

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

Politiche Monetarie non Convenzionali:

Un'analisi del Securities Markets Programme

E dell'Outright Monetary Transactions

Relatore

*Prof. Nicola Borri*

Candidato

*Dario Occhipinti*

Matr. 160121

ANNO ACCADEMICO

2012/2013



# INDICE

## Introduzione

<u>Premessa</u>	<u>4</u>
<u>La Crisi Finanziaria del 2007</u>	<u>5</u>

## Capitolo Primo

*Una panoramica sulla Politica Monetaria della Banca Centrale Europea*

<u>1.1 L'approccio europeo alla politica monetaria</u>	<u>8</u>
<u>1.2 Gli strumenti di politica monetaria</u>	<u>9</u>

## Capitolo Secondo

*IL SECURITIES MARKETS PROGRAMME*

<u>2.1 Introduzione</u>	<u>11</u>
<u>2.2 Caratteristiche tecniche</u>	<u>11</u>
<u>2.2.1 Controparti e strumenti di debito acquistabili</u>	<u>12</u>
<u>2.2.2 La sterilizzazione</u>	<u>14</u>
<u>2.3 L'esecuzione del programma</u>	<u>16</u>
<u>2.4 Gli Effetti</u>	<u>18</u>
<u>2.5 Finalità del programma</u>	<u>21</u>
<u>2.6 Conclusioni</u>	<u>22</u>

## Appendice

<u>Effetti annunci delle principali politiche monetarie dal 2007 al 2012</u>	<u>24</u>
--	-----------

## **Capitolo Terzo**

### *L'OUTRIGHT MONETARY TRANSACTIONS*

<u><i>3.1 Una premessa doverosa</i></u>	<u>28</u>
<u><i>3.2 Introduzione</i></u>	<u>29</u>
<u><i>3.3 Caratteristiche tecniche</i></u>	<u>29</u>
<u><i>3.3.1 L'accordo con l' European Stability Mechanism</i></u>	<u>30</u>
<u><i>3.3.2 I titoli acquistabili</i></u>	<u>32</u>
<u><i>3.4 Effetti</i></u>	<u>35</u>
<u><i>3.5 Luci ed ombre</i></u>	<u>38</u>
<u><i>3.5.1 la "ridistribuzione di liquidità"</i></u>	<u>39</u>
<u><i>3.5.2 La sospensione del programma: è veramente possibile?</i></u>	<u>42</u>
<u><i>3.6 Finalità</i></u>	<u>45</u>

## **Appendice**

<u><i>European Stability Mechanism</i></u>	<u>47</u>
--	-----------

## **Conclusione**

<u><i>Conclusione</i></u>	<u>49</u>
---------------------------	-----------

## **Bibliografia**

# **PREMESSA**

In questa Tesi, dopo una breve descrizione della politica monetaria europea, analizzeremo due politiche non convenzionali attuate dalla Banca Centrale Europea :

- 1) **II SECURITIES MARKETS PROGRAMME ( SMP)**
- 2) **L'OUTRIGHT MONETARY TRANSACTIONS (OMT)**

Concentreremo l'analisi di questi due programmi secondo un determinato schema logico:

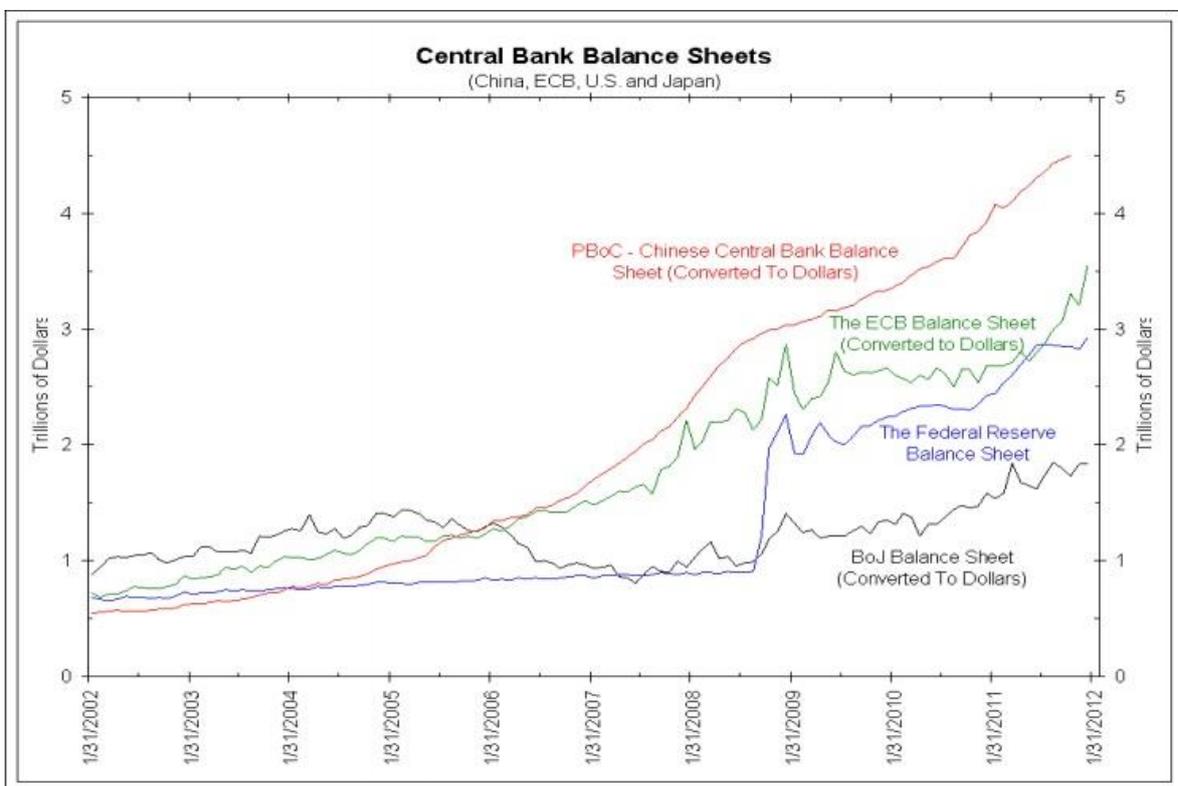
- 1) Prima di tutto verranno evidenziate e trattate le loro caratteristiche tecniche,
- 2) Verrà data, successivamente, molta attenzione agli effetti che la BCE ha ottenuto con la loro attuazione,
- 3) Si vedranno, poi, alcune particolarità dei programmi stessi,
- 4) Verranno analizzati, infine, le finalità ufficiali e quelle più o meno nascoste di queste politiche monetarie non convenzionali.

Prima di procedere allo studio di questi due programmi daremo uno sguardo al quadro economico dal 2007 all'oggi evidenziando il ruolo delle banche centrali nel combattere la crisi finanziaria.

## LA CRISI FINANZIARIA DEL 2007

Dopo lo scoppio della crisi del mercato immobiliare del 2007, il fallimento di Lehman Brothers del 15 settembre 2008 e dopo l'espansione della crisi in Europa e nel resto del mondo, le banche centrali dei vari Stati hanno iniziato ad intervenire in modo più deciso nel settore finanziario, con misure standard e con politiche non convenzionali, con lo scopo di stabilizzare i mercati finanziari.

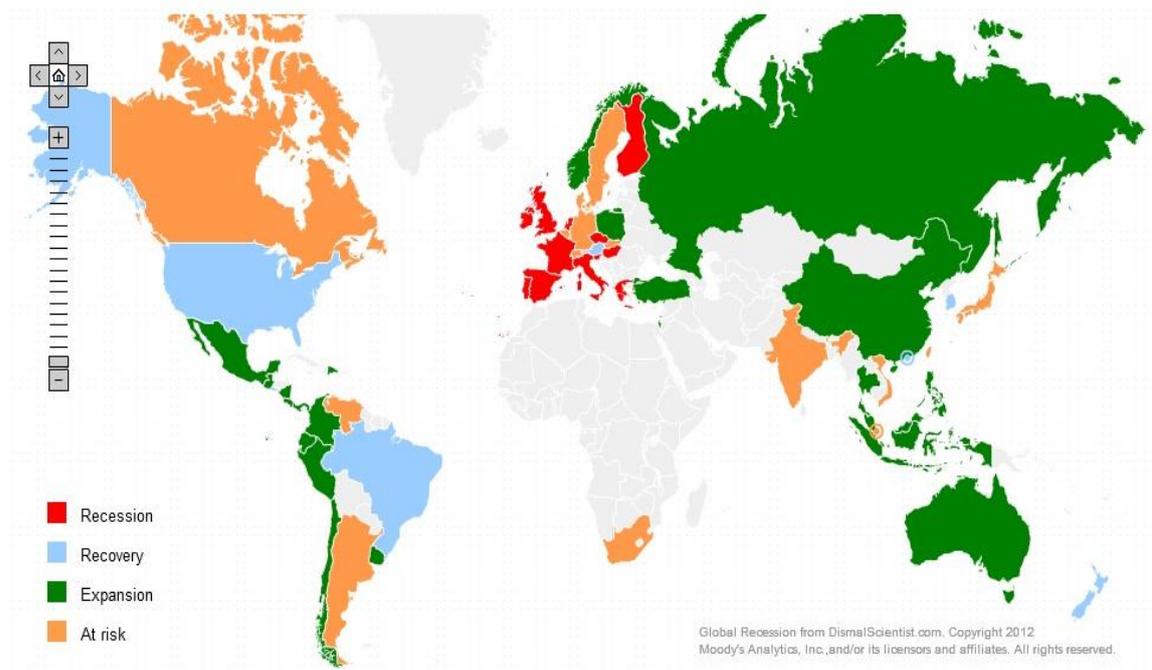
Questi maggiori interventi delle banche centrali hanno provocato una naturale esplosione dei bilanci delle banche stesse, come è possibile notare dal grafico sottostante<sup>1</sup>.



La Banca Centrale Europea ha, naturalmente, svolto un ruolo molto importante per cercare di ridurre il più possibile il contagio della crisi sul nostro sistema finanziario procedendo sia con politiche monetarie "standard" con la diminuzione del tasso d'interesse obiettivo ( dal 4.00% di dicembre 2007 al 2.5% di dicembre 2008 al 1.00% di maggio 2009 allo 0.5% di maggio 2013) sia con politiche monetarie non convenzionali, come possiamo notare nel prossimo grafico.

<sup>1</sup> Grafico preso dalle slides del corso di Economia dei Mercati e degli Intermediari finanziari tenuto da Borri Nicola "12\_mishkin\_2011\_strumenti\_obiettivi\_politica\_monetaria"





Per la fine del 2013 la maggior parte degli Stati Europei sono ancora visti in recessione mentre per il 2014 si prevede una moderata ripresa<sup>3</sup>. Questa breve premessa serve per farci capire meglio il quadro economico in cui la BCE ha deciso di avviare i due programmi che sono analizzati in questa sede.

---

<sup>3</sup> Si veda "economic forecasts" del 03/05/2013 della Commissione Europea

# Capitolo Primo

## Una panoramica sulla Politica Monetaria della Banca Centrale Europea

### *1.1 L'approccio europeo alla politica monetaria*

La politica monetaria della Banca Centrale Europea (BCE) si basa su tre elementi principali:

- 1) Una definizione quantitativa dell'obiettivo primario,
- 2) Due pilastri:
  - a. L'analisi economica,
  - b. L'analisi monetaria.

Nel Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (art. 127) viene stabilito che “**l'obiettivo primario** del Sistema Europeo delle banche centrali (SEBC) è il mantenimento della stabilità dei prezzi”<sup>4</sup>.

Il Consiglio direttivo, nel 1998, afferma che, per stabilità dei prezzi si intende “un aumento sui dodici mesi dell' Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo (IAPC) dell'area euro inferiore al 2% e che tale stabilità deve essere mantenuta su un orizzonte temporale di medio periodo”<sup>5</sup>.

Sempre il Consiglio direttivo, del 8 maggio 2003, chiarisce inoltre che manterrà il tasso di inflazione su “livelli inferiori, ma prossimi, al 2% nel medio periodo”<sup>6</sup>.

L'approccio basato su due pilastri è stato pensato per poter avere una visione completa , in termini di breve, medio e lungo periodo, dei rischi alla stabilità dei prezzi in modo da permettere alla BCE di poter attuare delle politiche monetarie ben ponderate senza tralasciare nessun elemento.

**L'analisi economica** si concentra sulla stabilità dei prezzi di *breve e medio* periodo, tenendo sotto controllo gli andamenti economici e finanziari attuali e i loro possibili sviluppi. Più precisamente, vengono analizzate variabili macroeconomiche come: la

---

<sup>4</sup> Si veda “Versione consolidata del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea”

<sup>5</sup> Si veda il Bollettino mensile della BCE del gennaio 1999

<sup>6</sup> Si veda il Bollettino mensile della BCE del giugno 2003

domanda e l'offerta aggregata e le loro componenti, le politiche fiscali effettuate dai vari stati membri, le condizioni del mercato del lavoro, i tassi di cambio, la bilancia dei pagamenti e così via; con lo scopo di prevedere l'andamento del mercato reale e i possibili effetti di breve e medio periodo sul livello dei prezzi.

**L'analisi monetaria**, invece, si focalizza sulla stabilità dei prezzi nel *lungo* periodo sfruttando la relazione fra la crescita dello stock di moneta e l'inflazione.

Essa viene effettuata vigilando la crescita di un aggregato monetario ampio, M3, e i suoi scostamenti da un valore di riferimento. Lo studio della crescita di M3 “non rappresenta più un obiettivo intermedio, ma un indicatore anticipatore della dinamica dei prezzi”<sup>7</sup>.

Lo scostamento fra la crescita di M3 e il suo valore di riferimento non implica, quindi, un cambiamento della politica monetaria ma un'analisi per capire gli effetti sulla stabilità dei prezzi nel lungo periodo<sup>8</sup>.

## ***1.2 Gli strumenti***

La Banca centrale Europea, con la strategia di politica economica, determina i tassi di interesse a breve termine con lo scopo di ottenere la stabilità dei prezzi di medio periodo mentre l'implementazione della politica monetaria avviene tramite tre principali strumenti<sup>9</sup>:

- 1) Le operazioni di mercato aperto,
- 2) Le operazioni attivabili della controparte (o standing facilities),
- 3) La riserva obbligatoria.

Le **operazioni di mercato aperto**, si svolgono su iniziativa della BCE, vengono effettuate per immettere o drenare liquidità nel sistema economico richiedendo come contropartita dei Collaterali ( es. Titoli di Stato). Esistono varie tipologie di operazioni di mercato aperto che possono essere temporanee, con scadenze diverse, o definitive ( si veda la tabella 1.1). Questo strumento serve per stabilizzare i tassi di interesse, segnalare l'orientamento della politica monetaria e gestire la liquidità nel sistema economico.

---

<sup>7</sup> Giorgio Di Giorgio in “Lezioni di Economia Monetaria”

<sup>8</sup> Bisogna, inoltre, tener conto che alcune volte la crescita “anomala” degli aggregati monetari può dipendere da alcuni shock temporanei

<sup>9</sup> Per un'analisi dettagliata degli strumenti della BCE si legga “ The monetary policy of the ECB” 2011

Le “**standing facilities**”, invece, sono delle operazioni attivabili dalle controparti le quali richiedono liquidità, che ad esempio non riescono a trovare nel mercato interbancario, oppure investono la liquidità in eccesso a tassi prefissati con una durata Overnight (si veda la tavola 1.1).

Questo strumento ha lo scopo di regolare il mercato dei prestiti interbancari cercando di stabilizzare il tasso interbancario (EONIA)

stabilendo un corridoio nel quale esso si può muovere.

Infine con lo strumento della **riserva obbligatoria** gli istituti di credito devono detenere sui conti aperti presso le banche centrali nazionali della liquidità, la quale è in ogni caso remunerata ad un tasso fisso, in proporzione alle loro passività ( si veda la tabella 1.2).

Questo strumento ha due scopi principali:

- 1) La stabilizzazione del tasso di interesse del mercato monetario;
- 2) L’ampliamento del fabbisogno di liquidità del sistema bancario;

Tavola 1.1 Operazioni di mercato aperto e operazioni attivabili su iniziativa delle controparti				
Operazioni di politica monetaria	Tipi di transizioni		Scadenza	Frequenza
	Immissione di liquidità	Assorbimento di liquidità		
<b>Operazioni di mercato aperto</b>				
Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni temporanee	–	Una settimana	Settimanale
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni temporanee	–	Tre mesi	Mensile
Operazioni di regolazione puntuale	Operazioni temporanee	Operazioni di swap in valuta	Non standardizzata	Non regolare
		Operazioni di swap in valuta		
	Acquisti definitivi	Raccolta di depositi a tempo determinato Operazioni temporanee Vendite definitive		
Operazioni di tipo strutturale	Operazioni temporanee	Emissioni di certificati di debito	Standardizzata/non standardizzata	Regolare e non regolare
	Acquisti definitivi	Vendite definitive		Non regolare
<b>Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti</b>				
Operazioni di rifinanziamento marginale	Operazioni temporanee	–	Overnight	Accesso a discrezione delle controparti
Operazioni di deposito presso la banca centrale	–	Depositi	Overnight	Accesso a discrezione delle controparti

Table 1.2 Credit institutions' liabilities included in the reserve base	
(stock levels as at the end of January 2011; EUR billions)	
<b>(A) Liabilities to which a 2% reserve ratio is applied</b>	
Deposits (including overnight deposits, deposits with an agreed maturity up to two years and deposits redeemable at a period of notice of up to two years)	9,840.2
Debt securities issued with a maturity of up to two years (including money market paper)	651.6
Sub-total (A)	10,491.8
<b>(B) Liabilities to which a zero reserve ratio is applied</b>	
Deposits (including deposits with an agreed maturity of over two years and deposits redeemable at a period of notice of over two years)	2,780.6
Debt securities issued with a maturity of over two years	4,356.0
Repurchase agreements	1,395.8
Sub-total (B)	8,532.4
<b>Total reserve base (A)+(B)</b>	<b>19,024.1</b>

## **CAPITOLO SECONDO**

### **IL SECURITIES MARKETS PROGRAMME**

#### ***2.1. Introduzione***

Il Consiglio Direttivo della BCE, il 10 maggio 2010, ha annunciato, fra le altre misure<sup>10</sup>, l'avvio del Securities Markets Programme (da qui in poi verrà chiamato anche "SMP" o "programma") con lo scopo di assicurare profondità e liquidità in alcuni segmenti dei mercati finanziari, soprattutto quello dei titoli di Stato dei paesi membri, e di ristabilire una corretta trasmissione della politica monetaria<sup>11</sup>.

L'annuncio di questa nuova politica non convenzionale, come avremo modo di analizzare meglio nel paragrafo 2.3, ha riportato, temporaneamente, ottimismo nei mercati finanziari invertendo il trend di mercato, riducendo gli Spread fra i titoli di stato dei cosiddetti "PIIGS" e la Germania e riportando gli acquisti in vari settori (es. settore bancario).

#### ***2.2. Le caratteristiche tecniche***

Nonostante l'importanza di questa politica monetaria non convenzionale, soprattutto nel pieno della crisi, i membri del Consiglio Direttivo, Jean-Claude Trichet in primis, non hanno mai dato delle informazioni dettagliate sul programma (ad esempio abbiamo saputo la composizione dei titoli acquistati tramite il SMP solamente il 21 febbraio 2013, cinque mesi dopo la sua conclusione). La motivazione di questa "mancanza di trasparenza" possiamo ritrovarla nella volontà della BCE di rafforzare la sua indipendenza e il suo ruolo di operatore attivo nel sistema economico.

Il documento che istituisce il Securities Markets Programme<sup>12</sup> ci fornisce le caratteristiche principali del programma. Inoltre, nei giorni seguenti al suo annuncio l'ex presidente della

---

<sup>10</sup> Si Veda "PRESS RELEASE 10 May 2010 ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets"

<sup>11</sup> Si ha una corretta trasmissione di politica monetaria quando le decisioni prese dalla BCE producono gli effetti voluti sull'economia e/o sui mercati finanziari.

<sup>12</sup> "Decision of the European Central Bank of 14 May 2010 establishing a securities markets programme"

BCE, Jean-Claude Trichet, ha fornito maggiori informazioni e migliori spiegazioni, nelle varie conferenze stampa<sup>13</sup>, interviste<sup>14</sup> e lezioni<sup>15</sup>.

Le indicazioni date da Trichet avevano un duplice obiettivo:

1. Da una parte dare maggior informazioni sul programma,
2. Dall'altra parte tranquillizzare gli avversi a qualsiasi forma di alleggerimento quantitativo rimarcando il fatto che la BCE non stesse aumentando la quantità di moneta in circolazione continuando a tenere sotto controllo l'inflazione nell'area euro.

Le principali caratteristiche e finalità del SMP sono le seguenti:

1. Il programma poteva acquistare titoli di debito pubblico sul mercato *secondario* e titoli di debito di altri soggetti sul mercato *primario e secondario*,
2. la liquidità immessa nel sistema sarebbe stata totalmente ri-assorbita,
3. il programma sarebbe stato temporaneo e limitato nella sua portata<sup>16</sup>,
4. lo scopo principale era di assicurare profondità e liquidità ad alcuni segmenti di mercato e di ristabilire una corretta trasmissione della politica monetaria

### ***2.2.1. Controparti e strumenti di debito acquistabili***

Il Securities Markets Programme, come detto in precedenza, poteva acquistare titoli di debito, a titolo definitivo, con determinate caratteristiche:

1. I titoli dovevano essere denominati in Euro,
2. Dovevano essere emessi da :
  - a. Governi Nazionali o da enti pubblici di stati membri che hanno l'euro come valuta nazionale,
  - b. Altri enti costituiti nell'area euro che soddisfino i criteri stabiliti dalle linee guida della Banca Centrale Europea<sup>14</sup>.

---

<sup>13</sup> Si veda ad esempio la conferenza stampa, post decisione di politica monetaria, del 10 giugno 2010

<sup>14</sup> Si veda ad esempio "Interview with Jean-Claude Trichet, President of the ECB, and Handelsblatt" del 12 maggio 2010

<sup>15</sup> Si veda "The great financial crisis: Lessons for financial stability and monetary policy" del 20 maggio 2010

<sup>16</sup> Questa caratteristica è stata data dall'attuale presidente della BCE nella conferenza stampa post decisione di politica monetaria del 3 novembre 2011

I titoli di debito emessi dai Governi nazionali potevano essere acquistati solamente sul mercato secondario in virtù del vincolo a cui la BCE deve sottostare, ovvero il divieto di partecipare al mercato primario dei titoli di stato dei paesi membri<sup>17</sup>. Da notare, inoltre, che sebbene il programma permetteva l'acquisto, sul mercato primario e secondario, dei titoli di altri enti costituiti nell'area euro, la BCE, ha acquistato solo titoli di Stato privilegiando, fra l'altro, quelli con scadenze lunghe.

Le controparti idonee ai fini del programma erano:

- 1) Tutte le controparti idonee per le operazioni di politica monetaria<sup>18</sup>,
- 2) Ogni altra parte utilizzata dalle banche centrali dell'Eurosistema per l'investimento del proprio portafoglio.

Vorrei soffermarmi, prima di continuare la nostra analisi del SMP, sulla preferenza della BCE di acquistare titoli con scadenza lunghe invece di quelli a scadenza breve<sup>19</sup>.

Innanzitutto è necessario spiegare il trade-off implicito, per gli Stati o qualsiasi ente che ha necessità di prendere capitali a prestito, nella scelta di finanziarsi a breve o a lungo termine.

Normalmente i tassi di interesse a breve termine sono più bassi di quelli a lungo ( si avrà modo di tornare sull'argomento nel box 3.1) quindi dovrebbe risultare più appetibile per un soggetto finanziarsi a breve termine in maniera da pagare minori interessi sul prestito ottenuto. Il problema è che, così facendo, il soggetto è meno "stabile" finanziariamente dovendo rinnovare più spesso il prestito, infatti, esso rischia di:

1. Non riuscire a trovare, ogni volta, la liquidità necessaria sui mercati finanziari (**rischio di liquidità**),
2. I tassi di interesse nel breve periodo sono più volatili di quelli a lungo e si rischia di dover rinnovare il prestito pagando degli interessi più alti (**rischio d'interesse**),
3. Nel caso in questione i nostri soggetti economici sono Stati Nazionali con ingenti debiti pubblici da dover rifinanziare, rinnovare spesso o molto frequentemente parte del debito significa essere sempre sotto osservazioni dai mercati finanziari e potrebbe esserci la possibilità di rimanere soggiogati dai mercati stessi.

---

<sup>17</sup> Art 123 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea

<sup>18</sup> Si veda "Guideline BCE/2000/7"

<sup>19</sup> Naturalmente si tratta di una personale opinione di chi scrive, ricordando il tentativo di Trichet di tenere il SMP il più possibile nascosto dai mercati, dagli operatori e dall'opinione pubblica.

La BCE, quindi, preferendo scadenze più lunghe sceglie di dare maggiore stabilità agli Stati stessi permettendo loro di finanziarsi a lungo termine con tassi d'interesse più bassi in modo da allentare le tensioni sulle loro emissioni di nuovo debito pubblico creando così in circolo virtuoso.

### **2.2.2. La sterilizzazione**

Una delle caratteristiche più importanti del SMP e più volte sottolineata dall'ex presidente della BCE, Jean-Claude Trichet, è la sterilizzazione della liquidità immessa.

In molti interventi pubblici, infatti, Trichet ha più volte sottolineato che il SMP non fosse un'operazione di Quantitative Easing come quelli effettuati dalla Bank of England o della Federal Reserve<sup>20</sup>.

Le ragioni di questa particolarità del programma sono sia da riscontrarsi nell'obiettivo finale della banca centrale, ovverosia la stabilità dei prezzi, (il 19 maggio 2010 Trichet lo sottolinea dicendo: *"Price stability is not only the primary objective set out in the Treaty, but also what our democracies, the people of Europe are asking us"*<sup>21</sup>) sia nel tentativo di coinvolgere e tranquillizzare la Banca Centrale Tedesca da sempre paladina della lotta contro l'inflazione<sup>22</sup> e da sempre contraria a qualsiasi tipo di alleggerimento quantitativo.

La BCE per riassorbire la liquidità immessa con il SMP ha utilizzato e utilizza i "fixed-term deposit" (si veda box 2.1 per un approfondimento) con scadenza settimanale. Ogni lunedì la BCE annuncia lo svolgimento di una operazione di "fine-tuning" con lo scopo di raccogliere, tramite una procedura ad "asta veloce" e a tasso variabile, la liquidità immessa nel sistema.

La procedura di sterilizzazione, fin dai primi periodi del programma, ha avuto anche la funzione di far sapere al mercato il contro-valore degli acquisti della BCE nella settimana precedente.

---

<sup>20</sup> Si veda "Interview with Der Spiegel" del 13 maggio 2010

<sup>21</sup> "New ECB Premises: Ceremony of the laying of the foundation stone. Welcome address by Jean-Claude Trichet, President of the ECB, Frankfurt am Main, 19 May 2010"

<sup>22</sup> Da notare che la decisione sull'attivazione del SMP non è stata unanime ma è stata presa a maggioranza (come ha detto lo stesso Trichet in un'intervista al Le Monde del 31 maggio 2010)

Facciamo un piccolo esempio numerico per esplicitare meglio questa importante funzione:

1. In data 7 marzo la BCE richiede 100 milioni di euro, tramite i fixed-term deposit, con lo scopo di sterilizzare la liquidità immessa.
2. In data 14 marzo la BCE richiede, invece, 130 milioni di euro per la sterilizzazione.

Questo significa che nella settimana che va dal 7 marzo al 14 marzo la BCE è intervenuta nel mercato secondario dei titoli di stato acquistando 30 milioni di euro di titoli.

La variazione della richiesta di liquidità settimanale è stato l'unico modo per sapere con esattezza, a posteriori, quando la BCE intervenisse sul mercato e quanto comprasse.

Trichet, infatti, ha più e più volte ribadito, durante le varie conferenze stampa post-decisione di politica monetaria, a chiunque chiedesse se la BCE avrebbe comprato titoli nei giorni successivi o se il programma fosse dormiente, che la Banca Centrale stava agendo in modo completamente trasparente e che ogni settimana, con la richiesta dei fixed-term deposit, si poteva sapere se la BCE fosse intervenuta o meno la settimana prima.

Vorrei sottolineare che tramite la variazione della richiesta di fixed-term deposit si poteva sapere l'**ammontare** dei nuovi titoli acquistati ma non se essi erano di un determinato Stato rispetto un altro né le loro caratteristiche tecniche. Grazie alle variazioni di volumi di acquisti e vendite sul mercato secondario dei titoli di debito di un determinato Stato si poteva **ipotizzare** che la BCE fosse intervenuta acquistando dei determinati titoli con determinate scadenze ( es. Titoli di Debito Italiano con maturity 5 anni). Se in un determinato giorno si registravano dei movimenti anomali dei volumi di acquisto era molto probabile che la BCE stesse acquistando titoli ma non si poteva avere la certezza assoluta.

### **Box 2.1 I “fixed-term deposit”**

Le Operazioni di Mercato Aperto vengono utilizzate per immettere o drenare liquidità nel sistema. Esse si suddividono in quattro macro categorie:

1. Operazioni di Rifinanziamento Principale
2. Operazioni di Rifinanziamento più a Lungo Termine,
3. Operazioni di Fine Tuning,
4. Operazioni di tipo Strutturali

Fra la classe delle operazioni di Fine Tuning l’assorbimento di liquidità può essere eseguito, ad esempio, tramite i “fixed-term deposit”.

La BCE invita delle controparti, tramite delle aste veloci, a depositare liquidità presso le Banche Centrali Nazionali (BCN), per una durata prefissata e che viene remunerata ad un tasso di interesse prefissato.

Questo strumento lascia molta flessibilità operativa alla BCE, infatti sia la durata dei depositi, sia la frequenza con la quale viene utilizzato questo strumento che il tasso di remunerazione non sono standardizzati, inoltre, la BCE può limitare, qual ora ci fosse la necessità, il numero di controparti che possono partecipare.

### **2.3 L’esecuzione del programma**

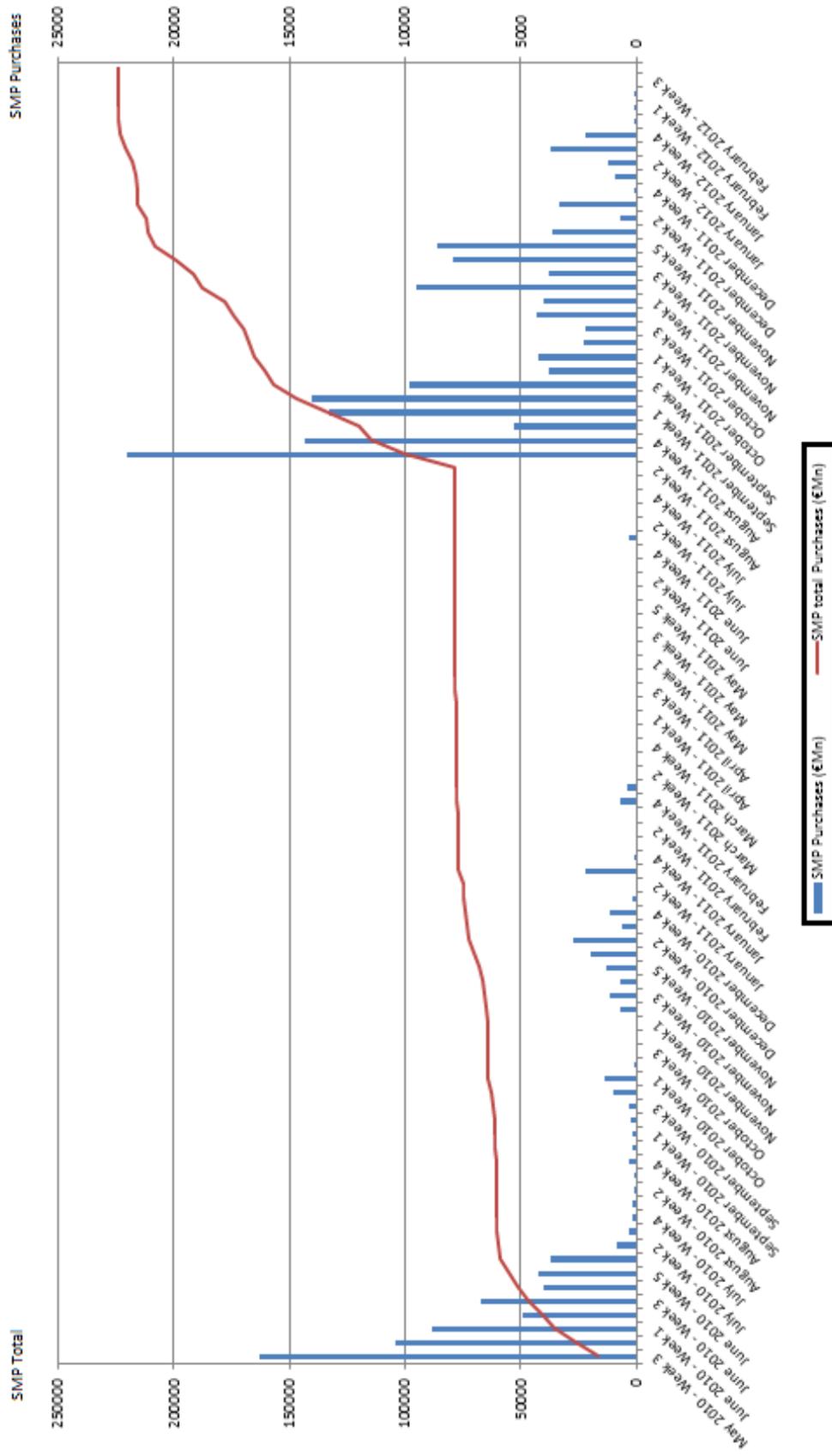
Il SMP ha avuto sostanzialmente, come si può vedere dal grafico sottostante, tre periodi d’esecuzione:

- 1) Il primo periodo inizia con l’istituzione del SMP e finisce intorno alla seconda settimana di Luglio 2010 dove vengono acquistati circa 60 miliardi di euro di titoli<sup>23</sup>,
- 2) Il secondo periodo inizia dalla terza settimana di Novembre 2010 e finisce con la seconda settimana di Febbraio 2011, gli acquisti totali sono stati pari a circa 11 miliardi di euro,
- 3) La terza fase che inizia con la prima settimana di Agosto 2011 e finisce verso la quarta settimana di Gennaio 2012 ha aumentato notevolmente il volume del SMP, infatti, la BCE ha acquistato circa 145 miliardi di titoli di Stato.

---

<sup>23</sup> Si veda “Summary of ad hoc communication” sul sito della BCE alla data del 12/07/2010

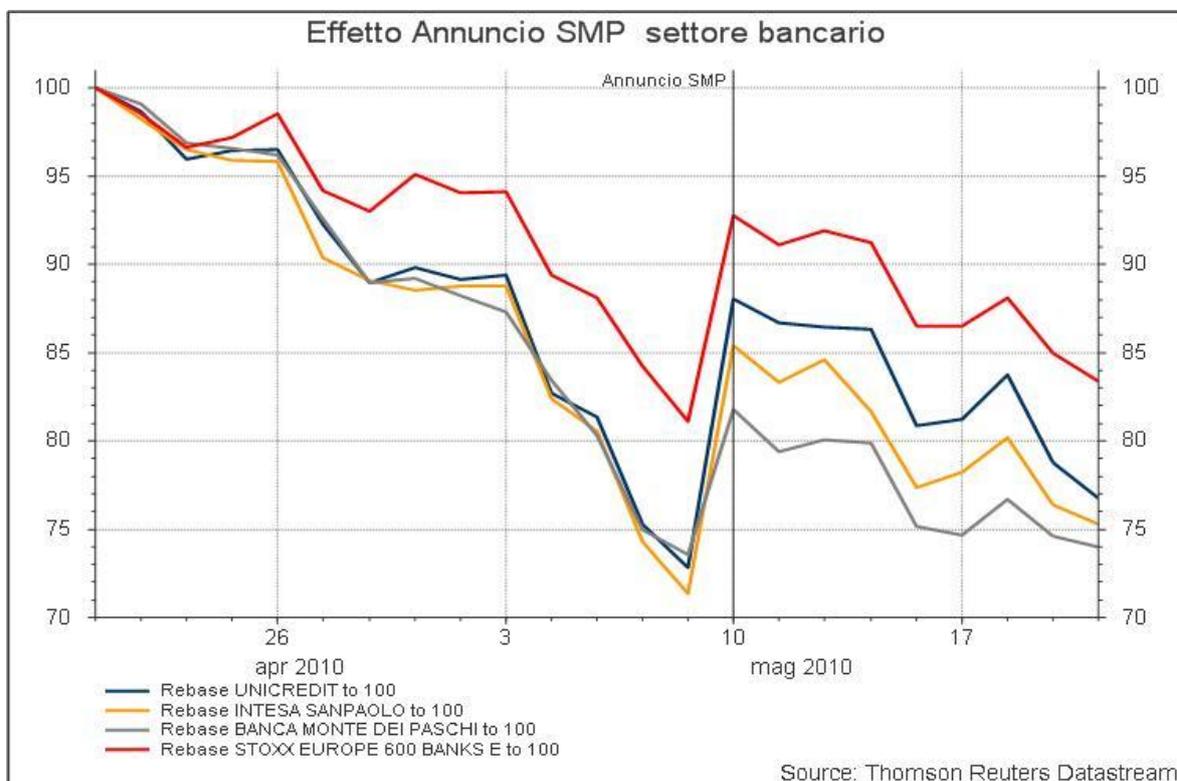
## SMP Purchases and Total



## 2.4 Effetti del programma

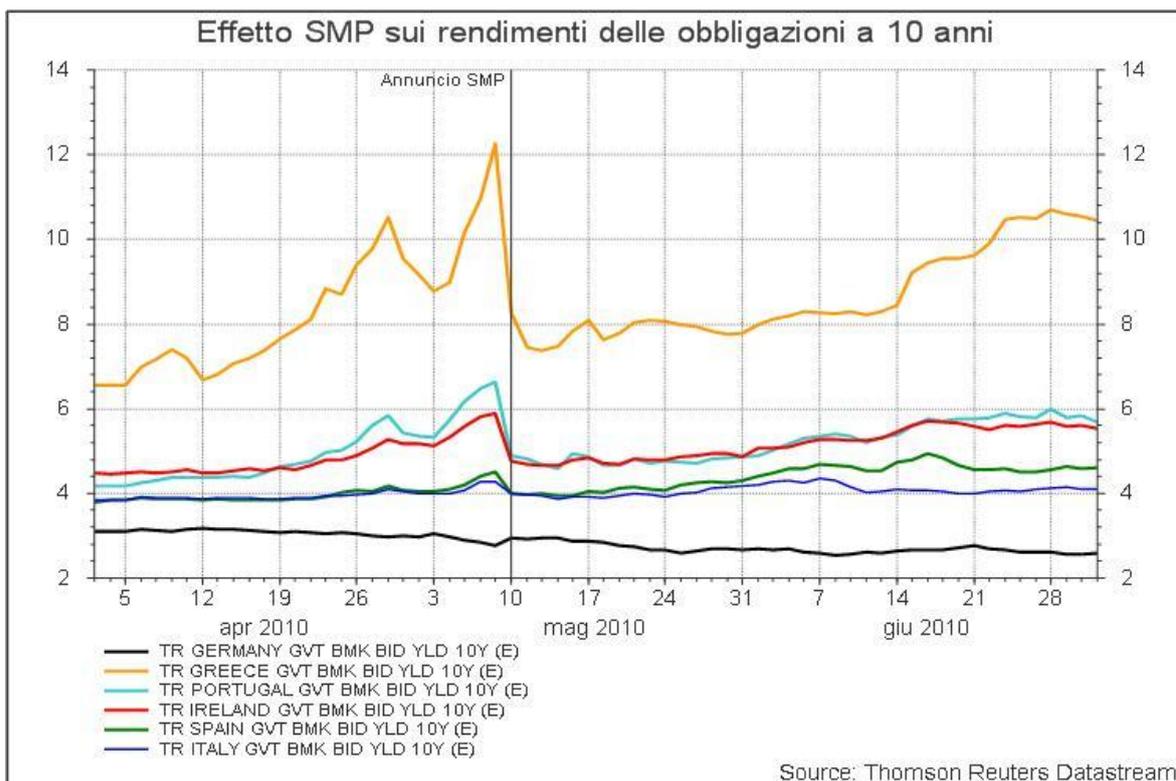
Il Securities Markets Programme, sin dal giorno del suo annuncio, ha avuto dei buoni effetti, anche se temporanei, agendo da calmiera, nei momenti di maggior tensione, sul mercato dei titoli di debito pubblico e quindi indirettamente nel settore bancario da sempre collegato al loro andamento visto le ingenti quantità di titoli<sup>24</sup> in possesso delle banche e il trade-off tra tasso di rendimento e prezzo dei titoli.

Nei successivi grafici vediamo gli effetti dell'annuncio dell'SMP sul settore bancario e sui rendimenti dei titoli di stato a dieci anni.



Il punto di minimo di questo grafico corrisponde a venerdì 7 maggio, mentre l'annuncio è stato fatto lunedì 10 maggio, di mattina. La variazione % che vediamo dall'7 al 10 è avvenuta nella sola seduta del 10 maggio. La stessa cosa vale per il grafico sottostante.

<sup>24</sup> Il controvalore dei titoli di debito pubblico in mano alle banche italiane al 31 dicembre 2012 è pari a 331,1 miliardi di euro. Si veda Banca d'Italia "Supplementi al Bollettino Statistico Moneta e Banche" del 08 marzo 2013



### Variazioni % dopo l'annuncio del SMP

Stati	Rendimento titoli di stato 10 anni il 07/05/2010	Spread vs Germania 07/05/2010	Rendimento titoli di stato 10 anni il 10/05/2010	Spread vs Germania 10/05/2010	Δ % sugli spread
Germania	2,77%	-	2,94%	-	
Portogallo	6,62%	385	4,69%	175	-55%
Italia	4,28%	151	3,94%	100	-34%
Irlanda	5,88%	311	4,64%	170	-45%
Grecia	12,27%	950	7,36%	442	-53%
Spagna	4,50%	173	4,00%	106	-39%

Come è possibile notare l'effetto annuncio del SMP è stato notevole (uno dei maggiori dal 2007 al 2012 come si può vedere nell'appendice a fine capitolo) riducendo gli spread fra i titoli di debito pubblico cercando di stabilizzare questo segmento di mercato, che in questi anni di crisi è stato dominato dall'incertezza e volatilità.

Purtroppo, però, gli effetti sono stati temporanei o meglio ciclici, infatti, sia dopo l'annuncio del SMP o dopo i successivi annunci di "riattivazione"<sup>25</sup> del programma possiamo notare un abbassamento degli spread ma nei periodi successivi, alla fine degli acquisti della BCE, abbiamo un innalzamento di quest'ultimi.

Le cause della temporaneità degli effetti del SMP sono molteplici:

- 1) Peggioramento dello scenario economico globale nei mesi successivi all'annuncio del SMP:
  - 1.1 Bail-out Irlandese nel Novembre 2010,
  - 1.2 Bail-out Portoghese nel Maggio 2011,
  - 1.3 Necessità di acquisto, da Agosto 2011, dei titoli di debito Spagnoli e Italiani nel tentativo di ridurre la volatilità in tale segmento aumentando profondità e liquidità del mercato stesso.
- 2) Aumento del clima di sfiducia verso gli Stati Europei e verso l'euro ( si pensi a tutti discorsi fatti sulla possibilità di un euro A e un euro B o sul ritorno alle vecchie valute nazionali).

Nonostante la scarsità di effetti rilevati e duraturi il SMP è stato sicuramente positivo. Con questa politica monetaria non convenzionale la BCE ha ribadito il suo ruolo di operatore attivo sui mercati finanziari, ha rafforzato l'idea di un euro irreversibile e di essere pronta ad utilizzare strumenti di politica non convenzionale per la salvaguardia dell'eurozona .

Il SMP, inoltre, è servito anche come "base" per l'annuncio dell'altra politica non convenzionale che analizzeremo nel capitolo 3 : Outright Monetary Transactions.

L'OMT, infatti, si può considerare come un'evoluzione del primo programma dove la BCE rafforza ancora di più l'idea di essere "Guardiano" dell'Euro e della stabilità dell'Unione Europea.

---

<sup>25</sup> Sarebbe più opportuno parlare di una ripresa degli acquisti di titolo di stato, visto che il SMP è stato dichiarato concluso solamente il 6 settembre 2012

## 2.5 Finalità del programma

La finalità principale del SMP, come detto più volte sia da Trichet che da Mario Draghi, era di ristabilire la piena funzionalità dei canali di trasmissione di politica monetaria della BCE in maniera di poter permettere, ad essa, di intervenire efficientemente e di produrre i risultati voluti. Trichet stesso ha ribadito più volte cosa si intende per canali di trasmissione disturbati o non pienamente funzionanti: *“When the markets themselves do not reflect our monetary policy, then the monetary policy transmission mechanism does not function optimally”*<sup>26</sup>.

Questo obiettivo di ristabilire i canali di trasmissione è strettamente legato al concetto di profondità e liquidità dei mercati finanziari (bisogna ricordare che una delle finalità del SMP era di ristabilire proprio la profondità e liquidità ad alcuni segmenti di mercato). Per profondità si intende la garanzia di avere una buona frequenza di scambi di un determinato asset, mentre, per liquidità si intende la possibilità, per l’investitore, di disinvestire velocemente e facilmente l’asset comprato. Nei mercati dei titoli di debito ci sono stati problemi di profondità e di liquidità soprattutto considerando il grande clima di tensione e di volatilità durante questo periodo di crisi. Quindi la BCE, tramite il SMP, ha cercato, ottenendo anche dei buoni risultati, di garantire queste due caratteristiche che, ripetendo, sono strettamente legate all’obiettivo finale di ristabilizzazione dei canali di trasmissione.

Il programma, però, è stato anche utilizzato, ad esempio, per spingere qualche paese membro ad attuare le riforme strutturali necessarie per la stabilizzazione economica<sup>27</sup>. Possiamo ricordare, ad esempio, il famoso caso dell’Italia e della Spagna quando, durante la conferenza stampa post decisione di politica monetaria del 4 agosto 2011, Trichet non ha voluto commentare a chi chiedeva se fosse vero che la BCE, ricominciando ad acquistare i titoli di Stato dopo un periodo nel quale il SMP era stato lasciato “dormiente”, non stesse acquistando titoli di debito italiani e spagnoli. Nei giorni successivi, a supporto di questa tesi, dobbiamo ricordare la famosa lettera, inviata al Governo italiano, firmata da Trichet e confermata da Mario Draghi, che da lì a qualche mese sarebbe diventato il nuovo presidente della BCE, dove venivano “suggerite” delle riforme urgenti da effettuare e le

---

<sup>26</sup> Conferenza stampa post decisione di politica monetaria del 04/09/2011

<sup>27</sup> Una delle caratteristiche dell’OMT, che analizzeremo nel prossimo capitolo, è la necessità di legare e subordinare l’azione della BCE con un piano di riforme strutturali concordati sia con l’ESM che con l’IMF

dichiarazioni, in varie sedi, di Trichet stesso della necessità, per l'Italia e la Spagna, di riforme strutturali<sup>28</sup>.

## **2.6 Conclusioni**

Il 6 settembre 2012, con l'introduzione dell' Outright Monetary Transactions, il SMP viene definitivamente concluso. I titoli di debito acquistati saranno tenuti fino a scadenza degli stessi e tutta la liquidità immessa nel sistema verrà riassorbita, sempre con i fixed-term depositi a scadenza settimanale.

Il 21 febbraio 2013 la BCE decide di comunicare, per la prima volta dalla sua attivazione<sup>29</sup>, la composizione finale del "portafoglio titoli", in data 31 dicembre 2012, del SMP ( si veda tabella 2.1)

Possiamo sicuramente dire che questo programma è servito, in un periodo con moltissima volatilità e tensione sia sui mercati che nell'economia reale, ad avere un ruolo di calmiera, grazie all'intervento massiccio sul mercato secondario, e di stimolo per gli stati membri ad effettuare le riforme strutturali necessarie. Inoltre, come detto nel paragrafo 2.3, è stata una delle misure di politica monetaria non convenzionale più ben accolta (superata solo, per alcuni aspetti, dall'OMT come vedremo nel capitolo 3) dai mercati e dagli intermediari soprattutto per dare garanzia di un euro irreversibile, controllato e protetto da una Banca Centrale pronta ad intervenire, e anche pesantemente, in tutti casi di necessità.

---

<sup>28</sup> Da notare che dopo le promesse dei Governi nell'effettuare le riforme la BCE è intervenuta, in modo massiccio, nell'acquisto dei titoli di stato.

<sup>29</sup> Con il passaggio di consegne da Jean-Claude Trichet a Mario Draghi abbiamo un aumento della trasparenza delle politiche della BCE

**Tabella 2.1: Composizione SMP**

Issuer country	Outstanding amounts		Average remaining maturity (in years)	Nominal amount / GDP 2011
	Nominal amount (EUR billion)	Book Value (EUR billion)		
Ireland	14,2	13,6	4.6	0,8818%
Greece	33,9	30,8	3.6	1,6257%
Spain	44,3	43,7	4.1	0,4166%
Italy	102,8	99	4.5	0,6513%
Portugal	22,8	21,6	3.9	1,3329%
<b>Total</b>	<b>218</b>	<b>208,7</b>	<b>4.3</b>	

L'ultima colonna è stata aggiunta per far vedere il peso, notevole, degli acquisti effettuati dalla BCE, il valore è stato ottenuto rapportando il valore nominale dei titoli acquistati per ciascun Stato con il rispettivo PIL.

I dati del PIL dei paesi sono stati presi dall'Eurostat e sono i PIL del 2011, per la Grecia il dato è provvisorio.

## Appendice

### **Effetti annunci delle principali politiche monetarie dal 2007 al 2012**

Fin dall'inizio della crisi finanziaria, le banche centrali dei vari stati hanno effettuato sia delle politiche monetarie standard (riduzione del tasso di interesse obiettivo) che delle politiche non convenzionali. Le decisioni di politica monetaria sono state prese alcune volte in completa autonomia dalle varie banche centrali, mentre altre volte le banche si sono coordinate per dare dei chiari segni ai mercati finanziari.

In quest'appendice vengono riportate delle tabelle che ci permettono di vedere gli effetti degli annunci delle principali politiche monetarie dal 2007 al 2012.

Le tabelle sono una mia personale elaborazione di dati ottenuti tramite "Thomson Reuters Datastream".

Per prima cosa ho selezionato le principali decisioni di politica monetaria effettuate dalla Fed e dalla BCE nel periodo temporale di mio interesse.

Successivamente ho scelto degli indici di riferimento che mi aiutassero ad evidenziare gli effetti e l'importanza delle decisioni prese:

1. Tassi d'interesse Eonia e Euribor,
2. Titoli di debito pubblico,
3. Settore bancario Europeo e Americano.

Tramite Datastream ho preso i valori di ciascun indice uno o due giorni prima l'annuncio della politica monetaria, il giorno stesso e uno o due giorni dopo l'annuncio.

In questo modo ho potuto delineare un quadro, dettagliato, degli effetti che le decisioni delle banche centrali hanno avuto sui singoli indici sotto osservazione.

Dai risultati ottenuti nelle tabelle possiamo notare come, ad esempio, non sempre l'annuncio di una politica monetaria espansiva sia stato "gradito" dai mercati finanziari; essa poteva ad esempio significare che la situazione fosse peggiore del previsto oppure che nonostante l'annuncio molto favorevole l'andamento economico generale è stato talmente negativo e gli effetti positivi ottenuti dalla nuova politica venivano riassorbiti subito.

Bisogna anche ricordare che alcune volte gli effetti positivi delle politiche monetarie si sono avuti nei periodi successivi all'annuncio stesso. Consideriamo, a questo proposito, le due LTROs nonostante i valori non positivi che si possono vedere nelle tabelle questo non

significa che i mercati finanziari hanno accolto in modo negativo questa fondamentale decisione della BCE, la quale ha permesso di ridare ossigeno alle banche europee, ma gli effetti positivi si sono avuti nel breve/medio periodo.

Queste tabelle ci aiutano ad evidenziare come il SMP e l'OMT hanno avuto fin da subito degli importanti effetti riducendo sensibilmente i rendimenti dei titoli di Stato e riportando gli acquisti nel settore bancario europeo.

L'OMT oltre all'effetto annuncio ha anche avuto, come avremo modo di studiare nel capitolo tre di questa tesi, un ottimo effetto "presenza"/ "possibilità" che ha permesso di diminuire in modo duraturo i tassi di rendimento richiesti dai titoli di debito pubblico aiutando gli Stati nella raccolta di nuovi fondi.

Effetti su	-50 pb	TAF	-75 pb base	-75 pb base	AMLF
	fed fund rate	programme	fed fund rate	fed fund rate	
	18/09/07	12/12/07	22/01/08	18/03/08	19/09/08
	$\Delta\%$ -2/+2 gg				
Eonia	9,42%	-0,13%	0,88%	2,66%	-0,93%
Euribor:					
3m	0,00%	0,80%	-2,79%	0,49%	1,13%
6m	-0,17%	1,03%	-2,96%	0,75%	0,77%
12m	-0,06%	1,35%	-3,03%	0,95%	1,44%
Titoli di Stato					
Germania	3,90%	2,13%	0,53%	0,03%	5,35%
Portogallo	2,74%	1,34%	1,68%	-0,44%	4,73%
Irlanda	4,62%	0,98%	1,25%	-0,29%	4,59%
Italia	3,39%	1,42%	1,61%	-1,03%	3,67%
Grecia	2,90%	1,69%	1,37%	-1,29%	4,32%
Spagna	3,54%	1,26%	1,02%	0,19%	4,73%
USA	5,07%	1,97%	1,07%	-3,13%	11,29%
Titoli bancari					
Unicredit	3,96%	-4,98%	-4,14%	-6,92%	8,10%
Intesa SanPaolo	4,16%	-1,00%	-4,55%	-1,70%	9,42%
Monte dei Paschi	0,86%	-1,91%	-1,15%	-1,07%	10,65%
600 banche Europee	2,40%	-3,70%	1,22%	0,20%	10,02%
S&P500 es financials <sup>30</sup>	2,47%	-8,00%	9,78%	11,93%	11,89%

<sup>30</sup> Indice rappresentativo di 36 istituti bancari americani, ad esempio JP Morgan chase, Citigroup, Bank of America, Goldman Sachs . MorganStanley etc

Alcune volte, come è stato detto nella pagina precedente, le banche centrali si sono accordate per svolgere delle politiche monetarie coordinate. Un esempio lampante è la decisione del 08/10/2008 dove, la BCE, la Fed, le banche centrali dell' Inghilterra, Svizzera, Canada e Svezia, hanno deciso di diminuire di 50 punti base i loro tassi ufficiali (box 1) con lo scopo di far capire ai mercati di essere pronte ad agire insieme per la stabilità del settore economico e finanziario.

box 1		box2		box4	
pb mro BCE	-50pb	mro bce	-50pb	QE1 FED	
pb fed fund rate	-50pb	official bank rate England	-150pb	TALF	
three month libor Svizzera	-50pb				
over night target Canada	-50pb				
official bank rate England	-50pb				
repo rate Svezia	-50pb				

box3	
mro bce	-75pb
official bank rate England	-100pb

Si veda box 1	Si veda box2	Si veda box4	Si veda box3	- 75 pb fed fund rate	Effetti su
08/10/08	06/11/08	25/11/08	04/12/08	16/12/08	
$\Delta\%$ -2/+2 gg					
-12,35%	-0,03%	1,52%	-1,51%	-2,99%	Eonia
					Euribor:
0,67%	-6,26%	-3,53%	-7,87%	5,73%	3m
0,22%	-5,87%	-3,37%	-6,92%	5,96%	6m
0,13%	-5,74%	-3,52%	-6,03%	5,28%	12m
					Titoli di Stato
4,88%	-3,22%	-3,38%	1,17%	-7,03%	Germania
6,78%	-5,63%	-2,19%	6,66%	-7,06%	Portogallo
4,62%	-5,33%	-1,33%	5,17%	-1,59%	Irlanda
6,43%	-5,14%	0,02%	5,48%	-6,83%	Italia
7,27%	-5,57%	-0,29%	4,01%	-2,33%	Grecia
7,18%	-5,62%	-0,23%	5,27%	-6,53%	Spagna
12,06%	-0,61%	-6,76%	2,24%	-19,01%	USA
					Titoli bancari
-20,00%	-5,77%	9,91%	-0,87%	0,00%	Unicredit
-16,19%	-4,87%	13,68%	4,88%	9,05%	Intesa SanPaolo
-14,40%	-3,75%	6,20%	7,51%	-0,61%	Monte dei Paschi
-19,92%	-7,70%	18,27%	5,33%	-6,52%	STOXX Europe 600 Financials
-19,00%	-16,92%	27,73%	20,26%	2,28%	S&P500 es financials

Effetti su	QE 1 BoE	CBPP bce	SMP bce	QE2 fed	Operation Twist fed	
	05/03/09	07/05/09	10/05/10	03/11/10	21/09/11	
	Δ% -2/+2 gg					
Eonia	-3,19%	-7,07%	-4,36%	-46,56%	1,34%	
Euribor:						
3m	-5,34%	-3,35%	0,00%	0,38%	0,07%	
6m	-3,90%	-3,37%	-0,61%	0,32%	0,06%	
12m	-2,94%	-3,22%	-0,40%	0,19%	0,05%	
Titoli di Stato						
Germania	-4,00%	5,30%	6,21%	-2,66%	-2,89%	
Portogallo	-1,42%	-0,48%	-29,18%	9,00%	4,49%	
Irlanda	1,36%	-1,21%	-20,90%	8,28%	1,21%	
Italia	-3,50%	0,55%	-8,03%	0,87%	0,59%	
Grecia	-1,13%	-2,97%	-39,97%	7,15%	-3,41%	
Spagna	-4,57%	1,79%	-11,02%	3,11%	-2,58%	
USA	-0,76%	0,13%	4,42%	-3,39%	-6,44%	
Titoli bancari						
Unicredit	-18,04%	9,50%	14,78%	-1,11%	-4,50%	
Intesa sanpaolo	-17,31%	4,30%	13,87%	-2,91%	3,16%	
Monte dei paschi	-12,56%	8,54%	6,74%	-6,72%	-3,47%	
STOXX Europe 600 Financials	-9,20%	4,49%	9,07%	1,68%	-3,03%	
S&P500 es financials	-9,69%	5,36%	4,93%	6,95%	-6,94%	
CBPP2 BCE	1° Ltro BCE	2° Ltro BCE	OMT BCE	QE3 FED	QE4 FED	Effetti su
03/11/11	22/12/11	22/02/12	06/09/12	13/09/12	12/12/12	
Δ% -2/+2 gg	Δ% -2/+2 gg	Δ% -2/+2 gg	Δ% -2/+2 gg	Δ% -2/+2 gg	Δ% -2/+2 gg	
1,49%	-30,25%	2,22%	-0,98%	-11,00%	7,25%	Eonia
						Euribor:
-6,88%	-0,99%	-2,42%	-4,40%	-3,88%	0,55%	3m
-4,88%	-0,60%	-2,03%	-3,60%	-3,79%	-1,86%	6m
-3,41%	-0,70%	-1,33%	-3,16%	-2,24%	-1,83%	12m
						Titoli di Stato
3,50%	0,31%	-4,13%	12,66%	9,47%	4,47%	Germania
0,53%	1,44%	5,16%	-6,64%	0,41%	-5,94%	Portogallo
-1,44%	-1,34%	0,25%	-4,69%	-6,61%	0,70%	Irlanda
3,97%	3,11%	-0,18%	-8,51%	1,61%	-4,63%	Italia
14,28%	1,43%	6,61%	1,06%	-3,42%	-8,91%	Grecia
0,43%	2,98%	-2,69%	-13,38%	5,46%	-3,23%	Spagna
1,46%	2,59%	-1,15%	5,08%	8,35%	5,32%	USA
						Titoli bancari
6,60%	-6,69%	-9,02%	13,54%	-0,16%	2,89%	Unicredit
6,62%	1,47%	-4,79%	7,09%	-1,03%	4,93%	Intesa sanpaolo
-4,21%	-1,75%	8,62%	25,15%	-3,64%	5,43%	Monte dei paschi
0,33%	1,69%	-2,87%	7,31%	2,91%	0,48%	STOXX Europe 600 Financials
3,71%	3,41%	-0,88%	2,56%	2,80%	0,06%	S&P500 es financials

## CAPITOLO TERZO

### L'OUTRIGHT MONETARY TRANSACTIONS

#### *3.1 Una premessa doverosa*

Prima di procedere con l'analisi del Outright Monetary Transactions è doveroso fare una premessa, la quale ci darà anche la chiave di lettura del programma stesso: il 24 giugno 2011 il Consiglio Europeo nomina, come successore di Jean-Claude Trichet, Mario Draghi presidente della BCE. Assumerà l'incarico il 1° novembre 2011 facendo notare fin da subito il cambiamento di politica monetaria<sup>31</sup>.

La differenza fra la politica attuata da Mario Draghi e quella fatta da Jean-Claude Trichet è la *maggior trasparenza* delle azioni di politica monetaria della Banca Centrale Europea.

Riportiamo un estratto del discorso fatto, nel 2001, da Mario Draghi all'inaugurazione della Mostra "La moneta dell'Italia unita: dalla lira all'euro" :

*“Le banche centrali sanno oggi che una **comunicazione efficace**, una **comprensione diffusa** delle questioni monetarie sono essenziali per il successo della propria strategia di politica monetaria.*

*L'Eurosistema è impegnato a **condividere** con i mercati e con le opinioni pubbliche il proprio modo di **pensare**, di **decidere**, di **agire**. È anche così che si ancorano alla stabilità le aspettative sui prezzi nel medio-lungo periodo.”*<sup>32</sup>

Questo breve estratto ci fa capire come, per Draghi, la politica monetaria deve essere *trasparente*. Proprio questa caratteristica è la nostra chiave di lettura e il punto di forza dell'OMT che ha ottenuto ottimi risultati grazie proprio ad una comunicazione *trasparente, efficace e condivisa*.

---

<sup>31</sup> Il 3 novembre 2011, due giorni dopo il suo mandato, la BCE riduce di 25 pb il tasso di interesse, il 22 dicembre 2011 la prima Ltro a quantità illimitata al tasso del 1% ( poi ridotto a 0.75%) e il 22 febbraio 2012 la seconda Ltro (sempre quantità illimitata al tasso del 0.75%)

<sup>32</sup> Discorso fatto all'inaugurazione della Mostra "La moneta dell'Italia unita: dalla lira all'euro" il 4 aprile 2001

### **3.2 Introduzione**

Il Consiglio Direttivo, il 6 settembre 2012, ha preso due importanti decisioni di politica monetaria:

1. Istituzione di un nuovo programma di acquisto di titoli: l'Outright Monetary Transactions<sup>33</sup>,
2. Ha dichiarato concluso il Securities Markets Programme.

L'OMT, come il vecchio programma, ha come obiettivo finale la stabilità dei canali di trasmissione di politica monetaria e l'attuazione di una politica monetaria unica per tutta la zona euro.

### **3.3 Caratteristiche tecniche**

Il Consiglio Direttivo, proprio in luce di quanto detto nel paragrafo 3.1, il 6 settembre 2012 con lo scopo di essere quanto più trasparente possibile e di far capire al mercato come l'OMT funzionasse e le sue caratteristiche, si muove in due direzioni:

1. Il programma venne istituito lo stesso giorno in cui la BCE prese la decisione sui tassi di interesse e quindi permise agli operatori di poter chiarire tutti i dubbi durante la conferenza stampa post-decisione di politica monetaria<sup>34</sup>
2. Inoltre la BCE ha pubblicato, sul suo sito, un documento<sup>35</sup> con tutte le caratteristiche del programma stesso.

In questo paragrafo ci limiteremo a un mero elenco di queste caratteristiche, le quali verranno sviluppate in seguito. Esse sono:

1. L'attuazione del programma è subordinata all'accordo con l'EFSS/ESM ad un nuovo piano di "aggiustamento macroeconomico" o di un "programma precauzionale",

---

<sup>33</sup> Da questo punto in poi verrà chiamato anche OMT o "programma"

<sup>34</sup> Ricordiamo che il SMP è stato istituito qualche giorno dopo la riunione del 6 maggio 2010( e anzi in quella data Trichet disse che il Consiglio Direttivo "non aveva discusso la possibilità di un acquisto di titoli governativi") rimandando, praticamente, i chiarimenti alla successiva conferenza stampa, quella del 10 giugno 2010

<sup>35</sup> Si veda "Technical features of Outright Monetary Transactions"

2. Il Fondo Monetario Internazionale può partecipare alla costituzione del piano fra lo Stato richiedente e l'ESM e al monitoraggio dell'attuazione del piano stesso,
3. La BCE si riserva la possibilità di interrompere l'acquisto dei titoli nel caso che lo Stato richiedente decidesse di non rispettare il programma concordato con EFSF/ESM,
4. Il programma è ex-ante illimitato nella sua portata e acquista titoli di debito pubblico, sul mercato secondario con maturity compresa fra 1 e 3 anni,
5. La BCE, nell'acquisto di questi titoli di debito, accetterà lo stesso grado di "gerarchia di risarcimento" degli altri obbligazionisti,
6. Il programma sarà completamente sterilizzato,
7. Con lo scopo di essere più trasparente possibile, la BCE pubblicherà settimanalmente le quantità di titoli acquistati e il loro valore di mercato, mentre pubblicherà mensilmente la duration finanziaria media e un'analisi dettagliata per singolo Stato richiedente.

### ***3.3.1 L'accordo con l' European Stability Mechanism***

Una condizione necessaria<sup>36</sup> per l'attivazione dell'OMT è l'accordo fra il paese richiedente e European Stability Mechanism (ESM) per la sottoscrizione di un nuovo<sup>37</sup> programma di aggiustamento macroeconomico o di un programma precauzionale di assistenza finanziaria (Enhanced Conditions Credit Line) (per un approfondimento sul ESM e sui due tipi di programmi si veda l'appendice a fine capitolo).

La partecipazione del Fondo Monetario Internazionale nella formazione del piano di riforme strutturali e nel monitoraggio dello Stato richiedente durante il periodo di attuazione del piano stesso, come dice lo stesso Draghi: *"if the Board of the IMF, its management and its Managing Director want to participate in the programme, they would be more than welcome"*<sup>38</sup>, non è una condizione fondamentale ma, semmai, un invito alla stessa IMF a partecipare e un elemento per dare da una parte maggior peso al piano stesso

---

<sup>36</sup> Ma come detto dallo stesso Draghi necessaria ma non sufficiente (conferenza stampa del 8 Novembre 2012)

<sup>37</sup> Draghi stesso, nelle varie conferenze stampa, ha ribadito più volte che i paesi che già hanno concordato con l'ESM un "bail-out programme" possono fare richiesta per l'attivazione dell'OMT non appena riguadagneranno l'accesso ai mercati finanziari

<sup>38</sup> Conferenza stampa post decisione di politica monetaria del 06 settembre 2012

e dall'altra per far tranquillizzare ancora di più gli investitori sulla serietà e sicurezza della nuova politica monetaria messa in campo dalla BCE.

L'attuazione di un programma di riforme è il punto di forza dell'OMT, che rende esplicito e obbligatorio quello che nel SMP si poteva solamente "leggere fra le righe"<sup>39</sup>.

Con questa condizione, Draghi, ha voluto sottolineare quanto fosse importante, per poter uscire dalla crisi, il binomio Politica Monetaria-Politica Fiscale. La BCE può operare come prestatrice di ultima istanza ma senza interventi dei Governi, di consolidamento fiscale e/o riforme strutturali atte a correggere i problemi del paese stesso, qualsiasi politica monetaria potrà avere degli effetti solo nel breve periodo, mentre nel lungo periodo essa tenderà a fallire miseramente.

Con lo scopo di rafforzare ancora di più questa condizione primaria la BCE, qualora lo stato richiedente non rispettasse il piano di riforme concordato con l'ESM, può interrompere l'acquisto dei titoli di debito sul mercato secondario in qualsiasi momento.

La BCE, inoltre, sospenderà il programma d'acquisto in caso di revisioni del piano fino a che la revisione non verrà conclusa e ricomincerà l'acquisto dei titoli solo se riterrà accettabili i cambiamenti effettuati.

In questo modo, il Consiglio Direttivo, lega ancora di più l'attuazione e il rispetto del programma di riforme con la continuazione dell'acquisto dei titoli di debito.

Prima di chiudere questo paragrafo è importante notare che, con la stipulazione del piano di riforme, l'ESM può acquistare titoli di debito pubblico con una qualsiasi maturity nel mercato primario<sup>40</sup>. Quindi l'OMT avrebbe tre pilastri fondamentali per intervenire:

1. Lo Stato richiedente effettua le riforme necessarie per la sua stabilizzazione nel medio periodo,
2. L'ESM interviene nel mercato primario dei titoli di debito abbassando i rendimenti dei titoli stessi,
3. L'OMT acquista titoli di debito nel mercato secondario, maturity 1-3 anni, facendo diminuire la yield curve dei titoli in questione.

---

<sup>39</sup> Si veda paragrafo 2.4 di questa tesi

<sup>40</sup> Si veda il punto E17 delle FAQ dell'ESM

Tutto questo ci fa capire, come vedremo meglio nel paragrafo 3.5 perché, anche senza una richiesta degli stati membri l'OMT ha ottenuto ottimi risultati sui mercati dei titoli di debito pubblico facendo diminuire i rendimenti eliminando il cosiddetto "tail-risk" e riportando la fiducia sui mercati.

### **3.3.2 I titoli acquistabili**

L'OMT, per quanto riguarda i titoli acquistabili, ha delle notevoli differenze rispetto all'SMP.

Innanzitutto il programma è ex-ante illimitato caratteristica molto dibattuta fra i sostenitori di politiche monetarie espansive e gli avversari a qualsiasi forma di alleggerimento quantitativo. Bisogna sicuramente notare che, anche in questo caso, tutta la liquidità immessa verrà sterilizzata. Ad oggi non si sa ancora come verrà effettuata la sterilizzazione anche se possiamo presumere che, come per il SMP, avverrà tramite i "fixed-term deposit" ma rimandiamo l'analisi di questo ultimo punto al paragrafo 3.5.1 per delle particolarità che si sono conseguite dalla nomina di Draghi come presidente della BCE.

In questo paragrafo concentreremo l'analisi nella scelta, particolare, della BCE di una maturity specifica, 1-3 anni, per l'acquisto dei titoli di debito pubblico.

Importante da sottolineare è che con maturity compresa fra 1 e 3 anni si intende la vita residua del titolo e non la durata del titolo al momento dell'emissione. Semplificando, la BCE, può:

1. Acquistare un titoli di debito pubblico (per l'Italia ad esempio BOT, CTZ) con durata iniziale compresa fra 1e 3 anni,
2. Acquistare titoli (es BTP decennali) con durata iniziale superiore a 3 anni ma con una vita residua del titolo compresa fra 1 e 3 anni.

La domanda spontanea da farsi è: perché è stato scelto, come maturity, questo range 1-3 anni?

Bisogna anche notare che per le due LTROs la BCE ha scelto una durata pari a tre anni quindi, come era ovvio immaginare, la scelta di una maturity massima pari a tre anni ha delle sue motivazioni logiche di base.

Draghi stesso ci aiuta a capire la motivazione di questa scelta, infatti ci dice: “...it seemed to us the maximum most effective maturity to target: it is close to our short-term policy rates; it affects also the medium-term yield curve; it is close to the rates that are being used to lend to the private sector; it is, in a certain sense, similar to the maturity we used for the LTROs; and also, in a very indirect way, it decreases concerns about our seniority over the bond holdings. So, there are many good reasons for choosing the “three years”<sup>41</sup>.

Questa maturity è stata, quindi, scelta in un ottica di breve periodo e per la possibilità di influenzare la yield curve nel medio periodo ( si veda box 3.1 per approfondimento sulla yield curve). L’obiettivo finale è quindi quello di abbassare la yield curve diminuendo i rendimenti dei titoli a breve scadenza in modo da avere, secondo l’evidenza empirica che i tassi sui titoli di debito a scadenze diverse si muovono insieme, un effetto che si traduca in una diminuzione dei rendimenti delle scadenze a medio e lungo termine.

Naturalmente la BCE stessa monitorerà l’andamento delle yield curve dei vari Stati per evitare un atteggiamento speculativo, che porterebbe ad una inversione della curva stessa, da parte :

1. Degli Stati richiedenti i quali, applicando una strategia miope, troverebbero vantaggioso, nel breve periodo, ridurre la durata finanziaria del loro debito pubblico in modo da potersi finanziare con rendimenti più bassi grazie all’attivazione dell’OMT ma nel lungo periodo si ritroverebbero a dover rifinanziare il proprio debito più spesso il che comporterebbe un aumento del rischio di liquidità,
2. Degli investitori i quali potrebbero essere tentati a non acquistare più e/o vendere i titoli con scadenze maggiori visto la maggior sicurezza, garantita dall’intervento della BCE, che i titoli a breve termine offrono.

Il monitoraggio della BCE stessa è, quindi, fondamentale per la piena riuscita del programma stesso.

---

<sup>41</sup> Si veda conferenza stampa post decisione di politica monetaria 6 settembre 2012

### **Box 3.1 La Yield Curve**

La yield curve o curva dei rendimenti rappresenta la relazione che esiste fra i rendimenti dei bonds e le scadenze degli stessi. Naturalmente si intende a parità di emittente in modo che gli altri profili che influenzano i tassi di rendimenti ( rischio, liquidità etc.) siano gli stessi lungo la curva.

Abbiamo 3 regolarità empiriche che riguardano la curva dei rendimenti:

1. I tassi sui bonds con scadenze diverse si muovono insieme nel tempo,
2. Quando i tassi a breve sono bassi la yield curve tende ad essere inclinata positivamente, quando i tassi a breve sono alti la yield curve tende ad essere inclinata negativamente,
3. La yield curve è, di solito, inclinata positivamente.

Esistono tre teorie che ci aiutano a spiegare queste tre evidenze empiriche:

1. La teoria delle aspettative ( che spiega le prime due),
2. La teoria dei mercati segmentati ( che ci spiega la terza)
3. La teoria del premio di liquidità (ci spiega tutte e tre le evidenze).

Per la teoria delle aspettative i rendimenti di un titolo a lungo termine dovrebbe eguagliare la media dei tassi a breve termine attesi dagli investitori. I tassi quindi si muovono insieme nel corso del tempo ( se aumentano i tassi a breve anche quelli a lungo termine devono aumentare essendo una media dei primi e se i tassi a breve sono bassi è facile che i tassi attesi saranno più alti e viceversa).

Per teoria dei mercati segmentati il rendimento di ciascun bonds è spiegato dalla domanda e offerta specifica del titolo secondo le preferenze degli investitori. Per abbandonare il proprio segmento preferito l'investitore deve ricevere un extra rendimento e ricordandoci che in generale gli individui preferiscono consumare nel breve periodo piuttosto che nel lungo periodo, questo ci spiega perché la curva ha una pendenza di solito positiva dovuta dalla presenza di extra-rendimenti per far spostare gli investitori da un segmento a breve a un segmento a lungo.

Per la teoria del premio di liquidità il tasso di rendimento a lungo è pari alla media dei tassi a breve termine attesi più un premio di liquidità (i titoli a lunga sono meno liquidi di quelli a breve). Visto che il premio di liquidità è positivo ed aumenta all'aumentare della scadenza questa teoria ci spiega tutti e 3 le evidenze empiriche della yield curve.

L'ultima cosa da dire, a riguardo dei titoli acquistabili, è che la BCE accetterà lo stesso grado "di gerarchia di risarcimento" (vedi box 3.2) degli altri obbligazionisti.

Questo significa che in caso di default o in caso di rinegoziazione del debito la BCE subirà lo stesso trattamento degli altri investitori e non avrà particolari privilegi.

Questa caratteristica è stata scelta per evitare che, una volta l'attivazione dell'OMT, gli altri investitori, con la paura di perdite notevoli in caso di fallimento degli emittenti di questi titoli, decidano di non comprarli più e che quindi gli unici compratori di tali titoli diventino la BCE e l'ESM riducendo drasticamente la liquidità e la profondità e compromettendo la stabilità di questo segmento di mercato, un'eventualità ovviamente osteggiata dalla BCE.

#### **Box 3.2 Gerarchia di risarcimento**

In caso di default di una società può benissimo succedere che non tutti gli obbligazionisti vengano pagati. Il pagamento avviene secondo una gerarchia di risarcimento, una semplice gerarchia può essere costituita da possessori di bond *senior* e bond *subordinati*. I possessori dei bond *senior* verranno ripagati prima degli altri.

### ***3.4 Effetti del Programma***

L'Outright Monetary Transactions ha ottenuto degli effetti maggiori e soprattutto duraturi del suo predecessore<sup>42</sup>.

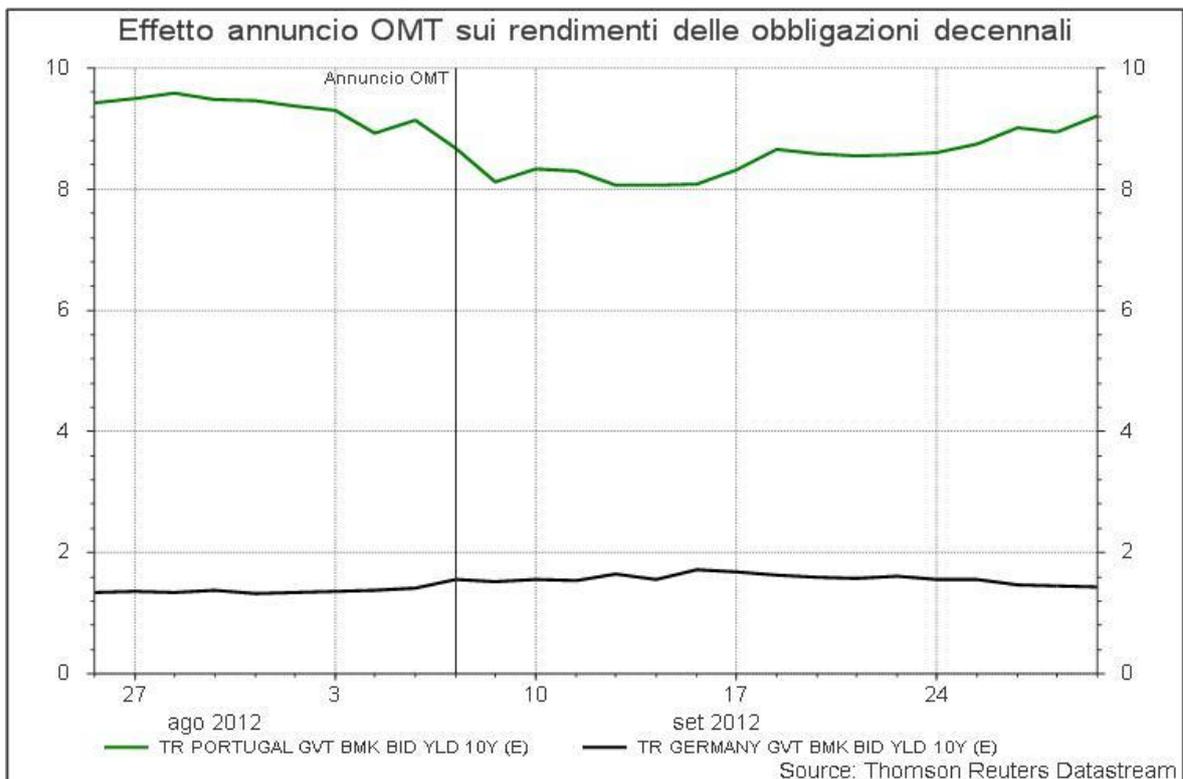
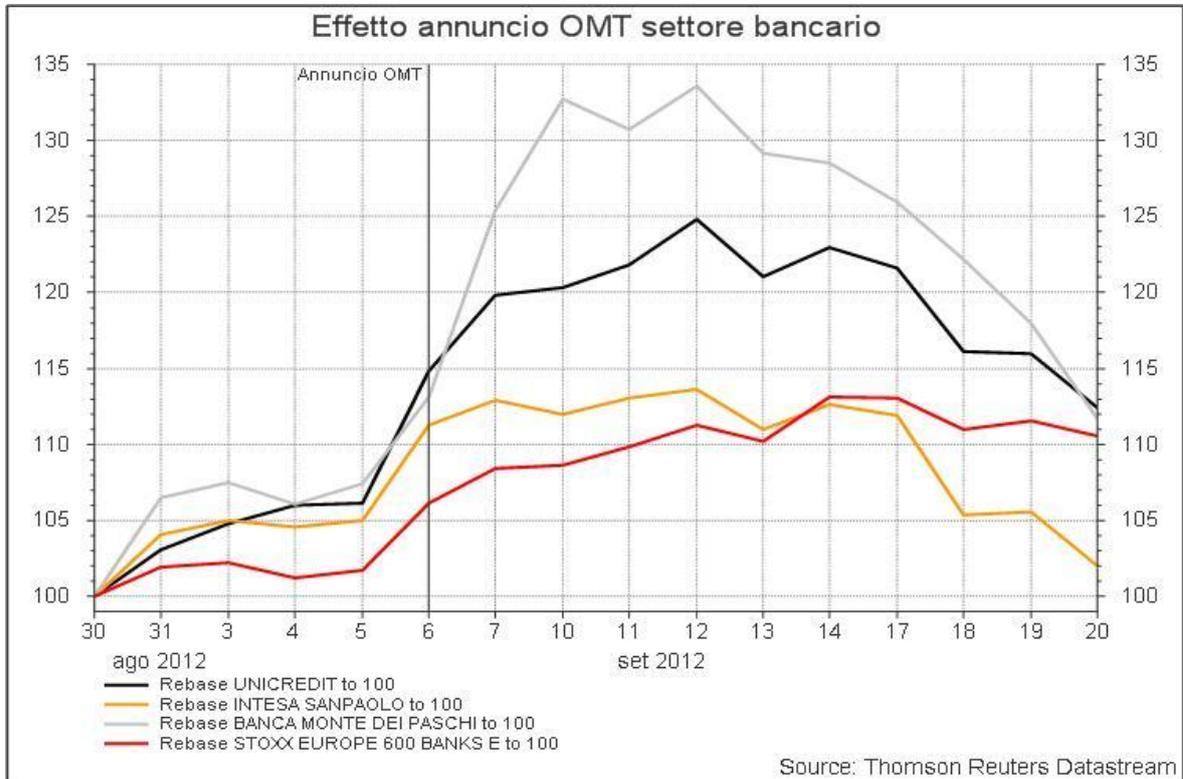
Possiamo, volendo, dividere gli effetti in due categorie:

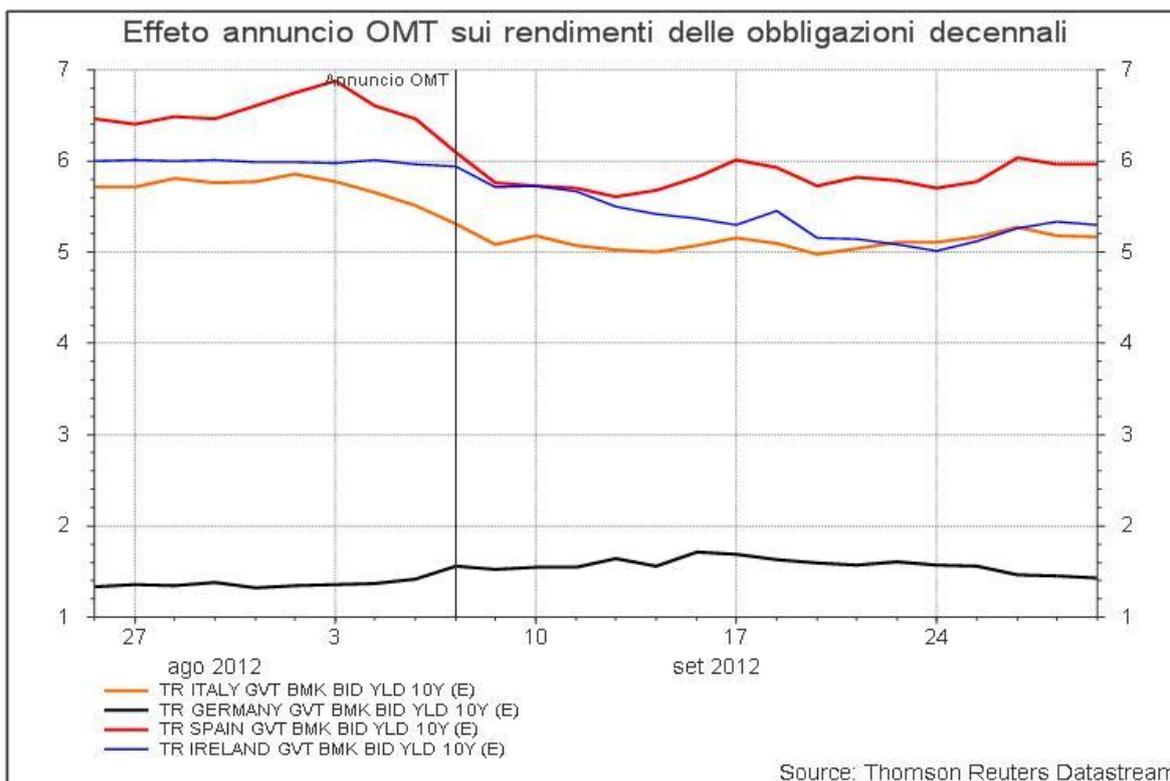
1. Effetti annuncio,
2. Effetti "presenza" / "possibilità";

---

<sup>42</sup> Ricordiamoci che ad oggi, aprile 2013, il programma non è stato richiesto da nessuno Stato ma semplicemente annunciato dalla BCE

Per “effetto annuncio” intendiamo l’effetto che l’annuncio di questa nuova politica monetaria non convenzionale ha avuto, come è possibile vedere dai successivi grafici, sia sul settore bancario che dei titoli di stato.





### Variazioni % dopo l'annuncio dell'OMT

Stati	Rendimento titoli di Stato 10 anni il 04/09/2012	Spread vs Germania 04/09/2012	Rendimento titoli di Stato 10 anni il 10/09/2012	Spread vs Germania 10/09/2012	Δ % sugli spread
Germania	1,37%	-	1,55%	-	
Portogallo	8,93%	755,20	8,33%	678,50	-10,156%
Irlanda	6,01%	463,70	5,73%	418,10	-9,834%
Italia	5,66%	428,90	5,18%	363,30	-15,295%
Spagna	6,61%	523,50	5,73%	417,70	-20,210%

Come si può notare dai grafici abbiamo avuto un notevole effetto annuncio che ha riportato fiducia sui mercati permettendo la riduzione dei rendimenti dei titoli di Stato e dello spread verso Germania.

Nonostante che nessun Stato abbia richiesto l'attivazione di questo programma d'acquisto titoli, i rendimenti dei titoli di Stato sono rimasti a livelli notevolmente più bassi rispetto ai mesi prima dell'annuncio. Questa situazione è dovuta all'effetto "presenza/possibilità" cioè dal fatto che tutti gli Stati possono richiedere, in qualsiasi momento, l'attivazione dell'OMT.

Proprio in virtù di questo secondo “effetto” con l’OMT abbiamo avuto una rottura di quel ciclo<sup>43</sup> che avevamo con il SMP.

Gli investitori, infatti, sanno che nel caso in cui uno Stato si ritrovasse in una situazione non più economicamente sostenibile può richiedere questo “salvagente” alla BCE, con ovviamente dei costi, in maniera di poter migliorare sensibilmente, con un orizzonte temporale non troppo elevato, la propria situazione.

Questa “rete di protezione” messa in campo dalla BCE ha, ripetiamo, permesso di tenere i rendimenti e gli spread a livelli notevolmente minori<sup>44</sup> che nel passato.

D'altronde Draghi stesso ha ripetuto che l’OMT si prefiggeva il compito di eliminare il “tail-risk”(box 3.2) che faceva aumentare i rendimenti, senza reali motivi, dei titoli di Stato.

#### Box 3.2 Definizione “tail-risk” secondo PIMCO

*“Con il termine “tail risk” ci si riferisce alle estremità delle curve di distribuzione, ossia quei grafici a forma di campana che illustrano le probabilità statistiche di una molteplicità di esiti possibili. Nel caso dell’investimento, la curva a campana (detta anche curva di Gauss) descrive la probabilità di conseguire differenti rendimenti sull’investimento in un dato periodo.”*

### **3.5 Luci ed ombre**

L’OMT, fin dal suo annuncio, visto la grande ventata di novità che ha portato è stato un programma molto dibattuto e analizzato soprattutto sotto determinanti aspetti. Nei successivi paragrafi verranno riprese e, ove possibile, ampliate delle analisi su delle particolarità e secondi fini del programma stesso o collegate ad esso.

---

<sup>43</sup> Diminuzione dei rendimenti nei giorni successivi alla ripresa degli acquisti, aumento degli stessi una volta che la BCE smetteva di intervenire nel mercato.

<sup>44</sup> L’unica eccezione sarebbe l’Italia ma l’innalzamento dei rendimenti di marzo 2013 è dovuto all’instabilità politica.

### **3.5.1 La redistribuzione della liquidità**

Come già detto in precedenza ( vedi paragrafo 3.3.2) la liquidità che verrà immessa con il programma di acquisto titoli, come il suo predecessore, verrà completamente sterilizzata.

In questo paragrafo, seguendo l'analisi fatta da Nicola Borri e Giuseppe Ragusa<sup>45</sup>, verrà sostenuta la tesi di un secondo fine dell'OMT e cioè quello di re-distribuire la liquidità nel sistema bancario europeo.

La BCE per effettuare la sterilizzazione, con lo scopo di riassorbire tutta la liquidità che immetterà con l'attivazione dell'OMT<sup>46</sup>, ha sostanzialmente due vie maestre:

- 1 Ridurre di pari importo una voce dell'attivo del suo Bilancio ( pari a 3018 miliardi),
- 2 Utilizzare altri metodi come ad esempio i fixed-term deposit.

La prima opzione pare difficilmente percorribile, infatti, se analizziamo il bilancio della BCE (si veda tabella 3.1) possiamo vedere che esso è composto per 479 miliardi da oro e crediti in oro e per 578 miliardi da crediti vari ( in valuta estera o domestica verso residenti esteri e/o domestici pubbliche amministrazioni etc.) e queste due voci sicuramente non verranno utilizzate dalla BCE per la sterilizzazione dell'OMT. Dal totale attivo dobbiamo poi eliminare i 1128 miliardi che riguardano i due LTRO attivate da Draghi a dicembre 2011 e febbraio 2012 per dare sostegno al sistema bancario. Bisogna poi eliminare dal totale attivo i 276 miliardi che riguardano i titoli acquistati tramite il SMP il CBPP1 (covered bond purchase program) e CBPP2. Quindi sarebbero rimasti, per la sterilizzazione solamente 308 miliardi di altri titoli che sono investimenti che le singole banche centrali nazionali effettuano e che vengono usati per fini non di politica monetaria (“**Other securities** reflects the holdings by the Eurosystem of marketable securities other than those held for monetary policy purposes”<sup>47</sup>).

---

<sup>45</sup> Si veda l'articolo su sito “lavoce.info” “LA BCE E LA STERILIZZAZIONE DELL'OMT” di Nicola Borri e Giuseppe Ragusa del 18/09/2012

<sup>46</sup> “Fourth, OMTs will not lead to inflation. We have designed our operations so that their effect on monetary conditions will be neutral. For every euro we inject, we will withdraw a euro” Tratto dal discorso di Mario Draghi al Bundestag 24 October 2012

<sup>47</sup> Si veda “Composition of the WFS” sul sito della BCE

Fra questi titoli è difficile pensare che ci siano grandi quantità di Titoli di debito di paesi virtuosi da poter vendere per coprire gli acquisti dell'OMT.

Grazie a questa breve analisi possiamo facilmente capire che la BCE non può, o nel caso con margini estremamente limitati, ridurre le attività di bilancio per riassorbire l'extra liquidità immessa.

**Tabella 3.1 Bilancio BCE al 28 dicembre 2012**

Attivo (milioni di EUR)		Situazione	Passivo (milioni di EUR)		Situazione
1	Oro e crediti in oro	479.116	1	Banconote in circolazione	913.677
2	Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	258.835	2	Passività verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro relative a operazioni di politica monetaria e denominate in euro	915.849
3	Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	33.615	3	Altre passività denominate in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	6.796
4	Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro	19.240	4	Certificati di debito emessi	0
5	Rifinanziamenti a favore di istituzioni creditizie dell'area dell'euro relativi a operazioni di politica monetaria e denominati in euro	1.128.794	5	Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	150.579
6	Altri crediti denominati in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	206.254	6	Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro	186.325
7	Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	585.132	7	Passività denominate in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	3.473
8	Crediti verso la pubblica amministrazione denominati in euro	30.008	8	Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	6.380
9	Altre attività	277.205	9	Contropartita dei diritti speciali di prelievo assegnati dall'FMI	56.243
			10	Altre passività	240.501
			11	Conti di rivalutazione	452.824
			12	Capitale e riserve	85.552
<b>Totale attivo</b>		<b>3.018.198</b>	<b>Totale passivo</b>		<b>3.018.198</b>

Escludendo questa possibilità ci rimangono solamente i fixed-term deposit già utilizzati (e analizzati vedi box2.1) nel SMP.

Bisogna ammettere che alcune volte la BCE non è riuscita a soddisfare completamente la sua richiesta di fixed-term deposit però dobbiamo considerare che da luglio 2012 il tasso di rendimento sulla “deposit facility” è pari allo 0% quindi i fixed-term deposit, anche se vincolano la liquidità per una settimana, saranno l’unico investimento senza rischio e con un rendimento maggiore dello 0% presso la BCE mentre prima era possibile utilizzare la deposit facility che si rendeva di meno rispetto ai fixed-term deposit ma aveva il vantaggio di essere overnight e quindi di “congelare” la liquidità depositata per molto meno tempo rispetto ai depositi.

In ogni caso quello in cui vogliamo focalizzare la nostra attenzione è il secondo fine che si può ottenere con i fixed-term deposit. Le banche che riceveranno la liquidità in cambio della vendita alla BCE dei titoli per l’OMT non per forza saranno quelle che depositeranno la liquidità ottenuta, anzi è più probabile che le banche con liquidità in eccesso e più solide, le quali ultimamente hanno raramente grandi quantità di titoli di debito pubblico di Stati rischiosi, soddisferanno la richiesta della BCE in maniera d’avere un investimento sicuro, soprattutto in questi periodi di alta volatilità sui mercati. La BCE in questo modo compierebbe una e vera propria redistribuzione della liquidità nel sistema bancario Europeo e forse questo è proprio un altro obiettivo, meno palese, dell’OMT.

A sostegno di questa ipotesi si vuole far notare che da quando Draghi è stato eletto presidente della BCE ha fin da subito effettuato operazioni per aumentare e redistribuire la liquidità nel sistema bancario europeo.

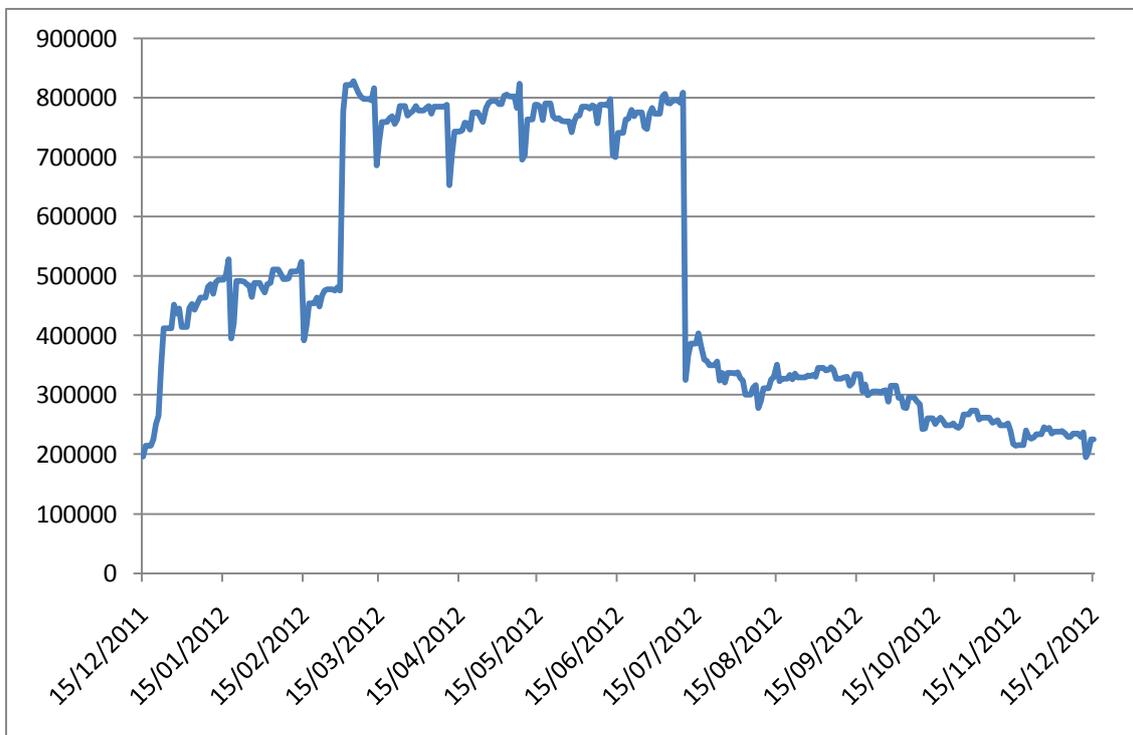
Vanno in questa direzione i due LTRO che hanno inondato di liquidità le banche europee (1130 miliardi al tasso dello 0.75%) e l’abbassamento dei tassi di interesse ufficiale in modo da poter diminuire fino allo 0% il tasso di rendimento della “deposit facility” con lo scopo di spostare la grande massa di liquidità (si veda grafico 3.1<sup>48</sup>) che veniva depositata presso la BCE piuttosto che essere utilizzata nei mercati finanziari, in investimenti nell’economia reale o prestata nel mercato interbancario .

Sono state tutte operazioni per rimettere in moto e riequilibrare il sistema bancario europeo.

---

<sup>48</sup> Personale elaborazione dei dati scaricati dal sito della BCE

**Grafico 3.1** Volumi della “deposit facility”



### ***3.5.2 La sospensione del programma: è veramente possibile?***

Una delle caratteristiche molto importanti dell'OMT è la possibilità per la BCE di sospendere, una volta attivato il programma, l'acquisto dei titoli di debito nel caso in cui lo Stato richiedente non rispettasse il programma di riforme stabilito con l'ESM.

La domanda che ci si pone è se questa opzione è veramente esercitabile dalla BCE oppure no.

Non si può dare una risposta secca a questa domanda perché se da una parte il Consiglio Direttivo ha già dimostrato in varie occasioni di saper agire con pugno di ferro<sup>49</sup> ed accettare dei sacrifici nel brevissimo periodo per dei risultati maggiori nel medio periodo, da un'altra parte i costi connessi ad una sospensione del programma, in questo caso, sarebbero veramente elevati.

<sup>49</sup> Ad esempio il Caso Trichet/SMP - Italia e Spagna che è già stato analizzato nel paragrafo 2.4

Cerchiamo di analizzare la situazione secondo l'ottica della Teoria dei Giochi considerando come giocatori la BCE e lo Stato richiedente.

Per poter rispondere dobbiamo, prima di tutto, considerare le condizioni di base:

1. La reputazione della BCE,
2. Le condizioni economiche dello Stato richiedente,
3. Il costo per lo Stato richiedente di non rispettare il piano stabilito con l'ESM,
4. Il costo per la BCE nel sospendere il programma o non avviare proprio l'acquisto dei titoli.

La reputazione della BCE e in generale delle banche centrali è un elemento fondamentale per poter svolgere al meglio il proprio compito e attuare politiche monetarie credibili e quindi essa è un elemento fondamentale da considerare anche nel caso che stiamo esaminando.

Per capire se la minaccia della sospensione sia credibile o meno dobbiamo considerare anche le condizioni economiche dello Stato richiedente. Esso sicuramente non sarà nelle più rosee situazione da un punto di vista economico, anzi, sarà più probabile che lo Stato stesso si trovi in pessime posizioni e che non riesca praticamente a finanziarsi sui mercati per dei rendimenti troppo eccessivi richiesti dagli investitori.

Infine come ultimo elemento dobbiamo considerare i costi per i nostri due giocatori.

Per la BCE il costo di una sospensione del programma è quello di aumentare le tensioni e la volatilità sul mercato.

Per lo Stato richiedente se da una parte ha il vantaggio di finanziarsi a costi ridotti (Tentazione a barare), al momento dell'attivazione del programma, una volta che decide di interrompere il programma di riforme macroeconomiche avrà dei costi reputazionali (Punizione) altissimi (si ricordi che oltre la BCE abbiamo anche la presenza dell' ESM, quindi di tutti gli Stati Europei, e dell'IMF) con rischio di non riuscire a finanziarsi più sui mercati e arrivare al default.

Ora che abbiamo tutti gli elementi di base possiamo rispondere alla nostra domanda.

In caso di equilibrio non cooperativo, quindi con una delle due parti che non rispetta le condizioni dell'OMT, abbiamo un grave danno sia per i due giocatori sia per l'economia globale visto le ripercussioni che si avrebbero sui mercati finanziari.

Per lo Stato richiedente la punizione è molto maggiore della tentazione a barare con costi reputazionali troppo elevati con rischio di chiudersi tutte le porte per ottenere dei finanziamenti e rischiare, nel corso del tempo, di andare in default.

Per la BCE far avviare un programma di riforme e poi non intervenire per niente sul mercato secondario per l'acquisto dei titoli sarebbe del tutto insensato visto che perderebbe tutta la sua reputazione faticosamente costruita dal 1999 ad oggi; mentre con la sospensione del programma rischierebbe di far peggiorare le condizioni dello Stato stesso ed essere costretta in un futuro prossimo ad attuare un salvataggio di fatto o lasciare andare lo stato in default.

L'equilibrio cooperativo o equilibrio di Nash è ovviamente la situazione migliore ed auspicabile. In questo caso ci troviamo con lo Stato richiedente che effettua le riforme necessarie per il suo consolidamento economico/fiscale, la BCE acquista i titoli a breve termine sul mercato secondario e l'ESM che oltre il suo ruolo di controllare dell'esecuzione del piano stabilito, potrebbe partecipare sul mercato primario dei titoli di debito pubblico facendo diminuire i rendimenti. Otteniamo così l'ottimo sia per lo Stato che per l'economia globale.

Quindi possiamo affermare che è possibile, anche se non auspicabile e potenzialmente dannoso, per la BCE interrompere il programma di acquisto titoli. Semmai è più probabile che nel caso in cui lo Stato richiedente dovesse tentennare o cercare di guadagnare tempo per effettuare delle riforme non popolari la BCE può minacciare la sospensione del programma per "invogliare" lo Stato ad andare avanti nelle riforme stabilite con l'ESM.

### 3.6 Finalità e Conclusioni

Le finalità dell'OMT sono principalmente quattro:

- 1 Ristabilire i canali di trasmissione della politica monetaria,
- 2 Dare una politica monetaria unica per la zona euro,
- 3 Eliminare il “tail-risk” presente nei mercati,
- 4 Redistribuire la liquidità nel sistema bancario europeo<sup>50</sup>.

L'obiettivo principale dell'OMT, come era stato per il SMP, è quello di ristabilire una corretta trasmissione della politica monetaria.

Il motivo principale per cui i canali di trasmissione sono disturbati, come ci dice lo stesso Draghi: “*In our analysis, a main cause of disruptions in the transmission was unfounded fears about the future of the euro area*”<sup>51</sup>, è la paura degli investitori sulla stabilità dell'euro.

Questa paura si è riversata, soprattutto, sugli Stati più in difficoltà facendo aumentare i rendimenti richiesti, dagli investitori, per finanziarsi sui mercati. Ovviamente ci sono dei motivi per cui alcuni Stati hanno avuto più problemi di altri.

Inoltre la presenza del “tail-risk” ha reso impossibile per la BCE la possibilità di attuare una politica monetaria unica.

Il basso tasso del costo del denaro applicato dalla BCE ( il tasso di interesse obiettivo è al 0,75%), in virtù di questa instabilità finanziaria, non si riflette in modo unitario in tutti gli Stati dell'area euro. Si pensi, ad esempio, alle grandi differenze del costo dei prestiti, per imprese e famiglie, fra Stati come Italia e Spagna da una parte e la Germania o la Francia dall'altra.

Proprio per questi motivi la BCE ha deciso di attivare l'OMT per dare una risposta finale e risolutiva agli investitori con lo scopo di riportare la tranquillità sui mercati finanziari e di eliminare queste paure, che non hanno un valido supporto, che tanto stanno danneggiando l'area euro.

---

<sup>50</sup> Questa finalità, meno esplicita, è già stata trattata nel paragrafo 3.5.1

<sup>51</sup> Tratto dal discorso di Mario Draghi al Bundestag 24 October 2012

Come è stato possibile notare l'OMT ha ottenuto degli ottimi risultati anche se nessuno Stato Europeo ha richiesto la sua attivazione.

Questi effetti si sono ottenuti grazie, anche, al fatto che con questo programma la BCE ha rafforzato l'idea di un euro irreversibile e la propria posizione di Guardiano della moneta unica.

# Appendice

## **European Stability Mechanism**

L'ESM (anche detto fondo Salva-Stati) è un Ente, finanziato dai 17 membri dell'Area euro, con lo scopo di salvaguardare la stabilità finanziaria dell'area euro.

Si può considerare come successore dell'European Financial Stability Facility (EFSF) ma con l'importante differenza che questo l'ultimo era temporaneo.

L'ESM ha 5 strumenti principali di supporto finanziario :

1. Programma di aggiustamento macroeconomico con prestiti finanziari,
2. Programma di ricapitalizzazione del sistema bancario,
3. Programma precauzionale di assistenza finanziaria (PCCL/ECCL),
4. Primary Market Support Facility (PMSF),
5. Secondary Market Support Facility (SMSF).

Di seguito approfondiremo solamente due strumenti, quelli utilizzati come condizione fondamentale per l'attivazione dell'OMT.

### **Programma di aggiustamento Macroeconomico**

Il programma di aggiustamento Macroeconomico è un programma intensivo di riforme con lo scopo di migliorare la situazione economica e fiscale del Paese richiedente. Il programma deve essere negoziato con i rappresentanti della troika ( ECB-EC-IMF). In cambio della firma del programma l'ESM garantisce dei prestiti allo Stato richiedente, che generalmente non può collocare più i titoli di debito pubblico sui mercati finanziari visto una richiesta troppo elevata del tasso di interesse.

### **Programma precauzionale di assistenza finanziaria**

Questo programma viene utilizzato per gli Stati che hanno ancora accesso ai mercati finanziari ma che, per evitare dei peggioramenti della situazione nel futuro, attivano una linea di credito, di durata annuale e rinnovabile 2 volte per 6 mesi ciascuna, con l'ESM da utilizzare in caso di difficoltà.

Esistono due “tipologie” di linee di credito:

1. Precautionary conditioned credit line (PCCL): Per gli stati che hanno una situazione economica e finanziaria sostenibile e che rispettano alcuni criteri d'ammissibilità (es debito pubblico sostenibile, nessun problema di insolvenza del settore bancario etc). In cambio di questa linea di credito i Paesi richiedenti sono obbligati a rispettare i criteri d'ammissibilità,
2. Enhanced conditions credit line (ECCL): Per gli Stati che hanno una situazione economia e finanziaria sostenibile ma che non rispettano alcuni dei criteri del PCCL. I beneficiari dell' ECCL devono adottare delle misure correttive in maniera da rimuovere i fattori di debolezza e d eliminare futuri probabili problemi all'accesso ai mercati finanziari.

## Conclusione

In questo lavoro sono state come detto nell'introduzione, analizzate due politiche monetarie non convenzionali della BCE attuate in questo periodo di crisi.

Prima di tutto è stata fatta una premessa sulla politica monetaria della BCE per poter avere gli elementi di base per l'analisi dei due programmi d'acquisto dei titoli di debito.

Successivamente è stato analizzato il Securities markets programme evidenziando le caratteristiche tecniche dello stesso, facendo notare gli effetti prodotti sui mercati e discutere di alcune particolarità e finalità più o meno esplicite. Per l'SMP è stato fatto notare come sia stato utilizzato anche per spingere qualche Stato ad attuare delle riforme strutturali.

Il parere di chi scrive, considera, il Securities markets programme, nonostante gli effetti transitori, utilissimo sia come base dell'OMT ma soprattutto perché la BCE ha dato un chiaro messaggio ai mercati finanziari e agli investitori facendo notare come la Banca Centrale fosse attiva per proteggere l'euro e l'eurozona e aiutare gli Stati ad uscire dalla crisi finanziaria.

A posteriore possiamo dire che una maggior trasparenza del programma stesso sarebbe stata utile per portare più tranquillità sui mercati finanziari ma è stato spiegato il motivo di questa mancanza di trasparenza, ovvero si rafforzò l'indipendenza della BCE stessa.

Dopo l'analisi del SMP è stato analizzato anche l'Outright monetary transactions, il quale si può considerare come l'evoluzione perfetta del precedente programma.

Per l'OMT è stato seguito lo stesso schema del SMP, quindi, sono state elencate e studiate le caratteristiche tecniche (dando molto peso all'accordo fra lo stato richiedente e l'ESM e la spiegazione dei titoli acquistabili), sono stati visti gli effetti prodotti dal programma sui mercati e infine si è discusso di alcune finalità e particolarità del programma.

Per quanto riguarda quest'ultimo punto abbiamo analizzato una finalità implicita del programma stesso e, tramite un approccio della Teoria dei Giochi, abbiamo studiato la fattibilità o meno della sospensione del programma una volta attivato.

Con l'OMT la BCE si è eretta come Guardiano della moneta unica enfatizzando, con la creazione di un programma quantitativamente illimitato, il concetto di un euro irreversibile e della necessità, per uscire finalmente dalla crisi, del binomio di politica Monetaria e Fiscale per poter correggere, con la prima, le distorsioni sui mercati finanziari e, con la seconda, i problemi e/o errori dei singoli Stati fatti nel passato.



## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

1. BANCA CENTRALE EUROPEA, Conferenze stampa post decisione di politica monetaria, dal Giugno 2010 a Dicembre 2012
2. BANCA CENTRALE EUROPEA, bollettini mensili: Gennaio 1999, Giugno 2003, Luglio 2011
3. BANCA CENTRALE EUROPEA (2000): “Guideline of the European Central Bank of 31 August 2000 on monetary policy instruments and procedures of the Eurosystem”
4. BANCA CENTRALE EUROPEA (2004): “La Politica Monetaria della BCE”
5. BANCA CENTRALE EUROPEA (2006): “History, Role and Functions”, second revised, by HANSPETER K.SCHELLER
6. BANCA CENTRALE EUROPEA , conferenze stampa post-decisione di politica monetaria, da giugno 2010 a marzo 2013
7. BANCA CENTRALE EUROPEA(2010): Press Release “ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets”
8. BANCA CENTRALE EUROPEA (2010) “DECISION OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK of 14 May 2010 establishing a securities markets programme”
9. BANCA CENTRALE EUROPEA (2011): “The Monetary Policy of the ECB”
10. BANCA CENTRALE EUROPEA (2011): “Guideline of the European Central Bank of 20 September 2011 on monetary policy instruments and procedures of the Eurosystem”
11. BANCA CENTRALE EUROPEA (2011): “Annual Report”
12. BANCA CENTRALE EUROPEA (2012): “Technical features of Outright Monetary Transactions”
13. BANCA CENTRALE EUROPEA (2013): “Details on securities holdings acquired under the Securities Markets Programme”
14. BANCA D’ITALIA: “Supplementi al Bollettino Statistico Moneta e Banche” 08 marzo 2013
15. BORRI NICOLA: lezioni di Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari “Rischio e struttura a termine dei tassi capitolo 5”
16. BORRI NICOLA: lezioni di Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari “12\_mishkin\_2011\_strumenti\_obiettivi\_politica\_monetaria”

17. BORRI NICOLA e RAGUSA GIUSEPPE “LA BCE E LA STERILIZZAZIONE DELL'OMT” articolo tratto da lavoce.info del 18/09/2012
18. Building the bridge to a stable European economy: Speech by Mario Draghi, President of the ECB, at the annual event “Day of the German Industries” organized by the Federation of German Industries, Berlin, 25 September 2012
19. European Stability Mechanism (2012) “Frequently asked questions”
20. FABRIZI PIER LUIGI (2011): “Economia del mercato mobiliare” Quarta edizione, Egea
21. DI GIORGIO GIORGIO (2007): “Lezioni di Economia Monetaria” Terza edizione, CEDAM
22. DRAGHI MARIO : Discorso fatto all’inaugurazione della Mostra “La moneta dell’Italia unita: dalla lira all’euro” il 4 aprile 2001
23. Interview with Jean-Claude Trichet, President of the ECB, and Handelsblatt, conducted by Ms Marietta Kurm-Engels and Mr Andreas Hoffbauer, on 12 May 2010
24. Interview with Jean-Claude Trichet, President of the ECB, conducted by Thomas Tuma and Christoph Pauly on 13 May 2010
25. Interview with Jean-Claude Trichet, President of the ECB, and Le Monde, conducted by Frédéric Lemaître, Stéphane Lauer and Marie de Vergès on 31 May 2010
26. Interview with Süddeutsche Zeitung: Mario Draghi, President of the ECB, conducted by Alexander Hagelüken and Markus Zydra on 11 September 2012,
27. MONACELLI TOMMASO “Inizia l’era OMT” articolo tratto da lavoce.info del 07/09/2012
28. New ECB Premises: Ceremony of the laying of the foundation stone  
Welcome address by Jean-Claude Trichet, President of the ECB, Frankfurt am Main, 19 May 2010
29. Opening statement at Deutscher Bundestag: Speech by Mario Draghi, President of the ECB, Discussion on ECB policies with Members of Parliament, Berlin, 24 October 2012
30. PIMCO (2012) materiale educativo “ cosa significa tail-risk”

31. UNIONE EUROPEA (2008): " Versione Consolidata del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea"
32. The great financial crisis: Lessons for financial stability and monetary policy  
Introductory remarks by Jean-Claude Trichet, President of the ECB, at the at the Colloquium in honour of Lucas Papademos, Frankfurt am Main, 20 May 2010

#### Sitografia

[www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

[www.ecb.int](http://www.ecb.int)

[www.esm.europa.eu/](http://www.esm.europa.eu/)

[www.lavoce.info](http://www.lavoce.info)

#### Programmi utilizzati

Thomson Reuters Datastream