

POLITICA ECONOMICA - 17:

La Bce e la politica monetaria europea.

LIBRO DI RIFERIMENTO:

ENRICO MARELLI E MARCELLO SIGNORELLI (2015), «POLITICA ECONOMICA. LE POLITICHE NEL NUOVO SCENARIO EUROPEO E GLOBALE», GIAPPICHELLI EDITORE, TORINO.

La Banca Centrale Europea (BCE)

- La **politica monetaria** è l'unica politica macroeconomica ora **centralizzata** nell'Eurozona, decisa dalla BCE **dal 1°.1.1999**.
- La **Banca centrale europea** (BCE) e le banche centrali nazionali (BCN) costituiscono il **Sistema europeo di banche centrali** (SEBC): alla prima competono le decisioni di politica monetaria, mentre alle seconde sono decentrati i compiti di attuazione.
 - E' operativa dal 1°.6.1998 (con la contemporanea liquidazione dell'IME), ma responsabile della politica monetaria europea dal 1°.1.1999.
- La BCE e le banche nazionali dei soli paesi dell'Eurozona (ora 19) compongono il cosiddetto **Eurosistema**.
 - Secondo alcuni, l'Eurostistema è **troppo decentralizzato**. Infatti le decisioni di politica monetaria sono prese dai governatori e dai 6 membri del comitato esecutivo.
 - Per confronto, nel *Federal Open Market Committee* della *FED* i membri di nomina centrale sono 7 e quelli delle *Federal Reserve Banks* regionali sono solo 5 (il molto più decentralizzato sistema degli anni '20 e '30 fu, secondo Friedman, una delle cause della Grande Depressione).

Gli organi della BCE

- Il **Consiglio generale** della BCE:
 - è l'organo più ampio, ma meno importante; infatti comprende, oltre al Presidente ed al Vice-presidente della BCE, i governatori delle **BCN di tutti i paesi dell'UE**;
 - è previsto, fin quando vi saranno Stati membri con deroga (ossia facenti parte dell'UE ma non dell'Eurozona);
 - svolge compiti transitori e a carattere informativo/consultivo, sorveglia il funzionamento dello SME-2 e coordina le politiche monetarie e dei cambi di tutti i paesi (anche di quelli in deroga).
- Il **Comitato esecutivo** (*executive board*):
 - è composto dal **Presidente** e dal **Vicepresidente** della BCE e da altri **quattro membri**, scelti tutti e sei di comune accordo dai capi di Stato e di governo;
 - Dal novembre 2011 è Presidente Mario Draghi (in precedenza Trichet e prima ancora Duisenberg).
 - i membri durano in carica 8 anni ed il loro mandato non è rinnovabile;
 - delibera a maggioranza semplice dei votanti, con un voto per ciascun membro (in caso di parità prevale il voto del Presidente);
 - attua le decisioni di politica monetaria del Consiglio direttivo ed impartisce le istruzioni alle BCN.

Il Consiglio direttivo della BCE

- Il **Consiglio direttivo** è l'organo decisionale più importante.
 - Comprende i membri del Comitato esecutivo ed i governatori delle **BCN dei paesi dall'area euro** (ora 19+6 = 25 membri).
 - Decide in merito ai compiti affidati al SEBC, **formula la politica monetaria** dell'UEM, **decide i tassi d'interesse**, gestisce la liquidità, delibera in materia di riserve e di quote del capitale della BCE;
 - le questioni di politica monetaria e le decisioni relative ai tassi d'interesse erano di norma affrontate nella prima delle due riunioni mensile (di giovedì); dal 2015 queste decisioni sono prese **ogni sei settimane**.
 - Delibera **a maggioranza semplice dei votanti**, con un voto per ciascun membro (in caso di parità prevale il voto del Presidente).
 - Quando i paesi membri dell'Eurozona erano pochi (11 all'inizio) era facile per i 6 membri dell'*Executive board* far prevalere le proprie proposte (bastavano solo 3 voti aggiuntivi), anche perché i governatori nazionali hanno probabilmente obiettivi contrapposti in presenza di shock asimmetrici (mentre il *board* ha delle preferenze vicine a quelle del "governatore mediano").
 - Dato che l'Eurosistema si è molto allargato, ora **il numero dei governatori con diritto di voto è ristretto a 15**;
 - il diritto di voto dei governatori viene esercitato **a rotazione**; la frequenza di voto nelle sessioni, per i singoli paesi, dipende dalle loro dimensioni in termini economico-finanziari.
 - ciò era previsto da una riforma approvata nel 2003, da attuare quando i paesi dell'area euro sarebbero stati più di 18: come si è verificato il 1.1.2015.

Quote dei paesi nel capitale della BCE

Tabella 17.1. – Contributo (%) dei paesi dell'Eurozona al capitale della Bce

Le quote dei singoli paesi dipendono dal loro peso economico-finanziario.

Germania	25,6		Irlanda	1,6
Francia	20,1		Slovacchia	1,1
Italia	17,5		Lituania	0,6
Spagna	12,6		Slovenia	0,5
Olanda	5,7		Lettonia	0,4
Belgio	3,5		Lussemburgo	0,3
Grecia	2,9		Estonia	0,3
Austria	2,8		Cipro	0,2
Portogallo	2,5		Malta	0,1
Finlandia	1,8			

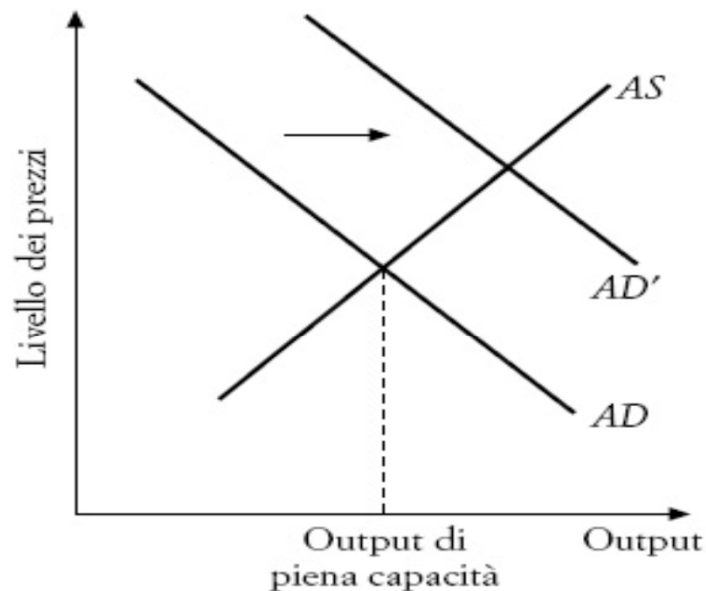
Nota: le quote % sono calcolate sul capitale della Bce afferente all'Eurozona⁷.

Caratteristiche ed obiettivi della BCE

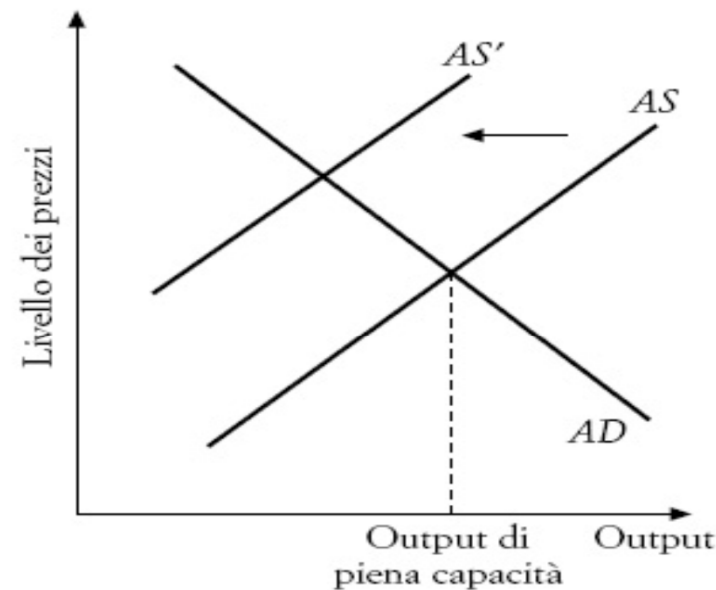
- **Modello teorico** sottostante: monetarismo e teorie della Nuova Macroeconomia Classica. **Indipendenza e conservatorismo** rafforzano la credibilità delle politiche di bassa inflazione (*cf. cap. 9 e 10*).
 - Assenza di un *trade-off* di lungo periodo tra inflazione e disoccupazione (u_n); quindi sostanziale **inefficacia delle politiche di stabilizzazione** (per $\downarrow u$) e necessita di politiche strutturali, al fine di modificare le variabili reali.
 - In ogni caso, la banca centrale deve occuparsi dell'obiettivo che riesce a controllare meglio, la **stabilità dei prezzi**.
- **Obiettivi finali:**
 - Secondo il Trattato di Maastricht (art. 105), **obiettivo primario** è il mantenimento della **stabilità dei prezzi**. Solo "fatto salvo" tale obiettivo, il SEBC sostiene le **politiche economiche generali** dell'UE (art. 2).
 - Queste comprendono, come abbiamo visto (*cf. cap. 15*), uno sviluppo armonioso ed equilibrato delle attività economiche, una crescita sostenibile, un elevato livello di occupazione.
 - Si tratta quindi, in teoria, di un policymaker **conservatore** (*cf. cap. 2 e 10*).
 - Poche banche centrali enfatizzano così la stabilità dei prezzi. Per esempio, gli obiettivi della **FED** comprendono la stabilità dei prezzi, la massima occupazione ed il contenimento dei tassi d'interesse a lungo termine (senza alcuna scala di priorità esplicita).
 - Dal dicembre 2012, la FED si è impegnata a mantenere i tassi di interesse vicini allo zero fino a quando il tasso di **disoccupazione** Usa non fosse sceso al di sotto del 6,5% (nel febbraio 2014 la nuova Presidente Yellen ha eliminato questo *target*, ormai raggiunto).

Obiettivi finali della BCE: effetti reali in presenza di shock

- Vi è quindi il rischio che la BCE manifesti **scarsa considerazione per gli obiettivi finali di tipo reale** della politica monetaria.
- Le conseguenze non sono gravi nel caso di shock sulla **domanda** aggregata ($\uparrow P$ e $\uparrow Y$), poiché la stabilizzazione dei prezzi implica automaticamente anche quella dell'output, mentre lo possono essere in presenza di shock d'**offerta**.



(a) Shock dal lato della domanda



(b) Shock dal lato dell'offerta

Indipendenza e *accountability* della BCE

- La **Banca Centrale Europea** è considerata tra le banche centrali più **indipendenti** al mondo.
 - Anche più della stessa *Bundesbank*, che fu presa come modello.
- In generale, però, l'indipendenza dovrebbe essere contemperata dalla **sindacabilità** (*accountability*) o "responsabilità per il proprio operato", di fronte ai cittadini o ai loro rappresentanti eletti.
- Secondo i critici, la **BCE è meno *accountable*** rispetto alla FED.
 - Il Parlamento europeo, a cui è inviato il Rapporto annuale sull'attività, ha meno poteri rispetto al Congresso americano e lo **Statuto della BCE** può essere modificato solo cambiando il Trattato di Maastricht (che richiede l'unanimità).
 - Inoltre, mentre il controllo di un'istituzione è più agevole quando il contratto di **delega** specifica con precisione gli obiettivi, ciò non succede nel caso della BCE.
- Secondo i difensori, l'*accountability* è sufficiente.
 - La **sindacabilità informale** (trasparenza delle decisioni, informazioni al pubblico, ecc.: Rapporto annuale, Bollettino mensile, conferenza stampa del Presidente, molte informazioni sul sito web) può sostituire quella formale.
 - Dal gennaio 2015 sono pubblicati i **verbali** delle riunioni del Consiglio direttivo.

La specificazione dell'obiettivo d'inflazione

- La BCE ha precisato che per “stabilità dei prezzi” si deve intendere un aumento dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), per l'intera area dell'euro, **inferiore ma prossimo al 2%.**
 - L'obiettivo da mantenere su un orizzonte di **medio periodo.**
 - Uno sconfinamento è accettabile nel breve periodo, ossia se temporaneo: la **gradualità** degli interventi di stabilizzazione dei prezzi può così consentire alla BCE di considerare anche altri obiettivi (di tipo reale).
 - Uno sconfinamento è ammissibile se non è imputabile a negligenza della BCE, ma è dovuto a **cause esogene** (ad es. uno shock petrolifero):
 - per altre banche centrali è più importante la **core inflation**;
 - conta l'**inflazione media** per l'intera area dell'euro, non il dato relativo a singoli paesi.
 - La **deflazione** ($\pi < 0$) è considerata negativamente al pari di un'inflazione elevata ($\pi > 2\%$).
 - L'attuale specificazione ($\pi < 2\%$, ma $\pi \rightarrow 2\%$), in vigore dal maggio 2003, è meno stringente rispetto alla precedente ($0 \leq \pi \leq 2\%$).
 - Alcuni critici fanno però notare che l'obiettivo è **fissato per difetto**, per diversi motivi (miglioramenti qualitativi dei beni, l'“effetto lubrificante” di un'inflazione moderata, i rischi di deflazione, ecc.).

Strategia di politica monetaria basata sui due pilastri

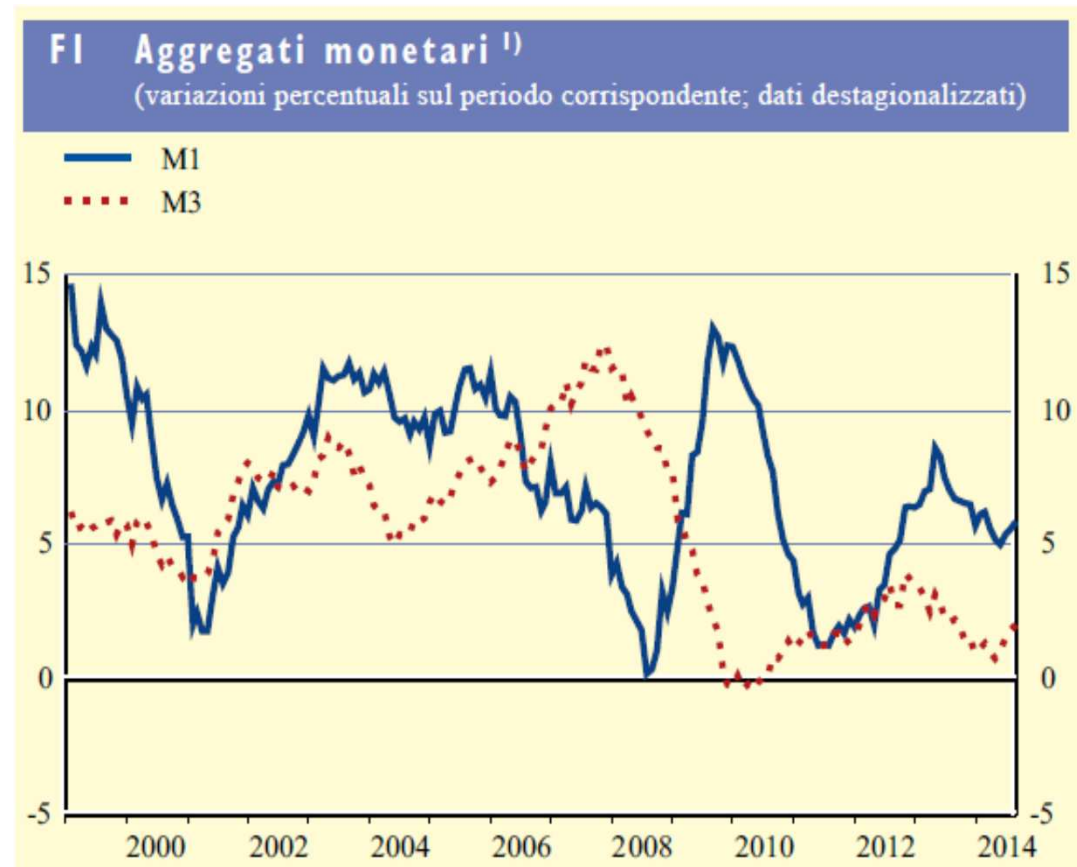
- Per quanto riguarda gli **obiettivi intermedi**, la BCE ha scelto, nella sua “strategia di politica monetaria orientata alla stabilità” la **strategia dei “due pilastri”**, coincidenti con il *monetary targeting* e l'*inflation targeting*.
- i. Il primo pilastro della strategia della BCE è l'***inflation targeting*** ed implica una “**valutazione di ampio respiro delle prospettive per i prezzi**” nell’area dell’euro; questa costituisce l'**analisi economica**, volta ad individuare i rischi per la stabilità dei prezzi a **breve e medio** termine.
 - La valutazione è incentrata sull’analisi degli andamenti macroeconomici, degli shock che colpiscono il sistema e dei **rischi per la stabilità dei prezzi nel breve e medio periodo**; essa poggia su svariati indicatori economici e finanziari.
- ii. Il secondo pilastro, è l'**analisi monetaria**, tesa a valutare le tendenze dell’inflazione nel **medio-lungo periodo**.
 - Il secondo pilastro si riferisce alle **tendenze nel medio e lungo periodo della quantità di moneta**, per il cui tasso di crescita è annunciato un valore di riferimento.
 - L’aggregato prescelto è poi stato **M3**. Il valore numerico può essere derivato dalla “equazione quantitativa della moneta”:

$$M V = P Y \Rightarrow g_M \approx \pi + g_Y - g_V \Rightarrow g_M \approx 2\% + 2\% - (-0,5\%) = 4,5\%$$

dove $\pi \leq 2\%$ è l’obiettivo finale, g_Y è la stima del tasso di crescita del pil reale (2%) e g_V è quella della variazione della velocità di circolazione (−0,5%).

Andamento degli aggregati monetari (M3)

- Il valore così calcolato di g_M è solo un **benchmark**, non è una "regola fissa".
- Infatti, l'applicazione effettiva del *targeting* monetario da parte della BCE è stata flessibile, con **notevoli scostamenti** rispetto al *benchmark* indicato
 - Incrementi forti fino alla crisi del 2008-09. Dopo la crisi, aumento di M1 (le attività più liquide).
- Di fronte ai rischi di perdita di credibilità, dal maggio 2003 il tasso di riferimento per la crescita della moneta non è più sottoposto a revisione annuale (e M3 viene inserita in un più ampio spettro di indicatori monetari).
- Inoltre, ora l'**analisi economica precede quella monetaria**.



Gli strumenti: le operazioni di rifinanziamento principale

- Le **operazioni di rifinanziamento principale** (*Main Refinancing Operations*, MRO) servono per controllare direttamente la **liquidità** sul mercato monetario.
 - Le banche commerciali (e gli altri istituti ammessi alle operazioni di rifinanziamento con la Bce), per ottenere liquidità, debbono cedere a garanzia del “**collaterale**”, ossia titoli di stato od altre obbligazioni caratterizzate da un’affidabilità adeguata (ossia da un *rating* superiore ad un minimo periodicamente fissato dalla stessa Bce).
- Sono attuate con frequenza settimanale attraverso la tecnica delle aste:
 - nelle **aste a tasso fisso** (attuate nei primi tre anni, 1999-2002), la BCE fissava il tasso e le assegnazioni di liquidità avvenivano pro-rata;
 - nelle **aste a tasso variabile**, il tasso era fissato dal mercato, ma non poteva scendere al di sotto del **tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principale**: era questo (fino alla crisi) il “tasso ufficiale” della BCE, che segnalava la sua politica monetaria;
 - dopo la crisi (fine 2008), il tasso è di nuovo **fisso** (*MRO rate*), ma **con piena aggiudicazione dell’importo**, ossia la Bce fornisce tutta la liquidità che il sistema chiede (a quel tasso).

Altri strumenti di politica monetaria

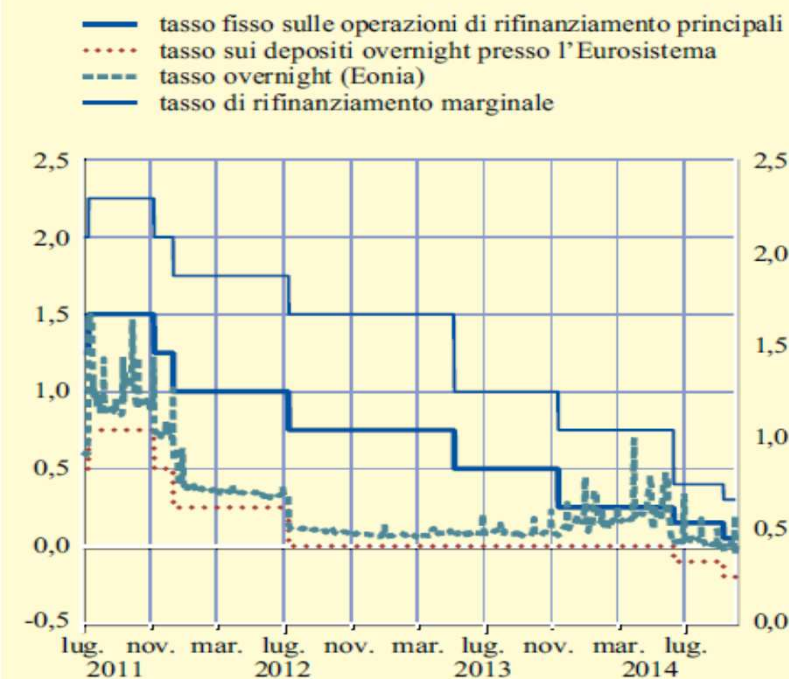
- Operazioni per la **gestione giornaliera della liquidità**: sono finalizzate a immettere o assorbire liquidità nel brevissimo termine (*overnight*).
- A seconda che le banche commerciali abbiano bisogno di liquidità a brevissimo termine oppure la vogliano depositare presso la Bce, possiamo distinguere
 - i. nelle operazioni di rifinanziamento marginale, si applica il **tasso *overnight* di rifinanziamento** (tetto dei tassi interbancari),
 - ii. nelle operazioni di deposito, si applica il **tasso *overnight* di deposito** (pavimento per i tassi interbancari),
 - Nel 2014 questo tasso è diventato negativo.
 - Questi due tassi determinano un “**corridoio**” attorno al tasso minimo (o fisso) di offerta.
- Altri strumenti:
 - **riserva obbligatoria**: deposito su base mensile pari al 2% (poi ridotto all'1%) del totale dei depositi degli istituti di credito e remunerata secondo il tasso medio delle operazioni di rifinanziamento principale;
 - operazioni sui **cambi**, gestione delle **riserve ufficiali**, supervisione dei **sistemi di pagamento**, ecc.

Tassi della BCE e del mercato monetario

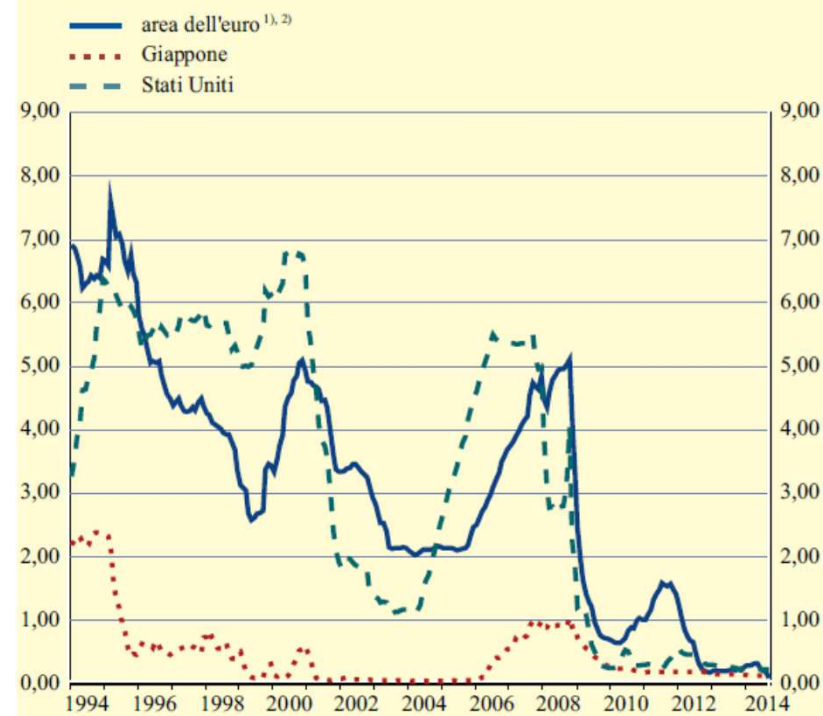
- Tasso fisso **sulle operazioni di rifinanziamento principale**, tasso di rifinanziamento marginale, tasso overnight di deposito.
- Tassi **di mercato**: *overnight* (Eonia, *fig. di sinistra*) e a 3 mesi (Euribor, *fig. di destra*).

Figura 10 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse overnight

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



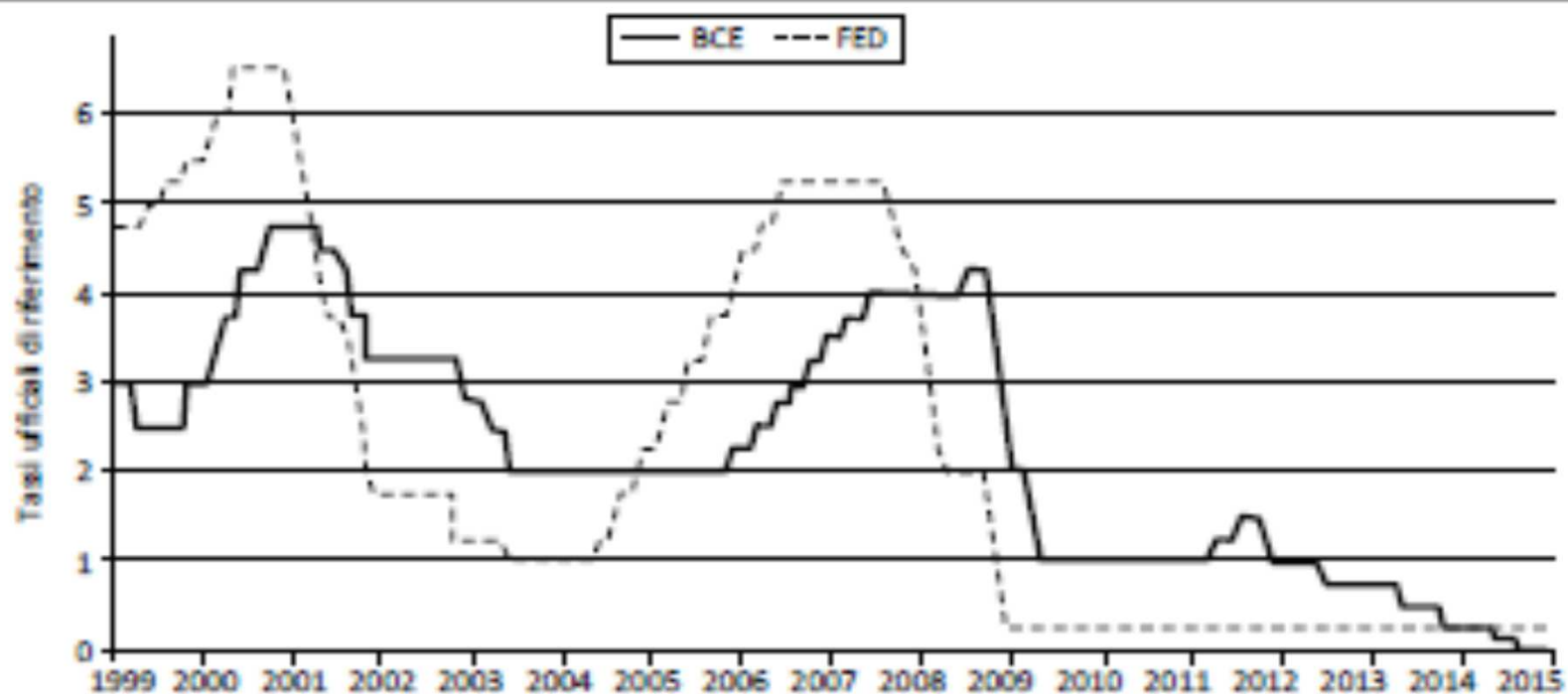
F24 Tassi di interesse del mercato monetario a tre mesi
(medie mensili; valori percentuali in ragione d'anno)



Evoluzione dei tassi nel lungo periodo

- I critici accusano la BCE di aver tenuto un comportamento **meno attivo**, rispetto ad es. alla FED.
 - Una prova sarebbe fornita dalle caute manovre di politica monetaria, ad es. riguardo alle **variazioni dei tassi ufficiali** (*v. grafico*). Anche durante l'ultima recessione, le azioni della FED sono state più tempestive e drastiche (con tassi nominali portati già a fine 2008 allo 0-0,25%).

Figura 17.4. – Tassi di riferimento della Bce e della Fed



Tassi storici della BCE e tassi previsti dalla “regola di Taylor”

- La BCE ribadisce che il **grado di attivismo** non si misura soltanto con la **frequenza** ed **ampiezza** delle manovre di politica monetaria.
 - Occorre tener conto del diverso contesto macroeconomico, delle diverse caratteristiche strutturali e istituzionali (rigidità dei mercati, ecc.).
- Risulta che i tassi di riferimento della BCE si sono collocati dal 2003 sempre **sotto i valori minimi** del *range* indicato dalla **regola di Taylor** (*vedi grafico*).
 - Anche le **aspettative di inflazione** sono state ancorate saldamente su valori sistematicamente inferiori a quelli del target (2%).
 - Anzi, negli ultimi anni (2014-15), troppo inferiori.
 - La **prevedibilità** a breve termine delle decisioni di PM, come incorporata nei tassi d'interesse del mercato monetario, è in genere stata buona.



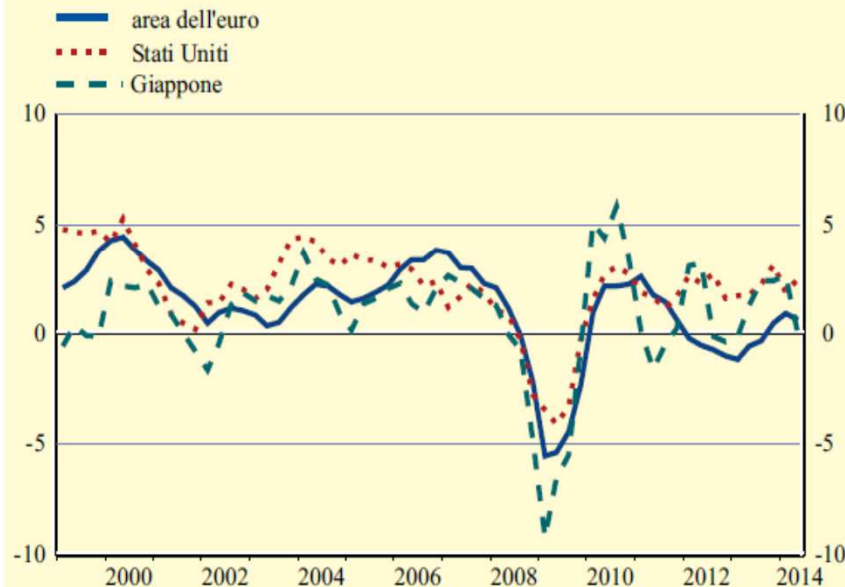
Fonte: BCE. Bollettino mensile, n.11, 2006.
Nota: l'area ombreggiata indica il tasso di interesse nominale minimo e quello massimo impliciti nella regola di Taylor tra quelli ottenuti utilizzando diverse misure statistiche dell'*output gap* e dell'inflazione.

Inflazione e crescita: Eurozona e confronti

- Il tasso d'inflazione (misurato in termini di IAPC) nell'Eurozona è stato per molti anni **vicino al target del 2%** (*v. grafico di destra*)
 - Gli **scostamenti** sono spesso dovuti a **cause esogene**; ad es. i rialzi del prezzo del petrolio, delle materie prime e dei prodotti alimentari (2007-08 e 2011). La **core inflation** è stata più stabile.
 - Una temporanea **deflazione** c'era stata nel 2009; la nuova deflazione (fine 2014 ed inizio 2015) ha condotto ai recenti tagli dei tassi ed al QE.
- La **crescita reale** (*grafico di sinistra*) dopo il 2009 è stata superiore negli USA.

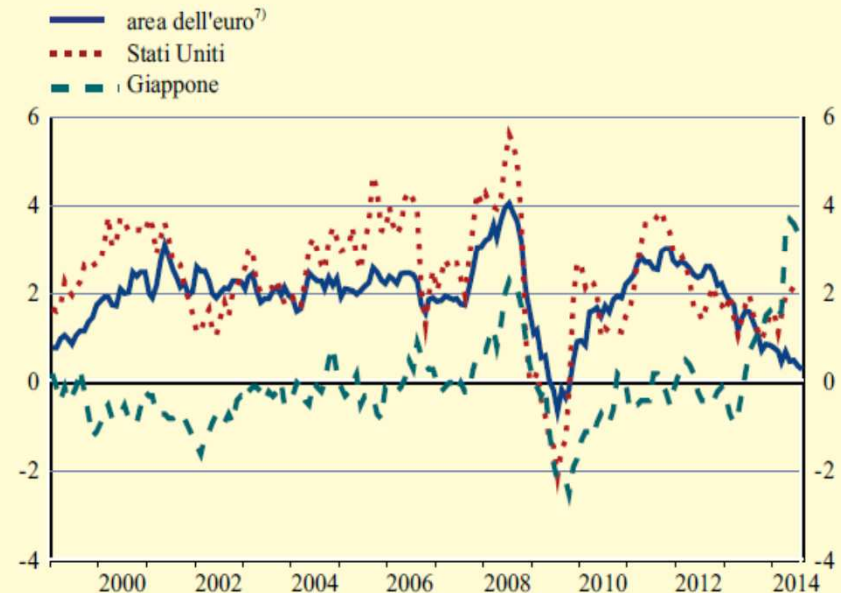
F41 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



F42 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



L'inflazione effettiva e percepita

- Un rialzo dell'inflazione molto discusso è quello coincidente con l'introduzione dell'euro nel 2002, il cd. **changeover**.
 - Le **approssimazioni** relative ai tassi di conversione hanno fatto crescere il livello dei prezzi "una tantum" (tra lo 0,3% e lo 0,9% secondo Eurostat). Alcuni operatori hanno approfittato del cambio di moneta per anticipare alcune variazioni di prezzo.
- L'indice d'**inflazione percepita** ha cominciato a divergere dall'inflazione misurata (IACP) proprio a partire dall'introduzione dell'euro. La divergenza è spiegata con il fatto che l'inflazione percepita si riferisce a **beni acquistati frequentemente**.
 - Anche **quotidianamente** (ad es. benzina, prodotti alimentari freschi, servizi di ristorazione, parrucchieri, ecc.), spesso con pagamento in contanti (*out-of-pocket*),
 - Invece lo IACP si riferisce ad oltre 100 categorie di prodotti, inclusi **beni durevoli** e spese poco frequenti (come le automobili o i computer), per i quali i prezzi aumentano meno o diminuiscono.
 - Comunque vi possono essere effetti sulle aspettative e sulla distribuzione del reddito.

Percezioni dei consumatori sull'inflazione nel passato e andamento effettivo dell'inflazione misurata sullo IACP

(saldi percentuali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



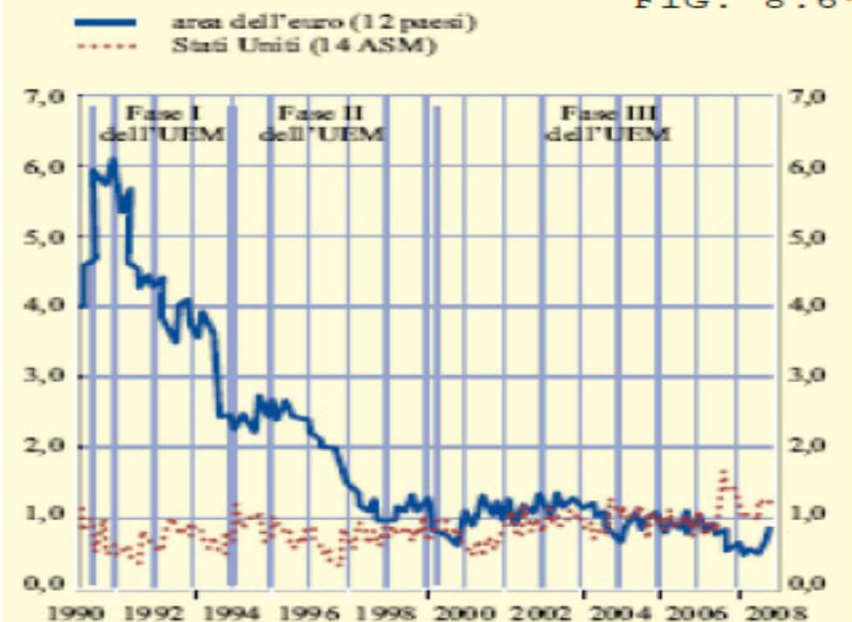
La dispersione dell'inflazione

- Un'UM dovrebbe condurre anche ad una **riduzione della dispersione** dei tassi d'inflazione.
 - Limitate **differenze** sono **compatibili con l'UM**, come avviene negli Usa (v. *grafico*) o perfino tra le regioni o le città di uno stesso paese.
 - Nell'Eurozona, la dispersione si era ridotta più negli anni di **convergenza** all'euro che dopo.
- Alcuni differenziali potrebbero **scompare** progressivamente:
 - grazie agli effetti della moneta comune sulla trasparenza ed efficienza dei mercati;
 - e al probabile aumento del grado di simmetria degli shock economici.
- L' **effetto Balassa-Samuelson** spiega invece la **persistenza dei differenziali nel tempo**:
 - un paese ad elevata crescita della produttività, per esempio un paese nella fase di *catching-up*, avrà una crescita salariale maggiore, che si estenderà anche ai settori *non-tradable* e causerà quindi un'inflazione più elevata.

Figura 5 Dispersione dei tassi di inflazione sui dodici mesi nei paesi dell'area dell'euro e nelle 14 aree statistiche metropolitane (ASM) degli Stati Uniti dal 1990

(deviazione standard non ponderata in punti percentuali)

FIG. 8.6



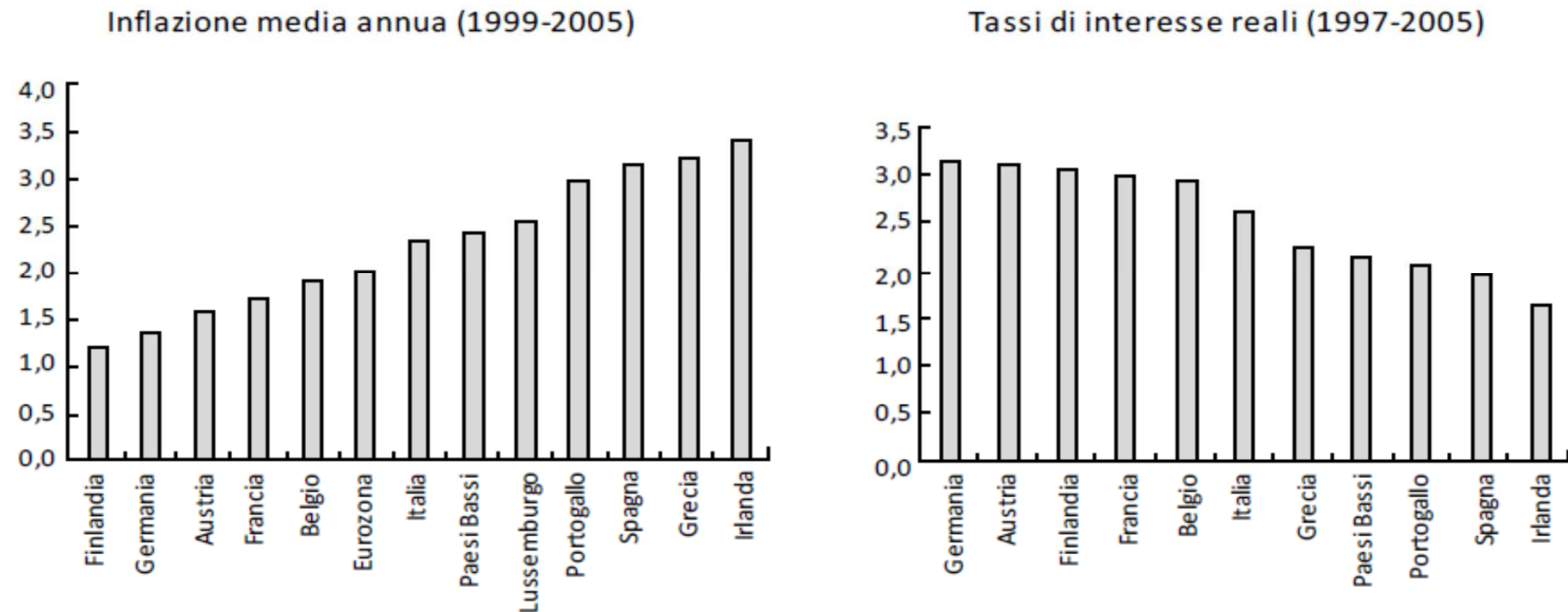
Fonte: elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat e US Bureau of Labour Statistics.

BCE, 10° Anniversario, giu.2008

Inflazione e tassi d'interesse reali

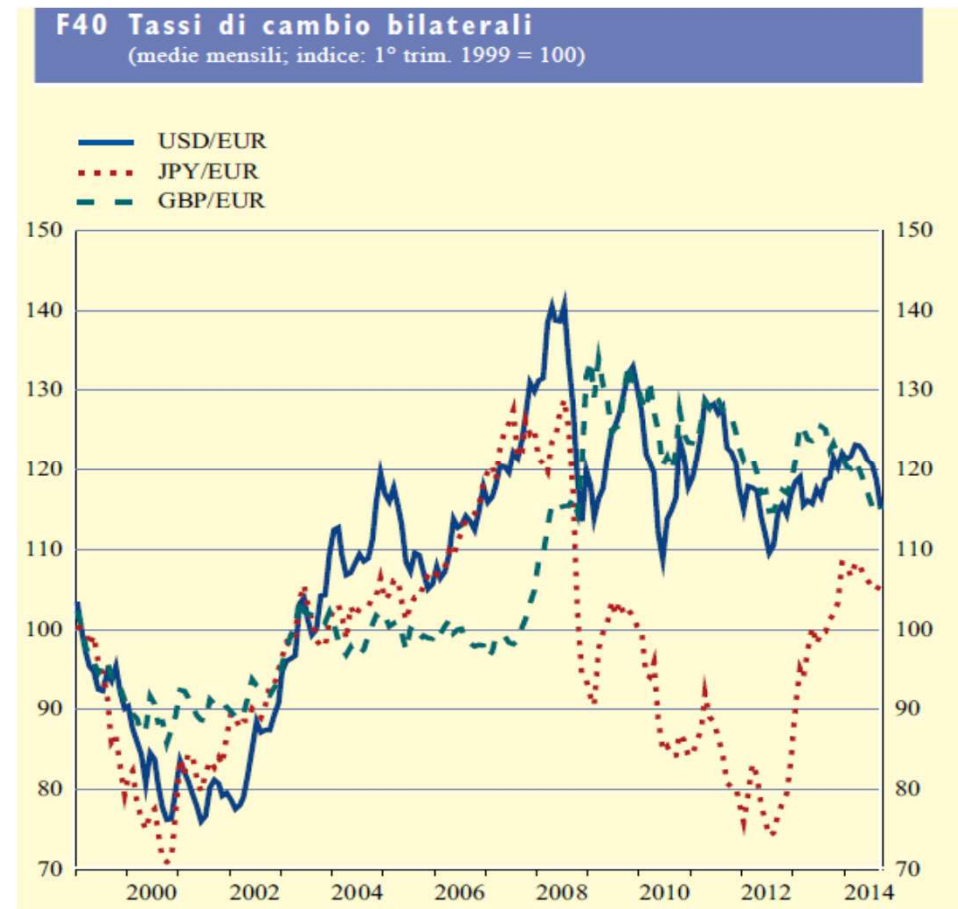
- Nel primo decennio dell'euro, **tassi più elevati di inflazione** (ma anche di crescita reale) c'erano nei paesi periferici, mentre all'estremo opposto troviamo il paese più grande, la Germania.
- Una conseguenza dei differenziali d'inflazione è che un tasso d'interesse nominale comune, fissato dalla BCE, si traduce in **diversi tassi d'interesse reali** (con effetti, ad esempio, sui prezzi delle abitazioni e sulla "bolla immobiliare").

Figura 17.9. – Tassi d'inflazione e tassi d'interesse reale



Il tasso di cambio dell'euro

- Il **cambio dell'euro**, pur non essendo un obiettivo ufficiale della politica monetaria europea, è importante anche per la BCE, perché può influenzare il tasso d'inflazione.
- Si notano elevate **oscillazioni** nel medio periodo e **volatilità** di breve periodo:
 - deprezzamento di circa il 30% nel primo biennio (da 1,1 a circa 0,8-0,9 \$ per € nel 2000-01),
 - per poi quasi raddoppiare rispetto ai valori minimi (massimo di circa 1,6 nell'estate 2008),
 - scendere allo scoppio della crisi e quindi oscillare tra 1,2 e 1,4;
 - poi attorno o poco sotto 1,1 nel 2015 (QE).

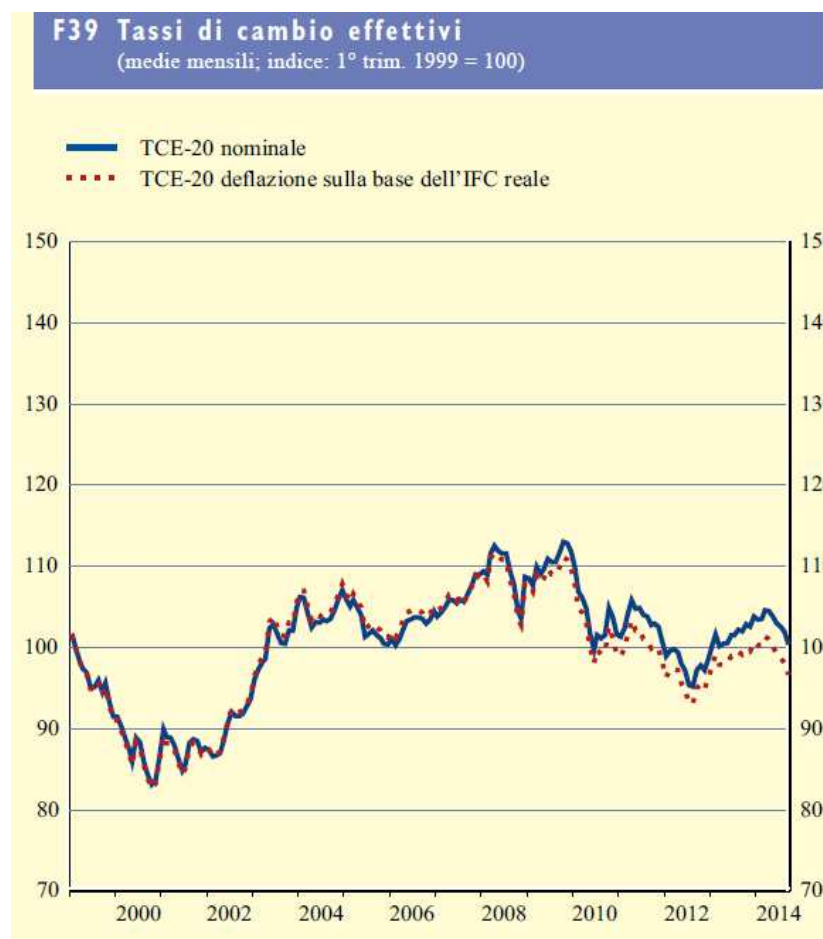


Possibili determinanti del cambio

■ Possibili **determinanti**:

- saldi della **bilancia dei pagamenti**,
- differenziali tra i **tassi d'interesse** a breve, che determinano i flussi di capitale,
- differenziali d'**inflazione** (importanti secondo la teoria della "parità dei poteri d'acquisto"),
- differenziali nelle potenzialità di crescita, nella flessibilità e concorrenzialità dei mercati, nelle **istituzioni**,
 - all'inizio dell'UME, per spiegare la debolezza dell'euro, ci si riferiva anche alla più generale debolezza del "sistema Europa": moneta comune non accompagnata da un "governo dell'economia",
 - problemi ripresentatisi con la **crisi dei debiti sovrani**.
- **aspettative** sulle politiche economiche
 - Oltre al QE, le aspettative di un rialzo dei tassi negli Usa hanno indebolito l'euro nel 2015.

■ **Cambio nominale effettivo** dell'euro nel grafico



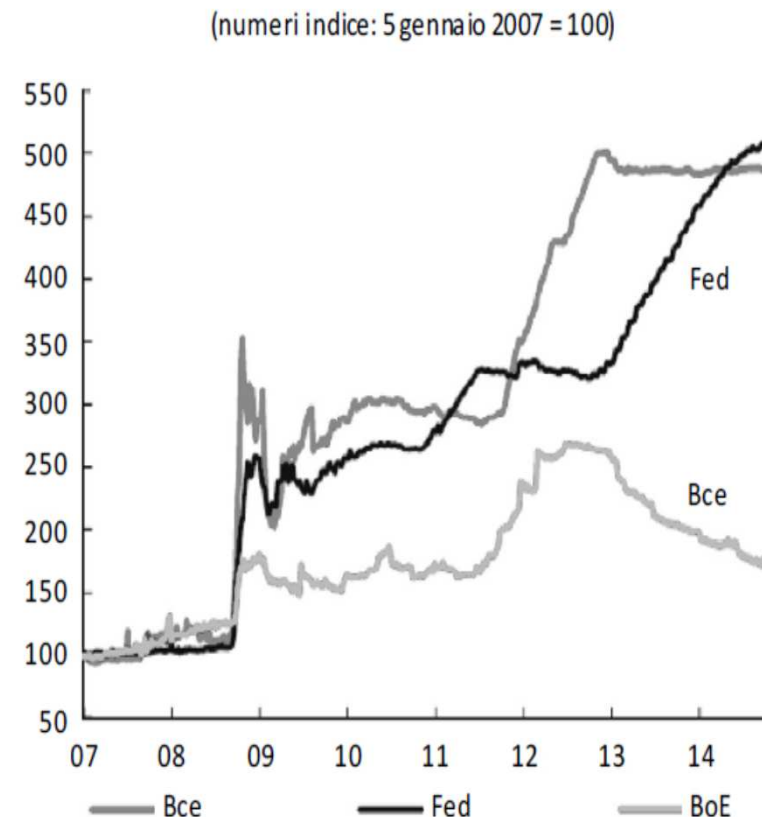
La crisi e le risposte di politica monetaria

- La **crisi finanziaria mondiale** si è sviluppata a partire dal 2007 e ha raggiunto il suo apice nel settembre 2008 (fallimento della Lehman Brothers).
- Alle turbolenze senza precedenti sui mercati finanziari, che cominciavano a deteriorare l'economia reale (la «Grande Recessione»: *cfr. cap. 19*), **le banche centrali risposero** abbastanza prontamente, memori degli errori commessi ai tempi della Grande Depressione degli anni '30.
- Una delle prime misure riguardò il **taglio dei tassi** di riferimento.
 - L'8 ottobre 2008 ci fu l'annuncio di un taglio **simultaneo** dei tassi ufficiali, da parte di sei tra le maggiori banche centrali del mondo.
 - A metà 2009, la Federal Reserve, la Bank of Japan, la Bank of England, la Bank of Canada, la Sveriges Riksbank e la Banca Nazionale Svizzera avevano abbassato i propri tassi fino a valori prossimi allo zero; la Bce, più cautamente, solo all'1% dalla primavera del 2009.
- La discesa dei tassi nell'Eurozona si è accentuata nel 2012-14, dopo la crisi dei debiti sovrani e la nuova recessione, toccando un minimo praticamente pari a **zero nel novembre 2014**.
- La **Bce** adottò subito varie misure, anche **non convenzionali**.
 - Intanto, già nel 2008, **aste a tasso fisso** con **piena aggiudicazione dell'importo**.
 - Altre misure: ampliamento delle attività cedibili come **collaterale** (inclusi titoli del debito sovrano con basso merito di credito); ampliamento del novero delle **controparti** idonee nelle operazioni dell'Eurosistema, ad es. la BEI (importante per i prestiti alle PMI); operazioni di **rifinanziamento a lungo termine** (a dodici mesi e più); operazioni di *swap* in valuta; acquisti di **cover bond** (a più riprese).
 - Misure non convenzionali temporaneamente rimosse a partire dal marzo 2010, ma poi reintrodotte ed aggiornate nel 2010-11 (dopo la crisi dei debiti sovrani).

I bilanci delle banche centrali

- Politiche più attive seguite da **altre b.c.** (*FED, Bank of England, Bank of Japan*), soprattutto attraverso misure non convenzionali di «Quantitative easing» (QE).
- Quando i tassi d'interesse nulli (*zero lower bound*), è più importante la **dimensione e composizione del bilancio della b.c.**
- Esaminando i **bilanci** di tre banche centrali (*cfr. fig.*), si nota che mentre quello della **Fed** si è continuamente ampliato da fine 2008 al 2014 (un andamento simile si riscontra per **Bank of England**), quello della **Bce** era aumentato più lentamente fino a metà 2012, per poi ritracciare nel 2013-14.
- Solo **dopo il QE** del 2015, c'è stata una forte **risalita** (non rilevata nel grafico).

Figura 17.11. – La dimensione dei bilanci della Bce, della Fed e della Bank of England



Le politiche monetarie negli Usa e in Giappone

- La **Fed** ha attuato ben **tre operazioni di QE** (alleggerimento quantitativo), secondo cui la banca centrale acquista attività finanziarie di vario tipo – **titoli pubblici, azioni o titoli privati** – dalle banche commerciali per rafforzare i loro bilanci e fornire liquidità al sistema.
 - Soprattutto all'inizio, subito dopo lo scoppio della crisi finanziaria; i titoli privati comprendevano anche obbligazioni cartolarizzate e perfino titoli "tossici".
 - **Tre tranche**: da novembre 2008 a marzo 2010, da marzo 2010 a giugno 2011 e da settembre 2012 a gennaio 2014; per un totale di 3500 mld. dollari. Si stima che da fine 2008 al 2014 gli Usa abbiano "stampato" moneta per un ammontare pari al 25% del loro Pil.
 - Poi è iniziato il "**tapering**", ossia la riduzione graduale degli acquisti (pari inizialmente a 85 mld. di dollari mensili), fino ad annullarsi (ottobre 2014).
 - Il **successo** di questa politica, accompagnata da una politica fiscale altrettanto espansiva, è testimoniato dall'ampio divario di **crescita**, dopo il 2009, tra Usa ed Eurozona. I timori di un rialzo dell'inflazione non si sono verificati.
- Il **Giappone**, specie durante il governo Abe, ha seguito un mix di politica monetaria ultra-accomodante (con l'impegno di mantenere nulli i tassi fin quando l'inflazione non sarebbe risalita al 2%).
 - Si stima che il Giappone in soli due anni abbia **creato moneta** pari al 44% del suo Pil.
 - Anche la **politica fiscale** è stata molto espansiva (gli elevati disavanzi hanno condotto il rapporto debito/Pil, già in crescita tendenziale, verso il 240%). Accompagnata da alcune riforme strutturali, per rilanciare l'economia.
 - La cosiddetta **Abenomics** ha avuto un chiaro successo in una prima fase, poi il ritorno a condizioni recessive nel corso del 2014 aveva suscitato critiche, ma riconferma della linea di politica economica (dopo il successo elettorale di Abe a dicembre 2014).

Misure della Bce dopo la crisi dei debiti sovrani

1. Decisione di **acquistare titoli di stato** emessi in euro sul **mercato secondario** (**SMP, Securities Market Program**), con contemporanea sterilizzazione:
 - Grecia da maggio 2010, altri PIIGS (inclusi Italia e Spagna) da agosto 2011 a fine anno.
2. Rifinanziamenti a lungo termine, (**LTRO, Long term refinancing operations**),
 - a 36 mesi ed al tasso fisso dell'1%; nelle due *tranche* di dicembre 2011 e febbraio 2012 assegnati circa 1.000 mld. euro (a favore di 520 e 800 banche rispettivamente).
3. **Outright monetary transactions (OMT)**, decise a settembre 2013:
 - acquisti di titoli pubblici fino a 3 anni, sempre sul mercato secondario, in funzione "anti-spread": misura risultata davvero decisiva per far scendere gli spread;
 - condizionali (richiesta al fondo *Esm*, firma di un "memorandum d'intesa", controlli sulle misure di aggiustamento); ma potenzialmente illimitati (e BCE non creditore privilegiato).
4. **Forward guidance**, dal luglio 2013:
 - strategia di comunicazione esplicita circa le intenzioni della b.c.: "La BCE si attende che i tassi di interesse rimangano agli attuali livelli, o a livelli ancor più bassi, per un prolungato periodo di tempo."
5. **Nuove misure** annunciate nel giugno 2014:
 - **Targeted long-term refinancing operations (TLTRO)**: circa 1.000 mld. euro fino a giugno 2016, a tassi d'interesse minimi (0.10% in più del tasso ufficiale), a 2 o 4 anni; con questa liquidità le banche devono dare prestiti a famiglie e imprese.
 - Acquisti di **asset backed securities (ABS)** e di **covered bonds**.
6. Il **Quantitative Easing (QE)**:
 - Annunciato a gennaio 2015 e partito a marzo 2015.

Le misure più importanti della Bce

- Il **piano "QMT"** (settembre 2012), pur non essendo stato ancora utilizzato da nessun paese, è stato decisivo per modificare le aspettative ed il sentiment dei mercati.
 - Questo piano fu deciso poche settimane dopo la dichiarazione di Draghi (fine luglio 2012): **"we shall save euro whatever it takes"**. La crisi dei debiti sovrani, che si era sviluppata fino a quel momento anche a causa dell'incertezza mostrata dagli organismi europei, segnò una svolta da quel momento, come risulta dagli andamenti degli spread (tra i tassi sui titoli pubblici dei paesi periferici e quelli tedeschi).
- Il **Quantitative Easing (QE)** deciso nel gennaio 2015 ("Programma ampliato di acquisto" è il nome ufficiale in italiano di questo QE).
 - Il piano di acquisti - necessariamente nel mercato secondario - **non** ha un **limite temporale** predefinito e neppure un importo complessivo massimo predeterminato.
 - Prevede comunque un importo minimo di 1140 mld. di euro, corrispondente ad **acquisti mensili di 60 mld. di euro**, da marzo 2015 a settembre 2016.
 - Il piano riguarderà prevalentemente **titoli di stato**, ma è anche esteso ad attività finanziarie emesse da **istituzioni europee sovranazionali** (BEI ed ESM), nonché a «covered bonds bancari» e «asset backed securities» (Abs);
 - Riguardo alla (discussa) **ripartizione del rischio** (ad es. in caso di perdite in conto capitale connesse a default o ristrutturazione del debito pubblico di uno o più paesi), la Bce si accolla solo il 20% del rischio mentre il restante 80% è sopportato dalle banche centrali nazionali.
- Con queste misure, il **bilancio della BCE** tornerebbe ai massimi livelli del 2012 (da 2 mila a 3 mila mld. di euro circa).
 - A dicembre 2015 prolungata la scadenza a marzo 2017 (e tasso sui depositi overnight a - 0,30%).

Effetti delle recenti politiche della Bce

- Nel complesso, possiamo giudicare **positivamente** l'azione della Bce (sotto la presidenza Draghi), che ha arginato i possibili "effetti catastrofici" della crisi finanziaria, anche in termini di possibile implosione dell'**euro**.
- Minor successo ha avuto la politica monetaria sulla **ripresa** dell'economia reale, sia a causa della sua titubanza iniziale sia per le contemporanee misure d'austerità implementate sul fronte fiscale.
- E' stata soprattutto l'evidenza di **deflazione** nell'Eurozona a fine 2014, assieme alla persistente stagnazione o recessione in diversi paesi periferici, a convincere la Bce a intraprendere un QE. Infatti era lo stesso **obiettivo primario** della stabilità dei prezzi ad essere minacciato.
- Il rischio è che, a causa della bassa domanda di credito (la situazione economica non giustifica investimenti da parte delle imprese o l'indebitamento delle famiglie), la liquidità – creata ad esempio con le TLTRO – potrebbe non arrivare ai destinatari finali.
- Ora si spera che l'aumento di quantità di moneta, derivante dalle **operazioni di QE**, possa ridurre il fenomeno del **razionamento del credito** e favorire l'effettuazione di investimenti da parte di imprese e famiglie.
- Inoltre, rilevanti effetti possibili riguardano livelli e aspettative relative ai tassi di interesse reale e al tasso di inflazione. Fra i diversi canali di trasmissione del QE all'economia reale, quello legato al **deprezzamento del cambio** si è già realizzato nel 2015.
 - il QE, se accompagnato da una **attenuazione delle politiche di austerità**, potrebbe forse migliorare la domanda aggregata effettiva.

La nuova vigilanza prudenziale

- In tutti i paesi, vi sono linee di difesa per **prevenire le crisi finanziarie**:
 - **regolamentazione prudenziale** a cui devono ottemperare le istituzioni finanziarie per un'efficace gestione del rischio e la sicurezza dei depositi raccolti, nonché per la divulgazione delle informazioni necessarie a promuovere la disciplina di mercato;
 - **vigilanza prudenziale**, tesa ad assicurare il rispetto di tali regole da parte delle istituzioni finanziarie;
 - **monitoraggio e valutazione** della stabilità finanziaria, per l'individuazione dei rischi nell'insieme del sistema finanziario.
- **Nell'UE nuova normativa** di vigilanza approvata nell'autunno 2010 (dopo le proposte del "gruppo de Larosière"). Dal 1.1.2011 sono operative:
 - tre nuove *Authorities* europee (**ESA, European Supervisory Authorities**) per la vigilanza finanziaria, che **coordinano e vigilano sulle autorità nazionali**;
 - in aggiunta al Consiglio europeo per i rischi sistemici (**European systemic risk board, ESRB**).
- Le ESA, l'ESRB e le autorità di vigilanza nazionali costituiscono l'**'European System of Financial Supervision** (ESFS).
 - L'obiettivo è di **migliorare la stabilità finanziaria nell'UE**, garantire che la stessa normativa tecnica di base sia applicata e fatta rispettare in modo uniforme, individuare precocemente i rischi presenti nel sistema e **consentire interventi congiunti** più efficaci nelle situazioni di emergenza e per la composizione delle controversie tra le autorità di vigilanza.

Le nuove *Authorities* europee

- Il Consiglio europeo per i rischi sistemici (***European systemic risk board, ESRB***) è responsabile per la “**vigilanza macro-prudenziale**”.
 - Deve controllare e valutare i rischi per la **stabilità del sistema finanziario nel suo insieme**. Deve vegliare sulla stabilità dell'economia e dei mercati e lanciare, in caso di necessità, allarmi preventivi.
 - Siedono nell'ESRB i vertici della BCE, delle banche centrali nazionali, delle autorità europee e nazionali di vigilanza. Ha sede a Francoforte, guidato per i primi 5 anni dal **presidente della BCE**.
- Le tre nuove ***Authorities*** europee responsabili per la “**vigilanza micro-prudenziale**”:
 1. una per le banche (***European Banking Authority, EBA***) con sede a Londra,
 - garantisce la stabilità del sistema finanziario, la trasparenza di mercati e prodotti finanziari, la tutela di depositanti ed investitori;
 2. una per assicurazioni e pensioni aziendali o professionali (***European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA***) con sede a Francoforte;
 3. una per i valori mobiliari (***European Securities and Markets Authority, ESMA***) con sede a Parigi
 - questa Autorità avrà anche poteri diretti di vigilanza sulle **agenzie di rating** e sui prodotti finanziari più a rischio (derivati, vendite allo scoperto).

Verso l'integrazione bancaria

- Le **nuove agenzie** europee hanno quindi il **potere di**:
 - verificare la compatibilità delle decisioni nazionali con la normativa europea, mediare nelle vertenze tra i supervisor nazionali ed emettere decisioni vincolanti in caso di persistenti disaccordi tra loro;
 - controllare l'operato di istituti e prodotti finanziari, valutandone l'impatto sui mercati (con possibilità di vietarli in casi estremi).
- **Critiche** al nuovo sistema:
 - supervisione ancora nazionale;
 - troppe *authorities*.
- Obiettivi più ambiziosi a seguito della decisione del **Consiglio europeo** del 28-29 giugno 2012 (documento del Presidente Van Rompuy o dei «4 Presidenti»), per una **maggiore integrazione** (*cfr. cap. 19*):
 - (i) unione bancaria, (ii) unione di bilancio, (iii) completamento dell'unione economica, (iv) unione politica? (rafforzamento della legittimità democratica).
- Riguardo all'**unione bancaria**:
 - **Obiettivi**: spezzare il legame tra banche e debito sovrano; ridurre i rischi di contagio derivanti dall'interconnessione dei mercati finanziari; rendere più efficace la trasmissione della politica monetaria (superando la frammentazione dei mercati e la differenziazione dei tassi).
 - Poggia su tre pilastri (prossime due *slides*).

L'unione bancaria: il supervisore unico

1. Sistema di **supervisione unico** (*Single Supervisory Mechanism*)

- Entrato in vigore a novembre 2014
 - Potranno aderire anche i paesi non dell'Eurozona (ma rinuncia UK, Svezia, Ungheria, Rep. Ceca)
- Vigilanza attribuita alla **BCE** (al cui interno opererà un apposito *Supervisory Board*), responsabile per i **key supervisory tasks**, anche con potere ispettivo e sanzionatorio (fino alla chiusura delle banche non in regola);
 - le autorità nazionali avranno un ruolo preparatorio ed esecutivo (o di supervisione minore); l'EBA rimarrà in vita con meno poteri (ma per l'intera UE).
- Quali banche?
 - Difficile compromesso: la supervisione non riguarderà tutte le banche (circa 6000 nell'Eurozona), ma solo quelle **più grandi** di rilevanza sistemica (con oltre 30 mld. euro di attivo o un fatturato >20% del pil o molte attività *cross-border*), ossia circa 120 banche;
 - le altre saranno ancora sotto la supervisione delle autorità nazionali (ma con controlli della BCE in caso di problemi),
- Valutazione sul sistema bancario da parte della BCE:
 - Esito: ottobre 2014. Secondo l'**asset quality review** bocciate 25 banche (9 italiane) con riferimento ai bilanci del 31.12.2013 (ma 4 su 13 tenuto conto della azioni di ricapitalizzazione attuate); **stress test** per le banche basati su scenario macroeconomico sfavorevole (alla fine necessita immediate di nuovi capitali per due banche italiane).

L'unione bancaria: le crisi bancarie

2. Sistema di **gestione delle crisi bancarie**:

- Accordo raggiunto (marzo 2014) per un **Single resolution Mechanism** (composto da BCE, Commissione, autorità nazionali) e di un Fondo europeo di risoluzione delle crisi (di ca. 55-70 mld. euro)
 - I fondi, finanziati con tasse sulle banche, saranno in parte mutualizzati (40% nel secondo anno ed in modo crescente fino a 8 anni). Schemi di risoluzione, proposti dalla BCE ed approvati dalla sola Commissione (per rapidità delle decisioni sulle banche).
- Prima della ricapitalizzazione diretta delle banche da parte del Fondo ESM (*cfr. cap. 19*), vi sarà il **bail-in**, con partecipazione iniziale ai salvataggi dei privati e dei singoli Stati, seguendo (proposta della Commissione) questo ordine:
 - i. i **privati** (nell'ordine azionisti, obbligazionisti, grandi depositanti) parteciperanno alla ristrutturazione di una banca in default fino all'8% dei suoi debiti;
 - ii. gli **Stati sovrani** (attraverso un Fondo di risoluzione nazionale) con interventi fino al 5% dei debiti (previa autorizzazione della Commissione);
 - iii. poi interverrà il **fondo ESM** (disponibili fino a 60 mld. Euro).

3. Meccanismo comune di **garanzia dei depositi**.

- Proposta di un Fondo comune europeo finanziato dalle banche. Per ora garantiti importi fino a 100 mila euro.