessiva e relative componenti”,

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.it.html#toc8>

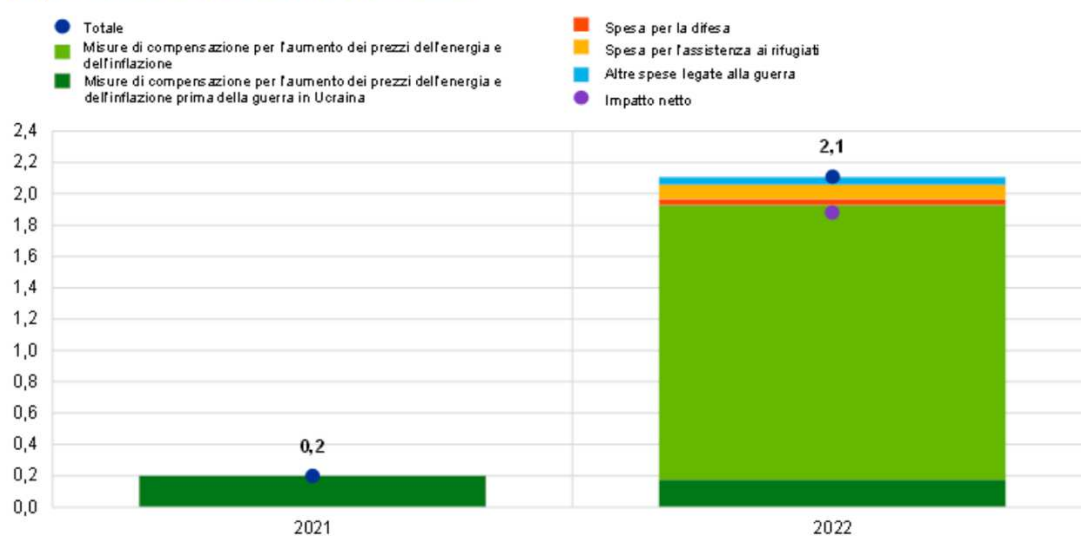
Al fine di attenuare le forti spinte inflazionistiche, oltre alla politica monetaria avviata di aumento dei tassi e allentamento dell'APP e PEPP, sono state adottate misure di sostegno equivalenti a circa lo 0,2% del PIL. Queste misure hanno compreso sussidi, riduzioni delle imposte indirette e trasferimenti destinati a famiglie e aziende. Nel 2022, con l'insorgere dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, i governi hanno prontamente ampliato tali misure fino a circa l'1,9% del PIL. Queste nuove iniziative hanno incluso trasferimenti di capitale alle imprese produttrici di energia e un aumento del supporto di bilancio dell'0,2% del PIL, motivato tra l'altro dalle spese legate all'accoglienza dei rifugiati e a quelle militari.

Va notato che le misure di sostegno adottate per contrastare gli aumenti dei prezzi dell'energia e l'inflazione hanno ricevuto solo un limitato contributo da nuove fonti di finanziamento, come una tassazione diretta più elevata sui produttori di energia che hanno registrato profitti inattesi considerevoli. Di conseguenza, l'impatto netto di queste misure sulle finanze pubbliche è risultato notevole, stabilendosi a circa l'1,7% del PIL.

In sintesi, il supporto discrezionale lordo, che include il sostegno per l'energia e l'inflazione, le spese per i rifugiati e quelle militari, ha rappresentato il 2,1% del PIL dell'area dell'euro. Al netto dei nuovi finanziamenti, questa cifra si è attestata all'1,9% del PIL.

5.5 Misure dei governi come risposta all'inflazione

(in percentuale del PIL del 2022, livelli annui)



BCE, "Sostegno di bilancio nell'area dell'euro in risposta all'elevato livello dei corsi energetici e dell'inflazione e alla guerra russa in Ucraina",
<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.it.html#toc7>

Riguardo alle decisioni di politica monetaria, la BCE ha deciso, già dal dicembre 2021, di iniziare un percorso di normalizzazione della stessa politica monetaria, prevedendo dell'impegno a continuare la graduale riduzione del ritmo degli acquisti di attività nei successivi trimestri. È stato confermato che l'interruzione degli acquisti netti di asset nell'ambito del programma di acquisto di emergenza legato alla pandemia (PEPP) sarebbe avvenuta entro la fine di marzo 2022, e che i capitali rimborsati dai titoli in scadenza sarebbero stati reinvestiti all'interno del programma fino almeno alla fine del

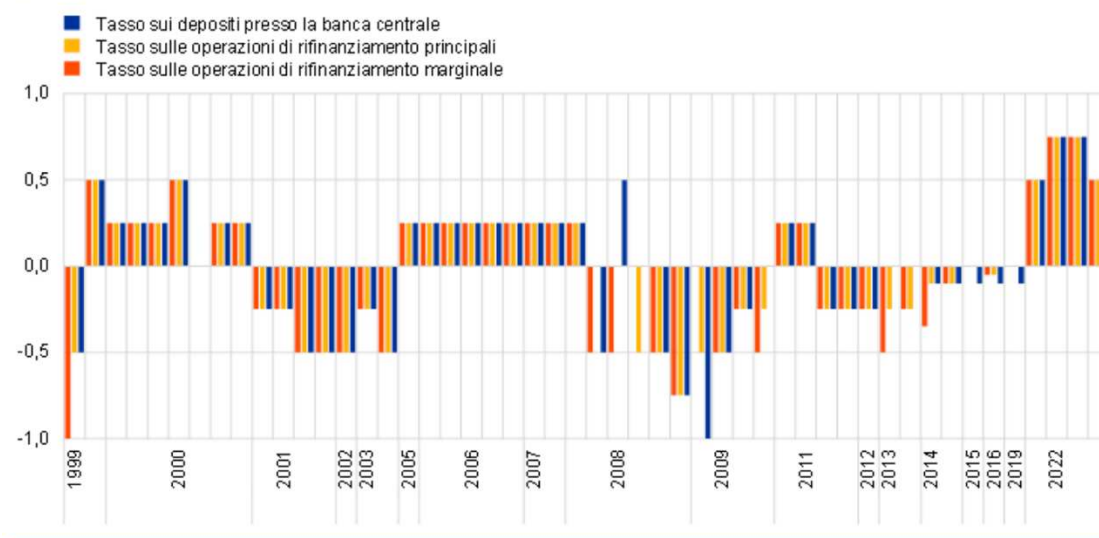
2024. A marzo 2022 la BCE ha rivisto il calendario degli acquisti nell'ambito dell'APP, infatti a partire da aprile, gli acquisti netti mensili ammontavano a 40 miliardi di euro, seguiti da 30 miliardi a maggio e 20 miliardi a giugno. La calibrazione degli acquisti netti per il terzo trimestre avrebbe fatto affidamento sui dati più recenti a disposizione. Successivamente, visto il forte rialzo di maggio dell'inflazione, il Consiglio Direttivo ha adottato una serie di importanti decisioni nelle sue riunioni. In primo luogo, è stato determinato che gli acquisti netti di attività nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) sarebbero stati interrotti a partire dal 1° luglio 2022. È stato sottolineato l'intento di proseguire con il reinvestimento integrale del capitale rimborsato dai titoli in scadenza del PAA per un periodo prolungato, successivamente alla fase in cui sarebbe iniziato l'innalzamento dei tassi di interesse di riferimento della BCE. Questa pratica sarebbe stata mantenuta fino a quando fosse stato necessario per garantire condizioni di abbondante liquidità e un appropriato orientamento di politica monetaria. In secondo luogo, a giugno il Consiglio Direttivo ha confermato che le condizioni previste nelle proprie indicazioni prospettiche erano state soddisfatte, aprendo la strada all'inizio dell'aumento dei tassi di interesse di riferimento della BCE. In linea con la sequenza di misure di politica monetaria precedentemente delineata, è stato annunciato l'intento di aumentare i tassi di interesse di riferimento della BCE di 25 punti base durante la riunione di politica monetaria di luglio. Un ulteriore incremento era previsto per il mese di settembre. In terzo luogo, basandosi sulla valutazione effettuata a giugno, il Consiglio Direttivo ha anticipato la necessità di un graduale ma costante aumento dei tassi di interesse oltre a quello di settembre. Tale percorso sarebbe stato guidato dai dati più recenti e dall'analisi delle prospettive inflazionistiche a medio termine. Questa strategia mirava a garantire un approccio stabile e coerente nell'adeguamento dei tassi di

interesse in risposta alle mutevoli condizioni economiche e inflazionistiche. A luglio 2022, la BCE è passata alla seconda fase di normalizzazione della politica monetaria, attraverso l'introduzione dello strumento di protezione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria e gli aumenti dei tassi di riferimento. Infatti, durante la riunione del 21 luglio, il Consiglio Direttivo ha dato il via libera al Transmission Protection Instrument (TPI). Tale strumento è stato ritenuto essenziale per assicurare un'efficace diffusione della politica monetaria, soprattutto durante il processo di normalizzazione. Il TPI si propone di garantire un flusso ordinato dell'orientamento di politica monetaria in tutti i paesi dell'area dell'euro. Rappresentando un'aggiunta alle risorse della BCE, il TPI può essere attivato per affrontare dinamiche di mercato ingiustificate e disordinate che minacciano gravemente la trasmissione della politica monetaria nell'intera zona euro. Nel rispetto dei criteri stabiliti, l'Eurosistema ha la facoltà di effettuare acquisti sul mercato secondario di titoli emessi da giurisdizioni in cui le condizioni di finanziamento peggiorano in modo ingiustificato rispetto ai fondamentali del paese. Questi acquisti mirano a mitigare, nella misura necessaria, i rischi per il meccanismo di trasmissione. L'entità degli acquisti del TPI, se attivato, sarebbe determinata dalla gravità dei rischi stessi, e non sarebbe soggetta a restrizioni preventive. Nel frattempo, viene anche sottolineato che la flessibilità nel reinvestire il capitale rimborsato dai titoli in scadenza del portafoglio del Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) rimarrebbe il principale strumento di difesa contro i rischi di trasmissione legati alla pandemia. È stata enfatizzata anche la possibilità che il Consiglio Direttivo possa intraprendere operazioni monetarie definitive (outright monetary transactions, OMT) nei paesi che soddisfano i criteri necessari. Mentre l'obiettivo principale del TPI è garantire un'ordinata trasmissione della politica monetaria in tutta l'area dell'euro, le operazioni

monetarie definitive possono essere attivate in caso di gravi distorsioni nei mercati dei titoli di Stato, scaturite principalmente da timori infondati degli investitori sulla reversibilità dell'euro. Sempre a luglio 2022 viene deciso di innalzare i tassi di riferimento della BCE di 50 punti base. L'aumento dei tassi di riferimento ha fatto sì che la BCE potesse abbandonare il sistema delle indicazioni prospettiche degli stessi ed aumentarli di volta in volta. Un altro elemento significativo è stato l'abbandono del sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve in eccesso, le quali, quando i tassi per i deposit facility erano posti sotto allo zero si prevedeva che le stesse riserve venivano remunerato al minore tra il tasso di riferimento e lo zero. Dal momento in cui i tassi di riferimento sono stati posti in territorio positivo, il sistema a due livelli è diventato obsoleto. La terza fase della normalizzazione è invece caratterizzata da ulteriori rialzi dei tassi di interesse e riduzione del bilancio, dovuta all'allentamento del PAA.

5.6 Variazione dei tassi di riferimento della BCE

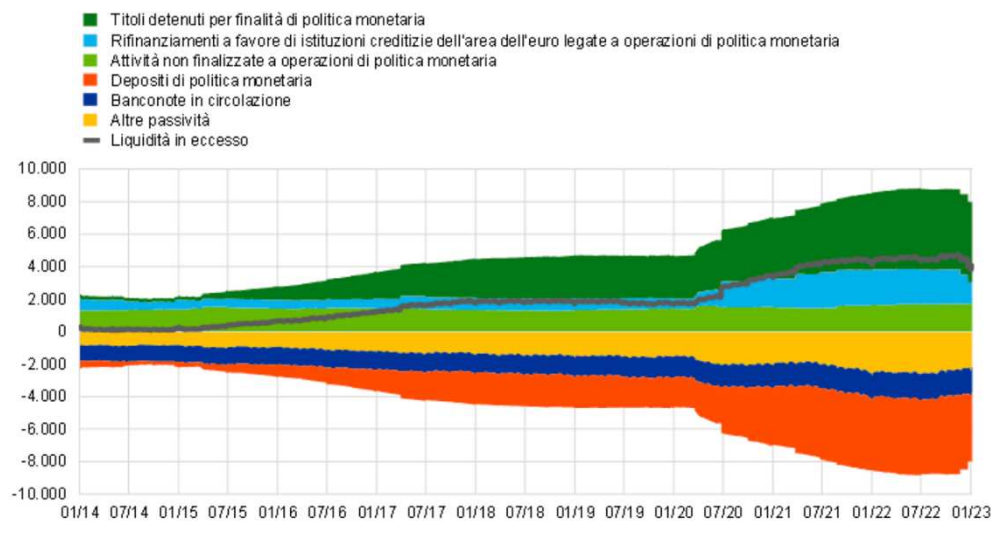
(punti percentuali)



BCE, "Variazioni dei tassi di riferimento della BCE",

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.it.html#toc11>

5.7 Evoluzione del bilancio consolidato dell'Eurosistema



BCE, "Evoluzione del bilancio consolidato dell'Eurosistema",

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.it.html#toc11>

Riguardo invece alla stabilità del sistema finanziario, risulta necessario affermare che nel corso del 2022, l'area dell'euro ha affrontato sfide significative a causa dell'alta inflazione e delle condizioni finanziarie sempre più restrittive. Questo ha inciso pesantemente sulla situazione finanziaria di governi, imprese e famiglie. La presenza di un debito già considerevole, derivante dagli impatti della pandemia, ha spinto i governi dell'area dell'euro a implementare ulteriori misure di sostegno di bilancio al fine di mitigare gli effetti dell'incremento dei costi energetici e dell'accelerazione dell'inflazione. Contemporaneamente, i rendimenti dei titoli di Stato hanno registrato un repentino aumento, riaccendendo preoccupazioni riguardo a una possibile frammentazione dei mercati del debito sovrano nell'area dell'euro. Tuttavia, l'annuncio del Transmission Protection Instrument (TPI) da parte della BCE ha contribuito a lenire in parte tali preoccupazioni, rappresentando un intervento rassicurante per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

5.8 FTSE MIB 2022



Investing, "FTSE MIB",

<https://it.investing.com/indices/it-mib-40-chart>

5.9 Euro BTP futures



Investing, "Euro BTP futures",

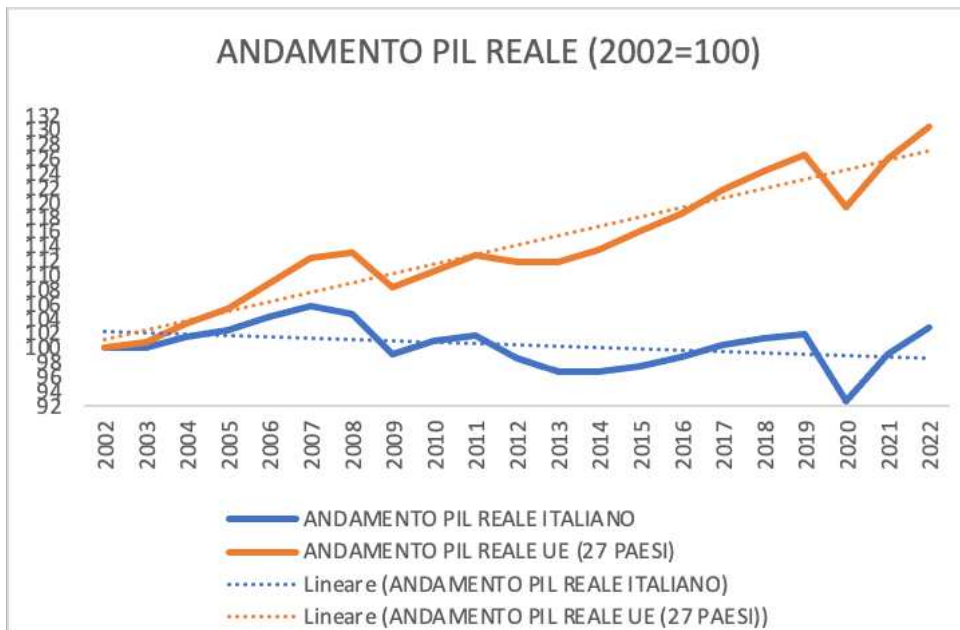
<https://it.investing.com/rates-bonds/italian-govt.-bond-streaming-chart>

Per tutto il 2023, confermato dal bollettino economico di giugno della BCE e dalla conferenza stampa del 27/07/2023, ultima in possesso alla data di scrittura dell'elaborato, la BCE ha seguito una politica di aumento dei tassi di interesse di riferimento a causa della costante ed elevata inflazione che però presenta delle tendenze negative. La conferenza stampa di luglio 2023 presenta un aumento di 25 punti base dei tassi di riferimento e pone allo 0% la remunerazione delle riserve obbligatorie al fine di preservare l'efficacia della politica monetaria e quindi creare un altro onere per le banche commerciali, in cerca di remunerazioni che molto presumibilmente sfoceranno in ulteriori costi per le famiglie ed imprese attraverso l'aumento del costo dei mutui a tasso variabile.

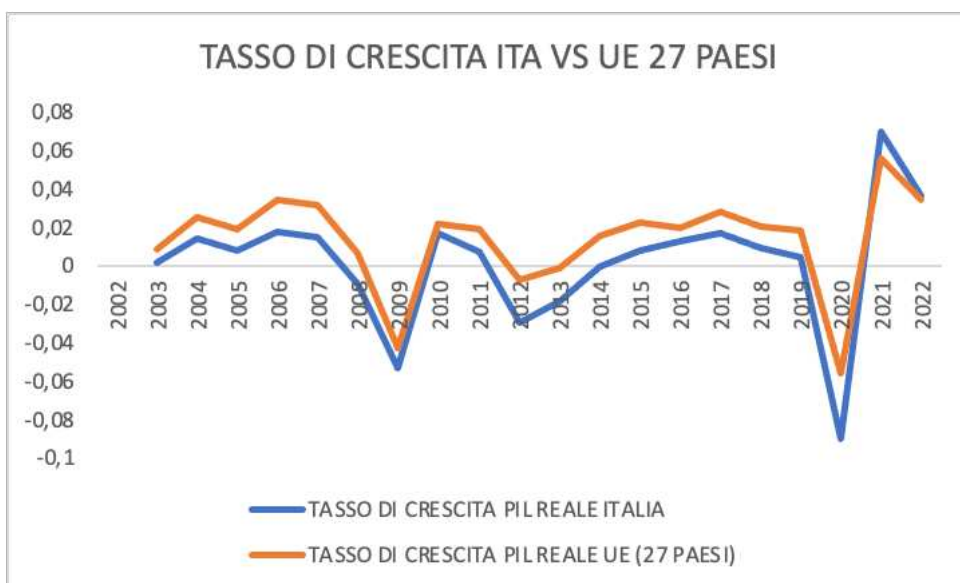
5.1 Analisi grafica di dati macroeconomici tra Italia e Unione Europea (fonte dei dati: Eurostat; software di sviluppo analisi: Excel)

In questa ultima parte dell'elaborato viene svolta un'analisi grafica tramite Excel, prendendo in considerazione come fonte la banca dati di Eurostat. Il lavoro vuole andare a spiegare le tendenze di importanti indicatori macroeconomici, ad esempio il PIL reale, l'indice di Gini, la disoccupazione, il tasso di crescita del PIL, l'indice dei prezzi al consumo, ecc. Il confronto viene eseguito tra l'Italia e l'Unione Europea formata da 27 paesi, dove l'intervallo di tempo va dal 2002 al 2022 (ultima coorte di dati disponibile). Come primo passo è stato calcolato il PIL reale moltiplicando il PIL nominale con il deflatore, al fine di andare a capire che andamento ha avuto

5.10 Andamento del PIL reale a confronto

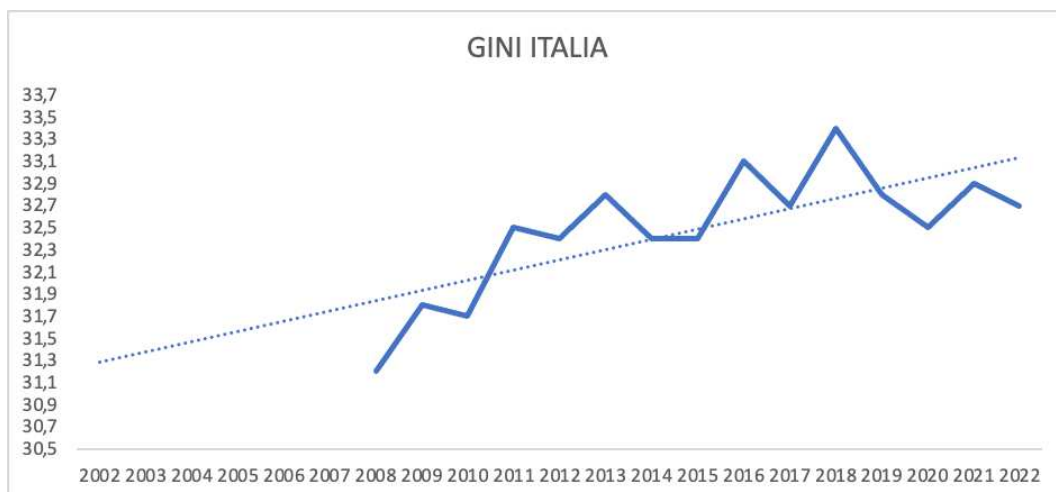


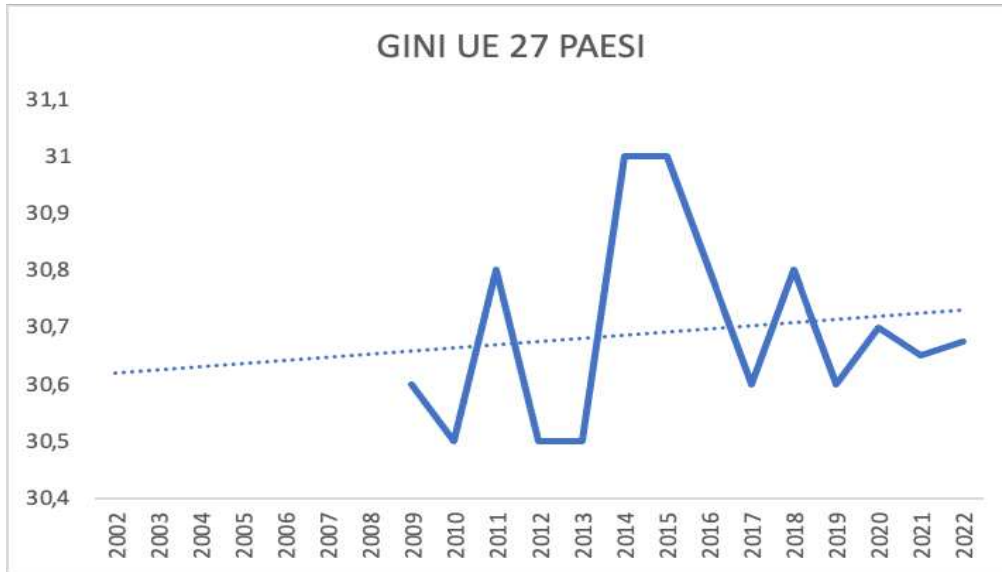
5.11 Andamento del tasso di crescita del PIL reale



Risulta evidente che per tutte e due le entità analizzate, l'andamento del PIL reale sia stato simile, con un accrescimento dello stesso nel 2022 dopo la sua diminuzione durante la pandemia di Covid-19. Nel 2022 il tasso di crescita è diminuito a causa della crisi energetica e della guerra in Ucraina. Al fine di andare a capire se la modesta ricchezza generata dagli stati sia effettivamente ben distribuita tra la popolazione, si è andato a rappresentare l'indice di Gini e si può notare che effettivamente l'andamento dello stesso è crescente spiegando una minor equa distribuzione della stessa ricchezza.

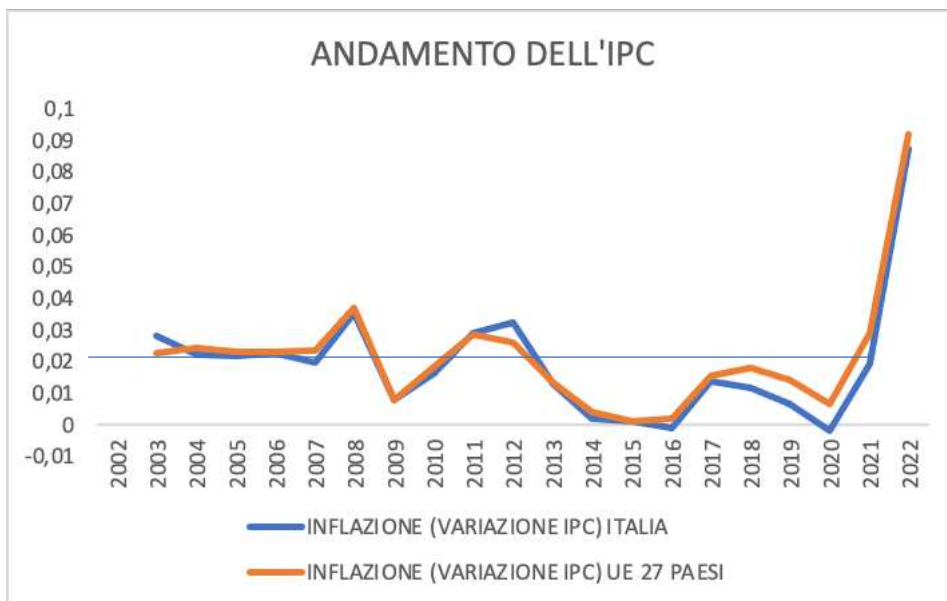
5.12 Andamento dell'indice di Gini





Un altro elemento di non poco conto che è stato analizzato viene rappresentato dall'andamento dell'indice dei prezzi al consumo, il quale è stato preferito al deflatore del PIL per rappresentare l'inflazione grazie al paniere di beni rappresentativo da cui è composto.

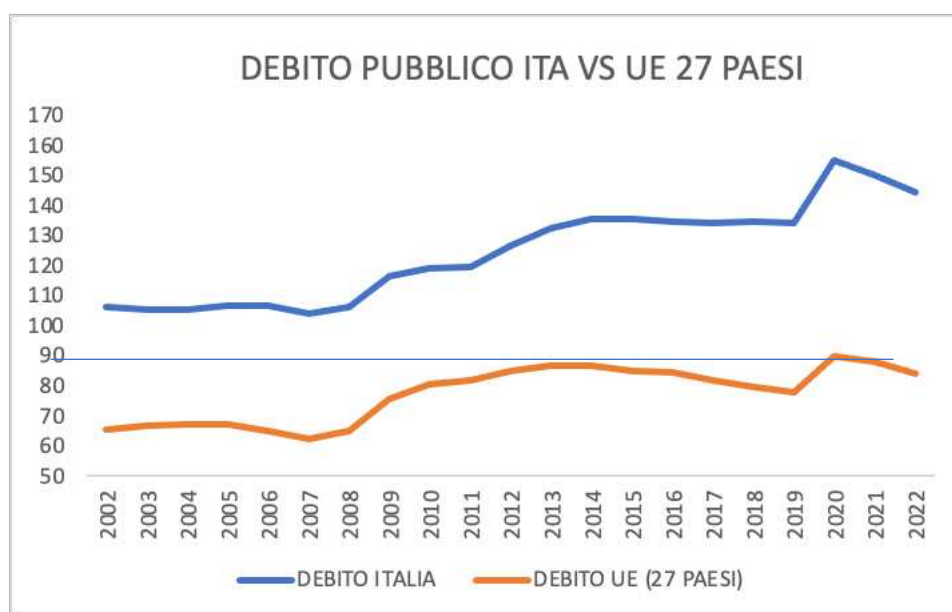
5.13 Andamento dell'IPC



Questo grafico afferma quanto detto nell'analisi svolta, mostrando un'inflazione superiore anche al 9%.

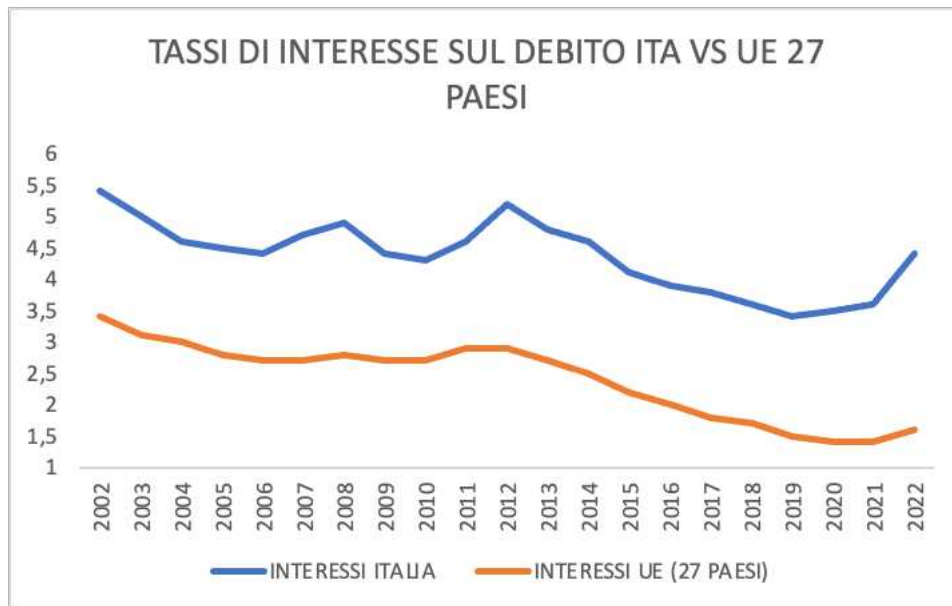
Nella seconda parte dell'analisi svolta si è voluto andare ad analizzare l'andamento del debito pubblico, la sua sostenibilità e i conti pubblici.

5.14 Andamento del debito pubblico %PIL

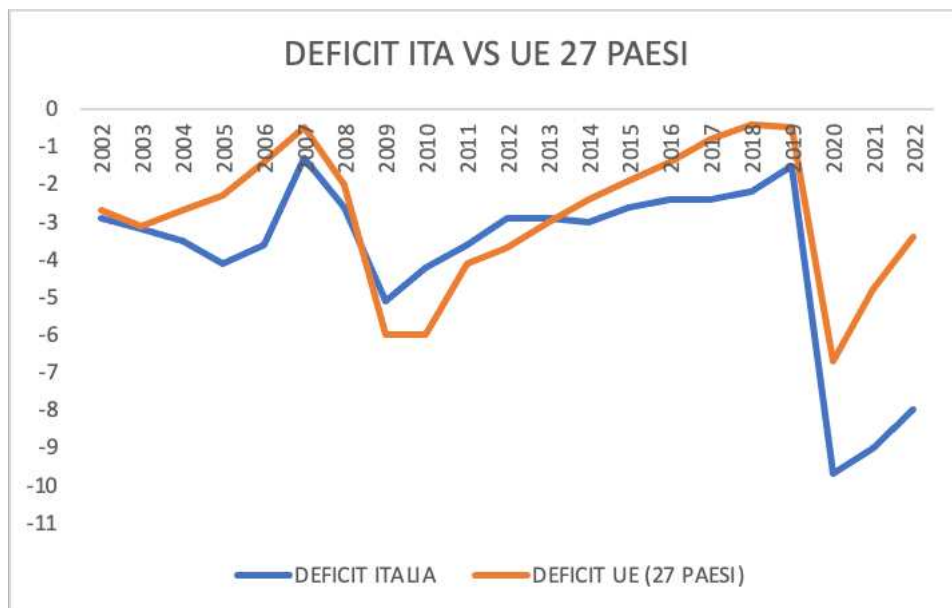


Nel grafico sopra si nota l'ormai diffuso problema del debito pubblico italiano, il quale supera di gran lunga il 60% imposto dal trattato di Maastricht ed è più elevato rispetto a quello dell'UE. Un altro elemento da analizzare sono i tassi di interesse pagati sul debito, i quali confermano quanto detto nella parte iniziale del capitolo, nella quale si spiegata la politica di aumento dei tassi di riferimento svolta dalla BCE nel 2022/2023 al fine di ridurre il più possibile i consumi.

5.15 Andamento dei tassi di interesse pagabili sul debito pubblico



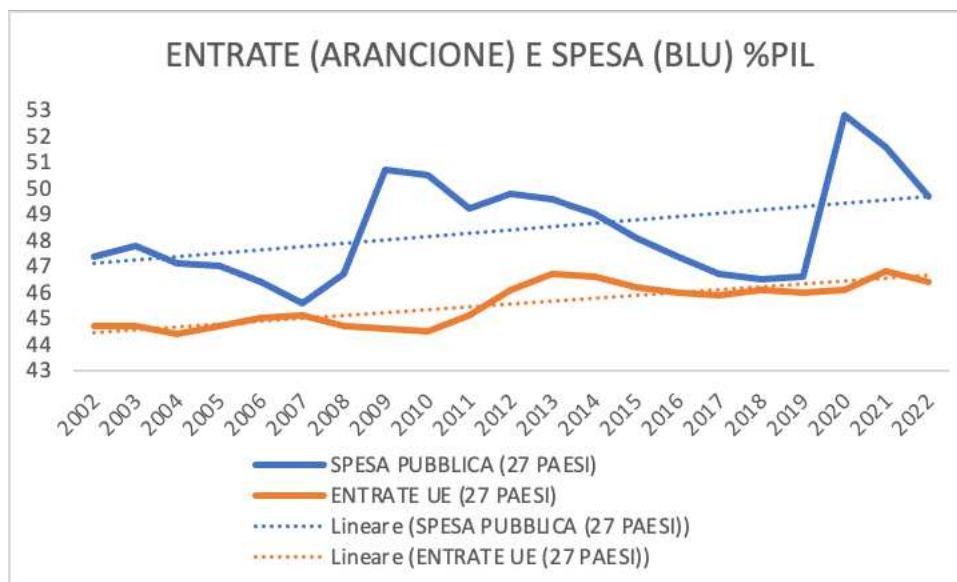
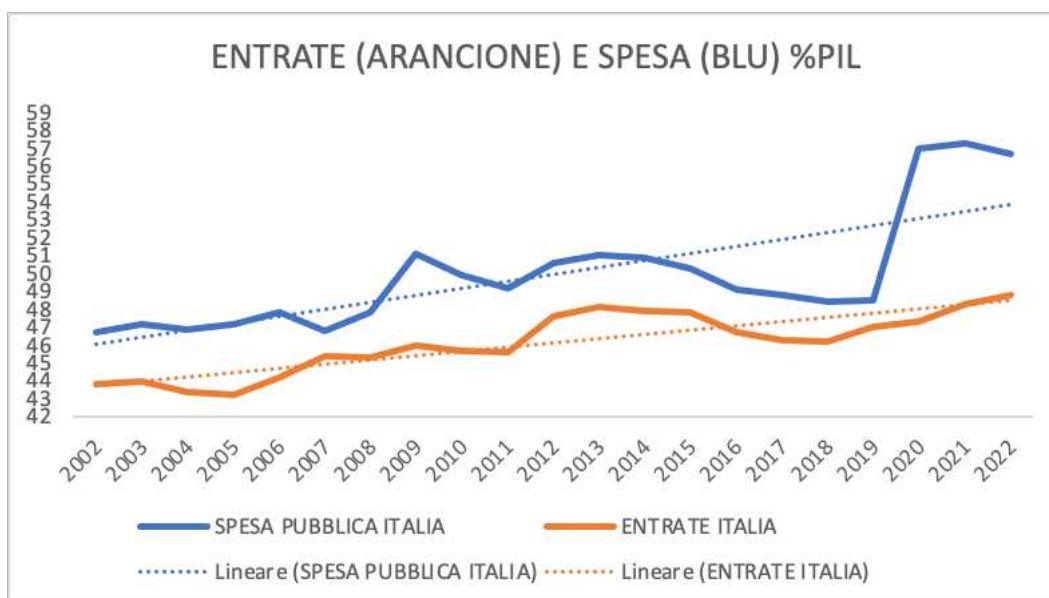
5.16 Andamento del deficit di bilancio



È utile andare a capire inoltre da cosa è dovuto il continuo deficit rappresentato dal grafico sopra. Al fine di andare a spiegare questo, sono stati presi i dati relativi alle entrate pubbliche e alla spesa pubblica ed è possibile notare che dopo la maggiore spesa causata dagli aiuti previsti per la crisi pandemica, vi è stata una riduzione della stessa,

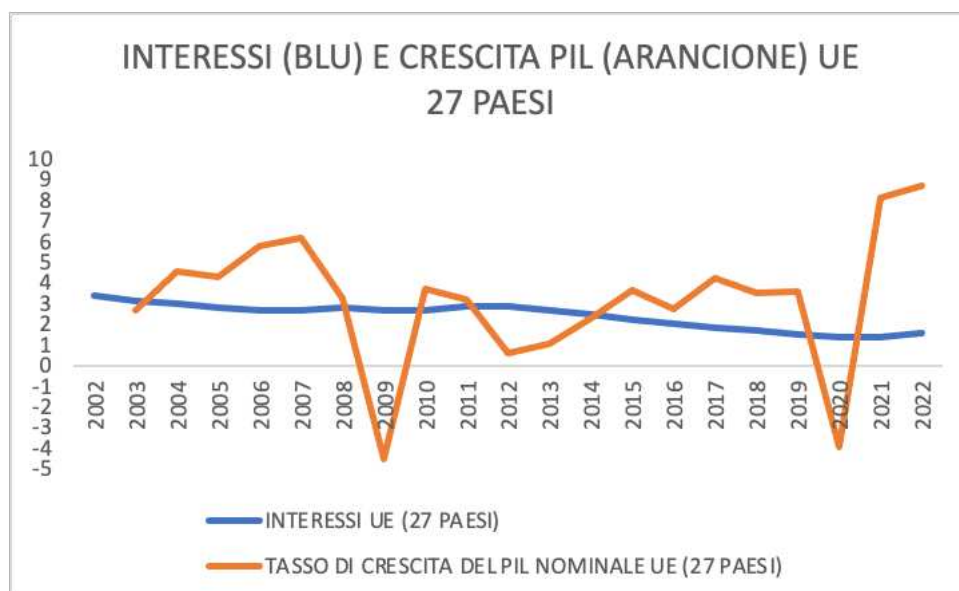
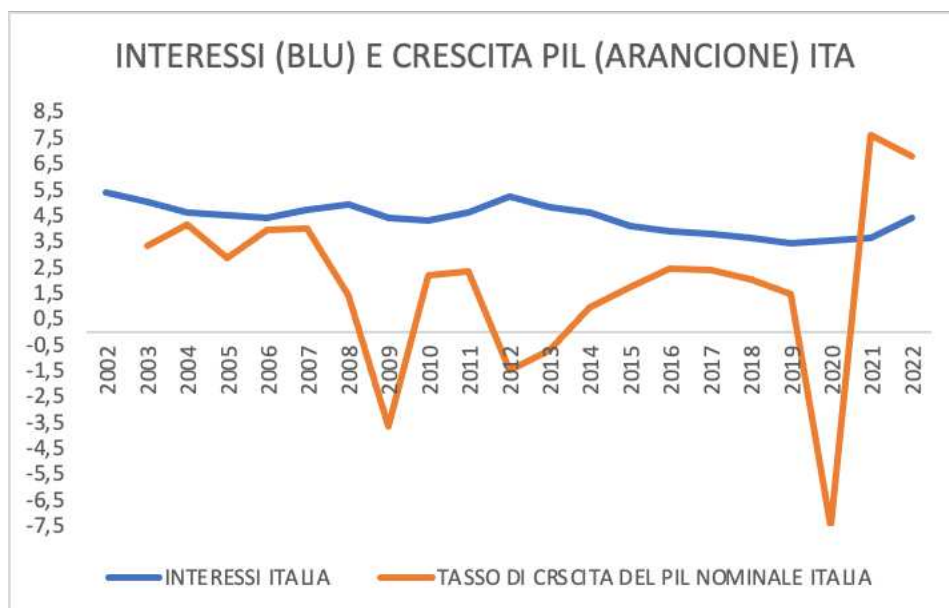
con una minima diminuzione anche delle entrate per l'UE e un aumento per l'Italia, causando una maggiore pressione fiscale.

5.17 Andamento della spesa pubblica rispetto le entrate pubbliche



Un' ultima analisi è stata svolta al fine di andare a capire se il debito pubblico è effettivamente sostenibile o meno. Per fare questo sono stati presi come dati i tassi di interesse a pagare sul debito e il tasso di crescita del PIL nominale.

5.17 Sostenibilità del debito pubblico



Si nota chiaramente che per l'Italia il tasso di interesse è stato sempre maggiore del tasso di crescita del PIL nominale, tranne dopo la crisi pandemica. Per l'UE la situazione è diversa perché in media, al di là dei periodi di crisi, il tasso di interesse risulta minore della crescita del PIL nominale. L'UE, nell'insieme, ha quindi un livello di sostenibilità maggiore rispetto allo Stato Italia.

Nell'appendice dell'elaborato si trova il dataset utilizzato per l'analisi con tutti i grafici generati.

Riferimenti bibliografici capitolo 5

Banca d'Italia, "Remunerazione delle riserve in eccesso e saldo dei conti di riserva",
<https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/remunerazione-riserve/index.html>

BCE, "Cos'è l'inflazione?",
https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/what_is_inflation.it.html

BCE, "HICP",
https://portal.dataviz.ecb.europa.eu/views/HICP_dashboard_ETS_16049391112180/InflationDashboard?%3AshowAppBanner=false&%3Adisplay_count=n&%3AshowVizHome=n&%3Aorigin=viz_share_link&%3AisGuestRedirectFromVizportal=y&%3Aembed=y&%3Adevice=desktop&%3Aoriginal_view=yes

BCE, "Conferenza stampa del 16 Dicembre 2021",
<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is211216~9abaace28e.it.html>

BCE, "Key ECB interest rates",
https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.it.html

BCE, "Rapporto annual 2022",
<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.it.html#toc2>

BCE, "Inflazione complessiva e relative componenti",
<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.it.html#toc8>

BCE, "Sostegno di bilancio nell'area dell'euro in risposta all'elevato livello dei corsi energetici e dell'inflazione e alla guerra russa in Ucraina",
<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.it.html#toc7>

BCE, "Variazioni dei tassi di riferimento della BCE",
<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.it.html#toc11>

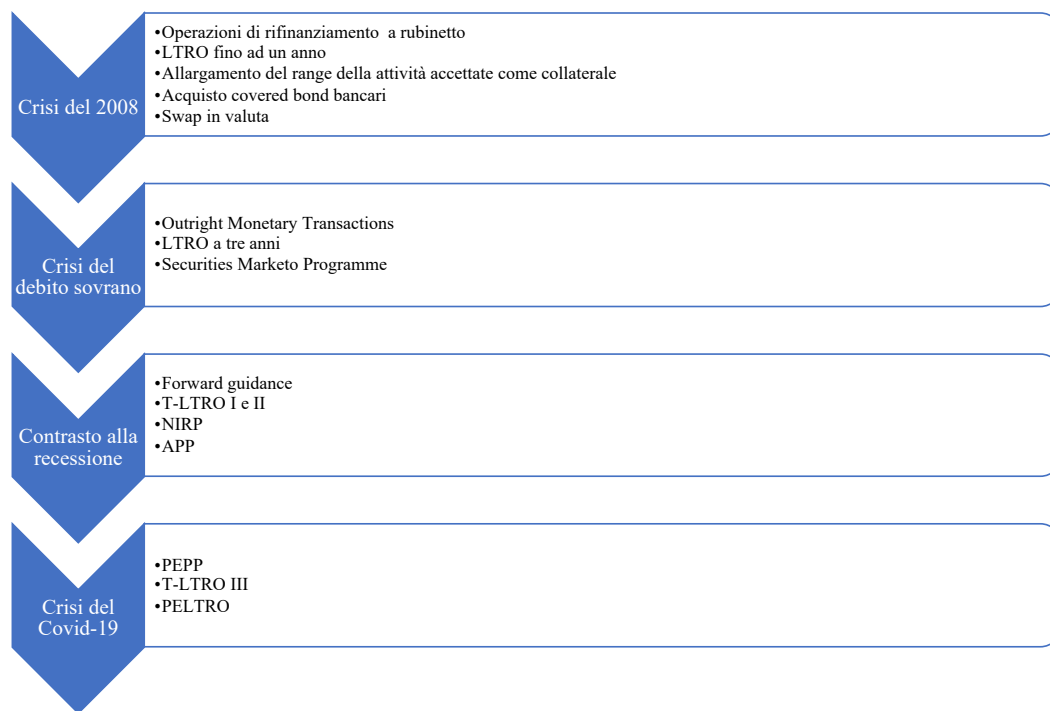
BCE, "Evoluzione del bilancio consolidato dell'Eurosistema",
<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.it.html#toc11>
Eurostat, "Banca dati",
<https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

Investing, "FTSE MIB",
<https://it.investing.com/indices/it-mib-40-chart>

OCSE, "Tassi di inflazione nei paesi dell'OCSE",
<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.it.html#toc4>

Conclusion

Questo elaborato si è focalizzato sull'analisi dei metodi utilizzati dalla Bce negli ultimi 20 anni per mantenere la stabilità dei prezzi nell'euro area. Il risultato che viene fuori mostra chiaramente che gli strumenti e le politiche monetarie utilizzate dalla banca centrale europea sono state efficaci negli anni come nella crisi del 2008 con le misure di sostegno al credito fino ad arrivare alla crisi dell'inflazione. Di seguito si riassumono tutte le iniziative e gli strumenti di politica monetaria utilizzati dalla Bce negli anni.



Successivamente è stata analizzata la nuova strategia di politica monetaria della Bce del 2020-2021 nella quale preme, oltre agli aspetti descritti nell'elaborato, l'interazione tra la politica monetaria e quella di bilancio. Esse rappresentano due strumenti fondamentali per garantire una solida economia, ma agiscono in modi distinti e una loro interazione è necessaria al fine di ridurre possibilità di insorgenza shock asimmetrici, ridurre la possibilità per gli stati dell'unione di andare ad emettere debiti in una valuta

che non è direttamente sotto il loro controllo ed infine una buona interazione tra le due politiche potrebbe inserire l'eurozona in un forte sistema di legami politici ed economici necessari ad armonizzare le economie dei paesi dell'euro area. Riguardo invece la crisi inflazionistica, una delle conclusioni che maggiormente si possono fare è rappresentata da una domanda: Quanto l'aumento dei tassi di interesse di riferimento è sostenibile per le famiglie e le imprese? È giusto che gli intermediari bancari lucrino su questo aumento dei tassi? Quanto potrebbe essere conveniente in questo momento una moneta elettronica di banca centrale per applicare un tasso su finanziamenti che non sia aumentato dagli intermediari finanziari stessi ma passi direttamente dalla banca centrale al cittadino/impresa?

Bibliografia

Agenzia spaziale europea, “Immagini del satellite Copernicus Sentinel-SP”,
https://www.esa.int/ESAMultimedia/Videos/2020/03/Coronavirus_nitrogen dioxide emissions drop over Italy

Alessandrini Pietro, 2021, “Economia e politica della moneta. Nel labirinto della finanza”, Il Mulino

ANSA, 2015, “Spread Btp-Bund chiude a 100 punti base”,
https://www.ansa.it/sito/notizie/economia/2015/03/04/spread-btp-bund-chiude-a-100-punti-base_129782d3-efe8-41c6-89e2-921625a56720.html

Baglioni Angelo, 2004, “Il mercato monetario e la banca centrale”, Il Mulino

Baglioni Angelo, 2022, “Le frontiere della politica monetaria”, HOEPLI

Banca d'Italia Eurosystem, 2022, “Dati sui tassi di interesse per la ROB”,
<https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/tassi-eurosystem/Tassi-Rob.pdf>

Banca d'Italia, “Politica monetaria (misure convenzionali)”,
<https://www.unipa.it/dipartimenti/seas/.content/documenti/eventi/2019-05-22-Politica-monetaria.pdf>

Banca d'Italia, “Una panoramica della strategia di politica monetaria della BCE”,
<https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/esito-riesame-strategia-polmon/sintesi/index.html?dotcache=refresh>

Banca d'Italia, “Remunerazione delle riserve in eccesso e saldo dei conti di riserva”,
<https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/remunerazione-riserve/index.html>

Banca d'Italia, 2021, “Esito del riesame della strategia di politica monetaria”,
<https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/esito-riesame-strategia-polmon/index.html>

BCE, 2011, “The information content of option prices during the financial crisis”, in Monthly Bulletin February 2011

BCE, “Cos'è l'inflazione?”,
https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/what_is_inflation.it.html

BCE, “Variazioni dei tassi di riferimento della BCE”,
<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.it.html#toc11>

BCE, “Evoluzione del bilancio consolidato dell'Eurosistema”,
<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.it.html#toc11>

BCE, “HICP”,
https://portal.dataviz.ecb.europa.eu/views/HICP_dashboard_ETS_16049391112180/InflationDashboard?%3AshowAppBanner=false&%3Adisplay_count=n&%3AshowVizHome=n&%3Aori

gin=viz_share_link&%3AisGuestRedirectFromVizportal=y&%3Aembed=y&%3Adevice=desktop&%3Aoriginal_view=yes

BCE, “Conferenza stampa del 16 Dicembre 2021”,
<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is211216~9abaace28e.it.html>

BCE, 2008, “Comunicato stampa 8 Ottobre 2008”,
https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081008_2.en.html

BCE, 2012, “Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London 26 July 2012”
<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>

BCE, “La nostra risposta alla pandemia di coronavirus”,
<https://www.ecb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.it.html>

BCE, “Asset purchase programmes”,
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

BCE, 2021, “Il Consiglio direttivo della BCE approva la nuova strategia di politica monetaria”,
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708~dc78cc4b0d.it.html>

BCE, “Riesame della strategia”,
<https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

BCE, “Temi principali del riesame della strategia”,
<https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/workstreams.it.html>

BCE, “Eventi dedicati all’ascolto nell’area dell’euro”,
https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/all_events.it.html

BCE, “Cambiamento climatico e riesame della strategia”,
<https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/climate-change.it.html>

BCE, “Key ECB interest rates”,
https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.it.html

BCE, “Rapporto annual 2022”,
<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.it.html#toc2>

BCE, “Inflazione complessiva e relative componenti”,
<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.it.html#toc8>

BCE, “Sostegno di bilancio nell’area dell’euro in risposta all’elevato livello dei corsi energetici e dell’inflazione e alla guerra russa in Ucraina”,
<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.it.html#toc7>

Boitani Andrea, 2014, “Macroeconomia”, Il Mulino

Borsaefinanza, “Banche ombra: definizione, caratteristiche e funzionamento”,
<https://borsaefinanza.it/banche-ombra-cosa-sono-e-come-funzionano/>

CaixaBank 2020,, “Market expectations for TLTRO-III and PELTRO”
<https://www.ecb.europa.eu/paym/groups/pdf/mmccg/20200616/item3i.pdf>

CIA Factbook, 2011, “Public debt in percent of GDP (2010)”,
<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2186rank.html>

Consiglio direttivo della BCE, 2008, “Strategie di politica monetaria della BCE”,
https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.it.html

Consob, “La crisi finanziaria del 2007-2008”,
<https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>

Consob, “La crisi del debito sovrano del 2010-2011”,
<https://www.consob.it/web/investor-education/le-crisi-finanziarie#:~:text=La%20crisi%20del%20debito%20sovrano%20nell%27Area%20euro%20trova%20le,stat%20salvati%20da%20interventi%20pubblici.>

Consob, “LA PANDEMIA DI COVID-19 E LA CRISI DEL 2020”,
<https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-covid-19>

Consob, “DALLA CRISI SANITARIA ALLA CRISI ECONOMICA”,
<https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-sanitaria-economica>

Eurostat, “Banca dati”,
<https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

Fred, “S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index”
<https://fred.stlouisfed.org/series/CSUSHPINSA#0>
Inaba, K., et al. (2015), "The Conduct of Monetary Policy in the Future: Instrument Use", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1187, OECD Publishing, Paris

Investing.com, “Grafico FTSE-MIB”,
<https://it.investing.com>

Investing, “FTSE MIB”,
<https://it.investing.com/indices/it-mib-40-chart>

Investing, “Euro BTP futures”,
<https://it.investing.com/rates-bonds/italian-govt.-bond-streaming-chart>

Istat, “GLI INDICI DEI PREZZI AL CONSUMO - PANIERE DEI PREZZI - ANNO 2023”,
<https://www.istat.it/it/archivio/280356>

Lenzi Francesco, 2016, “Liquidità in eccesso e tassi negativi saranno tra noi per molto tempo ancora”,
<https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2016/03/29/liquidita-in-eccesso-e-tassi-negativi-saranno-tra-noi-per-molto-tempo-ancora/>

LIUC, 2023, “Shadow Banking: cos'è e qual è la situazione attuale”,
<https://www.liucfinclub.com/component/content/article/18-blog/global-markets/206-shadow-banking-cos-e-e-qual-e-la-situazione-attuale.html?Itemid=124>

Mediolanum, “Come la banche centrali influenzano i tassi interbancari”,
<https://www.familybanker.it/blog/banche-tassi-interbancari>

Note tematiche sull’Unione Europea, “Politica monetaria europea”,
<https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/86/politica-monetaria-europea>

OCSE,” Tassi di inflazione nei paesi dell’OCSE”,
<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.it.html#toc4>

Parlamento europeo, “Politica monetaria europea”,
<https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/86/politica-monetaria-europea>

Pifferi Michele e Porta Angelo, 2001, “La Banca Centrale Europea”, EGEA
Tradig Economics.com, “Andamento della bilancia commerciale nella zona Euro”,
<https://it.tradingeconomics.com/euro-area/balance-of-trade>

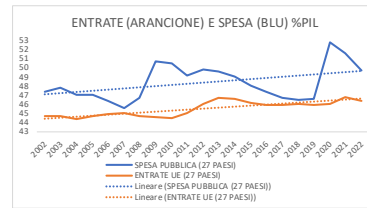
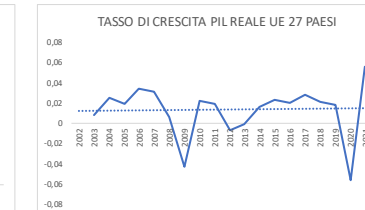
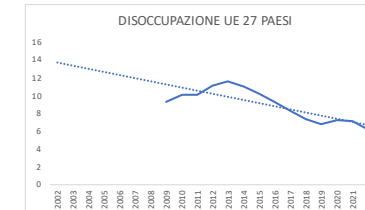
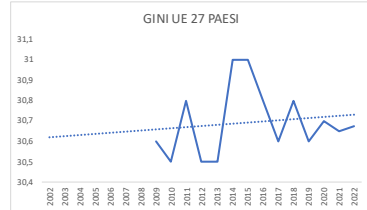
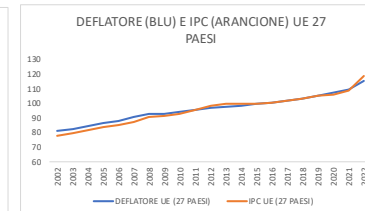
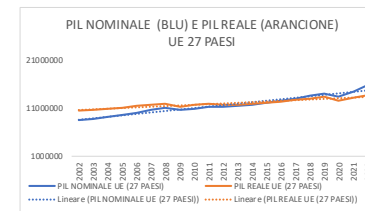
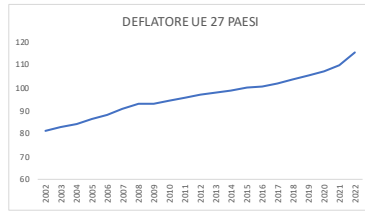
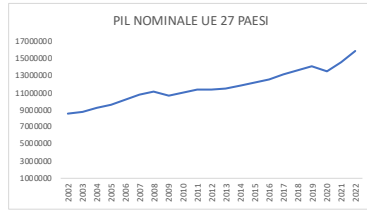
Appendice

TIME	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
PIL NOMINALE UE (27 PAESI)	8538773.3	8767565.2	9167938.8	9560869.1	10112450.9	10738858.8	11085411.7	10587691.4	10980484.9	11328410.9	11396052.5	11516038.9	11782469.9	12215676.8	12548225.2	13075598	13534163.3	14018406	13471071.2	14567203.8	15837472.6
PIL NOMINALE ITALIA	1350258.9	1394693.2	1452319	1493635.3	1552686.8	1614839.8	1637699.4	1577255.9	1611279.4	1648755.8	1624358.7	1612751.3	1627405.6	1655355	1695786.8	1736592.8	1771391.2	1796648.5	1661019.9	1787675.4	1909153.6
DEFLATORE UE (27 PAESI)	81,187	82,651	84,294	86,287	88,212	90,831	93,167	92,983	94,379	95,578	96,854	97,962	98,659	100	100,736	102,07	103,512	105,315	107,213	109,811	115,453
DEFLATORE ITALIA	79,567	82,072	84,263	85,958	87,784	89,96	92,12	93,666	94,075	95,587	97,066	98,18	99,077	100	101,134	101,869	102,957	103,923	105,556	106,186	109,382
IPC UE (27 PAESI)	77,81	79,59	81,55	83,45	85,38	87,41	90,64	91,35	93,03	95,69	98,19	99,49	99,89	100	100,18	101,74	103,57	105,04	105,76	108,82	118,82
IPC ITALIA	77,9	80,1	81,9	83,7	85,6	87,3	90,4	91,1	92,6	95,3	98,4	99,7	99,9	100	100,99	101,3	102,5	103,2	103	105	114,2
GINI UE (27 PAESI)	:	:	:	:	:	:	31	30,6	30,5	30,8	30,5	30,5	31	31	30,8	30,6	30,8	30,6	:	:	:
GINI ITALIA	:	:	32,9	32,7	32,1	32	31,2	31,8	31,7	32,5	32,4	32,8	32,4	32,4	33,1	32,7	33,4	32,8	32,5	32,9	32,7
DISOCCUPAZIONE UE (27 PAESI)								9,3	10,1	10,1	11,1	11,6	11	10,2	9,3	8,3	7,4	6,8	7,2	7,1	6,2
DISOCCUPAZIONE ITALIA								7,9	8,5	8,5	10,9	12,4	12,9	12	11,7	11,3	10,6	9,9	9,3	9,5	8,1
DEBITO UE (27 PAESI)	65,4	66,7	67	67,1	65	62,3	65	75,7	80,4	81,8	85	86,8	86,9	85,1	84,3	81,9	79,8	77,7	90	88	84
DEBITO ITALIA	106,4	105,5	105,1	106,6	106,7	103,9	106,2	116,6	119,2	119,7	126,5	132,5	135,4	135,3	134,8	134,2	134,4	134,1	154,9	149,9	144,4
INTERESSI UE (27 PAESI)	3,4	3,1	3	2,8	2,7	2,7	2,8	2,7	2,7	2,9	2,9	2,7	2,5	2,2	2	1,8	1,7	1,5	1,4	1,4	1,6
INTERESSI ITALIA	5,4	5	4,6	4,5	4,4	4,7	4,9	4,4	4,3	4,6	5,2	4,8	4,6	4,1	3,9	3,8	3,6	3,4	3,5	3,6	4,4
DEFICIT UE (27 PAESI)	-2,7	-3,1	-2,7	-2,3	-1,4	-0,5	-2	-6	-6	-4,1	-3,7	-3	-2,4	-1,9	-1,4	-0,8	-0,4	-0,5	-6,7	-4,8	-3,4
DEFICIT ITALIA	-2,9	-3,2	-3,5	-4,1	-3,6	-1,3	-2,6	-5,1	-4,2	-3,6	-2,9	-2,9	-3	-2,6	-2,4	-2,4	-2,2	-1,5	-9,7	-9	-8
SPESA PUBBLICA (27 PAESI)	47,4	47,8	47,1	47	46,4	45,6	46,7	50,7	50,5	49,2	49,8	49,6	49	48,1	47,4	46,7	46,5	46,6	52,8	51,6	49,7
SPESA PUBBLICA ITALIA	46,7	47,2	46,9	47,2	47,8	46,8	47,8	51,1	49,9	49,2	50,6	51	50,9	50,3	49,1	48,8	48,4	48,5	57	57,3	56,7
ENTRATE UE (27 PAESI)	44,7	44,7	44,4	44,7	45	45,1	44,7	44,6	44,5	45,1	46,1	46,7	46,6	46,2	46	45,9	46,1	46	46,1	46,8	46,4
ENTRATE ITALIA	43,8	44	43,4	43,2	44,2	45,4	45,3	46	45,7	45,6	47,6	48,1	47,9	47,8	46,7	46,3	46,2	47	47,3	48,3	48,8

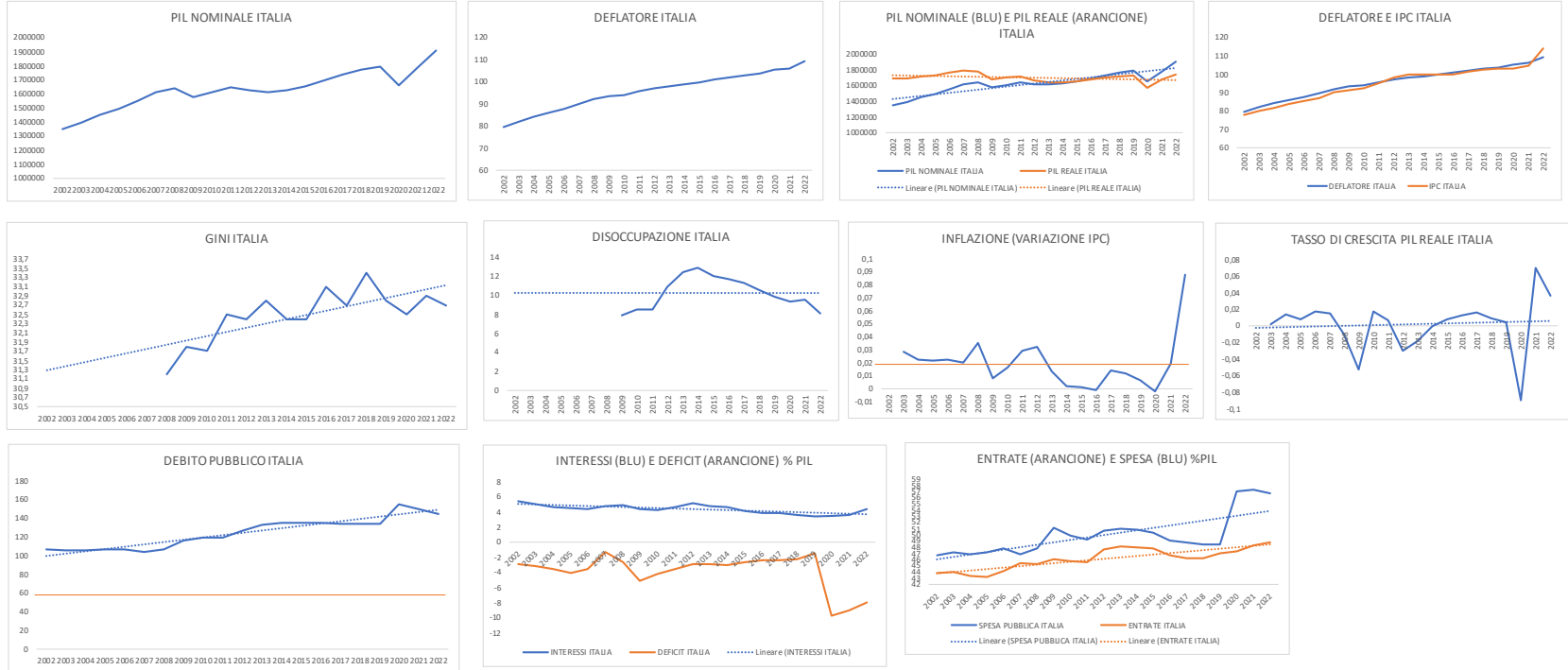
TIME	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
PIL NOMINALE UE (27 PAESI)	8538773,3	8767565,2	9167938,8	9560869,1	10112450,9	10738858,8	11085411,7	10587691,4	10980484,9	11328410,9	11396052,5	11516038,9	11782469,9	12215676,8	12548225,2	13075598	13534163,3	14018406	13471071,2	14567203,8	15837472,6
DEFLATORE UE (27 PAESI)	81,187	82,651	84,294	86,287	88,212	90,831	93,167	92,983	94,379	95,578	96,854	97,962	98,659	100	100,736	102,07	103,512	105,315	107,213	109,811	115,453
PIL REALE UE (27 PAESI)	10517414,49	10607936,02	10876146,34	11080312,33	11463804,13	11822900,55	11898431,53	11386695,85	11634457,77	11852529,77	11766217,71	11755618,4	11942620,44	12215676,8	12456545,03	12810422,26	13074970,34	13310930,07	12564774,05	13265705,44	13717679,58
IPC UE (27 PAESI)	77,81	79,59	81,55	83,45	85,38	87,41	90,64	91,35	93,03	95,69	98,19	99,49	99,89	100	100,18	101,74	103,57	105,04	105,76	108,82	118,82
GINI UE (27 PAESI)								30,6	30,5	30,8	30,5	30,5	31	31	30,8	30,6	30,8	30,6	30,7	30,65	30,675
DISOCCUPAZIONE UE (27 PAESI)								9,3	10,1	10,1	11,1	11,6	11	10,2	9,3	8,3	7,4	6,8	7,2	7,1	6,2
DEBITO UE (27 PAESI)	65,4	66,7	67	67,1	65	62,3	65	75,7	80,4	81,8	85	86,8	86,9	85,1	84,3	81,9	79,8	77,7	90	88	84
INTERESSI UE (27 PAESI)	3,4	3,1	3	2,8	2,7	2,7	2,8	2,7	2,7	2,9	2,9	2,7	2,5	2,2	2	1,8	1,7	1,5	1,4	1,4	1,6
DEFICIT UE (27 PAESI)	-2,7	-3,1	-2,7	-2,3	-1,4	-0,5	-2	-6	-6	-4,1	-3,7	-3	-2,4	-1,9	-1,4	-0,8	-0,4	-0,5	-6,7	-4,8	-3,4
SPESA PUBBLICA (27 PAESI)	47,4	47,8	47,1	47	46,4	45,6	46,7	50,7	50,5	49,2	49,8	49,6	49	48,1	47,4	46,7	46,5	46,6	52,8	51,6	49,7
ENTRATE UE (27 PAESI)	44,7	44,7	44,4	44,7	45	45,1	44,7	44,6	44,5	45,1	46,1	46,7	46,6	46,2	46	45,9	46,1	46	46,1	46,8	46,4

**TASSI DI CRESCITA
INFLAZIONE (VARIAZIONE IPC)
TASSO DI CRESCITA PIL REALE UE (27 PAESI)**

INFLAZIONE (VARIAZIONE IPC)	2%	2%	2%	2%	2%	2%	4%	1%	2%	3%	3%	1%	0%	0%	0%	2%	2%	1%	1%	3%	9%
TASSO DI CRESCITA PIL REALE UE (27 PAESI)	1%	3%	2%	3%	3%	3%	1%	-4%	2%	2%	-1%	0%	2%	2%	2%	3%	2%	2%	-6%	6%	3%



TIME	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
PIL NOMINALE ITALIA	1350258,9	1394693,2	1452319	1493635,3	1552686,8	1614839,8	1637699,4	1577255,9	1611279,4	1648755,8	1624358,7	1612751,3	1627405,6	1655355	1695786,8	1736592,8	1771391,2	1796648,5	1661019,9	1787675,4	1909153,6
DEFLATORE ITALIA	79,567	82,072	84,263	85,958	87,784	89,96	92,12	93,666	94,075	95,587	97,066	98,18	99,077	100	101,134	101,869	102,957	103,923	105,556	106,186	109,382
PIL REALE ITALIA	1697008,685	1699353,251	1723554,822	1737633,844	1768758,316	1795064,251	1777789,188	1683915,081	1712760,457	1724874,512	1673457,956	1642647,484	1642566,489	1655355	1676772,203	1704731,371	1720515,555	1728826,631	1573591,174	1683532,104	1745400,157
IPC ITALIA	77,9	80,1	81,9	83,7	85,6	87,3	90,4	91,1	92,6	95,3	98,4	99,7	99,9	100	99,9	101,3	102,5	103,2	103	105	114,2
GINI ITALIA								31,2	31,8	31,7	32,5	32,4	32,8	32,4	32,4	33,1	32,7	33,4	32,8	32,5	32,9
DISOCCUPAZIONE ITALIA								7,9	7,9	8,5	8,5	10,9	12,4	12,9	12	11,7	11,3	10,6	9,9	9,3	8,1
DEBITO ITALIA	106,4	105,5	105,1	106,6	106,7	103,9	106,2	116,6	119,2	119,7	126,5	132,5	135,4	135,3	134,8	134,2	134,4	134,1	154,9	149,9	144,4
INTERESSI ITALIA	5,4	5	4,6	4,5	4,4	4,7	4,9	4,4	4,3	4,6	5,2	4,8	4,6	4,1	3,9	3,8	3,6	3,4	3,5	3,6	4,4
DEFICIT ITALIA	-2,9	-3,2	-3,5	-4,1	-3,6	-1,3	-2,6	-5,1	-4,2	-3,6	-2,9	-2,9	-3	-2,6	-2,4	-2,4	-2,2	-1,5	-9,7	-9	-8
SPESA PUBBLICA ITALIA	46,7	47,2	46,9	47,2	47,8	46,8	47,8	51,1	49,9	49,2	50,6	51	50,9	50,3	49,1	48,8	48,4	48,5	57	57,3	56,7
ENTRATE ITALIA	43,8	44	43,4	43,2	44,2	45,4	45,3	46	45,7	45,6	47,6	48,1	47,9	47,8	46,7	46,3	46,2	47	47,3	48,3	48,8
TASSI DI CRESCITA																					
INFLAZIONE (VARIAZIONE IPC)		3%	2%	2%	2%	2%	4%	1%	2%	3%	3%	1%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	0%	2%	9%
TASSO DI CRESCITA PIL REALE ITALIA		0%	1%	1%	2%	1%	-1%	-5%	2%	1%	-3%	-2%	0%	1%	1%	2%	1%	0%	-9%	7%	4%



TIME	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
PIL NOMINALE ITALIA	1350258,9	1394693,2	1452319	1493635,3	1552686,8	1614839,8	1637699,4	1577255,9	1611279,4	1648755,8	1624358,7	1612751,3	1627405,6	1655355	1695786,8	1736592,8	1771391,2	1796648,5	1661019,9	1787675,4	1909153,6
DEFLATORE ITALIA	79,567	82,072	84,263	85,958	87,784	89,96	92,12	93,666	94,075	95,587	97,066	98,18	99,077	100	101,134	101,869	102,957	103,923	105,556	106,186	109,282
PIL REALE ITALIA	169706,685	1699353,251	1723548,822	1737631,844	1768758,316	1795064,251	1777789,188	183915,081	1724874,512	1674857,956	1642474,884	1642566,489	1655355	1676772,203	1704731,371	1728515,555	1728826,631	1573591,174	168332,104	174540,157	
IPC ITALIA	77,9	80,1	81,9	83,7	85,6	87,3	90,4	91,1	92,6	95,3	98,4	99,7	99,9	100	99,9	101,3	102,5	103,2	103	105	114,2
GINI ITALIA																					
DISOCCUPAZIONE ITALIA																					
DEBITO ITALIA	106,4	105,5	105,1	106,6	106,7	103,9	106,2		7,9	8,5	8,5	10,9	12,4	12,9	12	11,7	11,3	10,6	9,9	9,3	8,1
INTERESSI ITALIA	5,4	5	4,6	4,5	4,4	4,7	4,9	4,4	4,3	4,6	5,2	4,8	4,6	4,1	3,9	3,8	3,6	3,4	3,5	3,6	4,4
DEFICIT ITALIA	-2,9	-3,2	-3,5	-4,1	-3,6	-1,3	-2,6	-5,1	-4,2	-3,6	-2,9	-2,9	-3	-2,6	-2,4	-2,4	-2,2	-1,5	-9,7	-9	-8
SPESA PUBBLICA ITALIA	46,7	47,2	46,9	47,2	47,8	46,8	47,8	51,1	49,9	49,2	50,6	51	50,9	50,3	49,1	48,8	48,4	48,5	47	57,3	56,7
ENTRATE ITALIA	43,8	44	43,4	43,2	44,2	45,4	45,3	46	45,7	45,6	47,6	48,1	47,9	47,8	46,7	46,3	46,2	47	47,3	48,3	48,8

TASSI DI CRESCITA

INFLAZIONE (VARIAZIONE IPC) ITALIA		3%	2%	2%	2%	2%	4%	1%	2%	3%	3%	1%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	0%	2%	9%	
TASSO DI CRESCITA PIL REALE ITALIA		0%	1%	1%	2%	1%	1%	-1%	-5%	2%	3%	1%	3%	-2%	0%	1%	2%	3%	1%	0%	-9%	7%	4%
TASSO DI CRESCITA DEL PIL NOMINALE ITALIA		3,2907853	4,13179042	2,8448502	3,95354207	4,00293221	1,41559553	-3,6907567	2,15713522	2,32587843	-1,4797279	-0,7145835	0,9085219	1,71742066	2,44248515	2,40631664	2,00383187	1,4258454	-7,548978	7,62516451	6,79531642		

TIME	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
PIL NOMINALE UE (27 PAESI)	8338773,3	8767565,2	9167938,8	9560869,1	10112450,9	10738888,8	11085411,7	10587691,4	10980484,9	11328410,9	11396052,5	11516038,9	11782469,9	12215676,8	12548225,2	13075598	13534163,3	14018406	13471071,2	14567203,8	15837472,6
DEFLATORE UE (27 PAESI)	81,187	82,651	84,294	86,287	88,212	90,831	93,167	92,983	94,379	95,578	96,854	97,962	98,659	100	100,736	102,07	103,512	105,315	107,213	109,811	115,453
PIL REALE UE (27 PAESI)	1051744,49	1060795,02	1087046,34	11080312,33	11463048,13	11829401,55	11986451,53	1138669,85	11634457,75	11852529,77	11760217,71	11755618,4	1194020,44	12215676,8	1246565,03	12816822,36	13074979,34	13109301,07	1264774,05	1326576,44	13717678,58
IPC UE (27 PAESI)	77,81	79,59	81,55	83,45	85,38	87,41	90,64	91,35	93,03	95,69	98,19	99,49	99,89	100	100,18	101,74	103,57	105,04	105,76	108,82	118,82
GINI UE (27 PAESI)																					
DISOCCUPAZIONE UE (27 PAESI)																					
DEBITO UE (27 PAESI)	65,4	66,7	67	67,1	65	62,3	65	75,7	80,4	81,8	85	86,8	86,9	85,1	84,3	83,9	79,8	77,7	90	88	84
INTERESSI UE (27 PAESI)	3,4	3,1	3	2,8	2,7	2,7	2,8	2,7	2,7	2,9	2,9	2,7	2,5	2,2	2	1,8	1,7	1,5	1,4	1,4	1,6
DEFICIT UE (27 PAESI)	-2,7	-3,1	-2,7	-2,3	-1,4	-0,5	-2	-6	-6	-4,1	-3,7	-3	-2,4	-1,9	-1,4	-0,8	-0,4	-0,5	-6,7	-4,8	-3,4
SPESA PUBBLICA (27 PAESI)	47,4	47,8	47,1	47	46,4	45,6	46,7	50,7	50,5	49,8	49,6	49	48,1	47,4	46,7	46,5	46,6	52,8	51,6	49,7	
ENTRATE UE (27 PAESI)	44,7	44,7	44,4	44,7	45	45,1	44,7	44,6	44,5	45,1	46,1	46,7	46,6	46,2	46	45,9	46,1	46	46,1	46,8	46,4

TASSI DI CRESCITA

INFLAZIONE (VARIAZIONE IPC) UE 27 PAESI		2%	2%	2%	2%	2%	4%	1%	2%	3%	3%	1%	0%	0%	0%	2%	2%	2%	1%	1%	3%	9%
TASSO DI CRESCITA PIL REALE UE (27 PAESI)		1%	3%	2%	3%	3%	3%	-4%	2%	2%	-1%	0%	2%	2%	2%	3%	2%	2%	2%	-6%	6%	3%
TASSO DI CRESCITA DEL PIL NOMINALE UE (27 PAESI)		2,6794694	4,5665312	4,28591757	5,76915963	6,19442217	3,22709244	-4,4898675	3,70990696	3,16858502	0,59790999	1,05287686	2,31356461	3,67670704	2,72230844	4,20276805	3,50703119	3,5779286	-3,9044011	8,1369317	8,72005923	

NUMERI INDICE

ANDAMENTO PIL REALE ITALIANO	100	100,138159	101,56429	102,393928	104,228006	105,778142	104,76017	99,2284304	100,928208	101,642056	98,6122211	96,7966457	96,7918729	97,5454643	98,8075205	100,455076	101,385194	101,874943	92,7273495	99,2058626	102,851575
ANDAMENTO PIL REALE UE (27 PAESI)	100	100,806682	103,410837	105,352055	108,998311	112,412614	113,130766	106,265162	110,620892	112,69433	111,873671	111,772893	113,550916	116,147146	118,437331	121,80201	124,317344	126,560858	119,466377	126,130861	130,428249

