LUISS

Corso di laurea di Economia e Management

Cattedra di Macroeconomia e Politica Economica

Dalla crisi alla stabilità: l'evoluzione degli strumenti di politica monetaria della BCE

Prof. Salvatore Nisticò

RELATORE

Sonia Sofia Pronesti

Matr. 287521

CANDIDATA

Anno Accademico 2024/2025

A Sara Campanella e a tutte
le donne precocemente
private della loro voce.
Questo successo è per voi.

INDICE

Introduzione 5

Capitolo 1- La politica monetaria della BCE: Fondamenti e Obiettivi 7

1.1 La nascita della BCE e il Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC) 7

1.1.1 I primi interventi europei in materia finanziaria 7

1.1.2 L'istituzione della BCE e del SEBC 9

1.1.3 Le funzioni della BCE e del SEBC 10

1.1.4 L'indipendenza della BCE 11

1.2 Gli obiettivi della politica monetaria: stabilità dei prezzi e crescita economica 12

1.2.1 Le funzioni della politica monetaria 13

1.2.2 La creazione di base monetaria 14

1.2.3 Il controllo della liquidità 17

Capitolo 2- Gli strumenti convenzionali di Politica monetaria della BCE 18

2.1 Gli strumenti convenzionali: standing facilities e tassi di interesse sulle riserve, operazioni di mercato aperto e riserve minime 18

2.2 Le standing facilities e i tassi di interesse sulle riserve 18

2.3 Le operazioni di mercato aperto 21

2.4 Coefficiente di riserva obbligatoria 25

Capitolo 3 - Gli strumenti non convenzionali di politica monetaria della BCE 28

3.1 Introduzione alle misure non convenzionali 28

3.1.1 Perché implementare misure di politica non convenzionale? 28

3.1.2 Principali caratteristiche delle misure non convenzionali 29

3.2 Come sono implementate le misure non convenzionali? 31

3.2.1 Zero Lower Bound 32

3.2.2 Forward Guidance 33

3.2.3 Direct Quantitative Easing 36

3.2.4 Direct Credit Easing 39

3.2.5 Indirect Quantitative-Credit Easing 40

3.3 Dalla teoria alla pratica: i programmi non convenzionali della BCE 41

3.3.1 L'Asset Purchase Programme (APP) 42

3.3.2 Il pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) 44

3.3.3 Il corporate Sector Purchase Programme (CSPP) e il Covered Bond Purchase Programme (CBPP3) 46

3.3.4 Le Targeted Long-Term Refinancing Operations (TLTRO) 53

3.3.5 Il Tiering delle riserve bancarie e la politica dei tassi negativi 55

Capitolo 4- Risposte della BCE alle crisi finanziarie ed economiche 60

4.1 Premessa: nascita e sviluppo delle crisi finanziarie 60

4.1.1 La prima grande crisi finanziaria 61

4.1.2 La crisi del debito sovrano in Europa 68

4.1.3 La crisi pandemica 74

4.2 Gli strumenti convenzionali sono sempre più ordinari? 77

4.2.1 Fattori che spiegano l'uso continuativo degli strumenti non convenzionali 77

4.2.2 Il ruolo della credibilità e della gestione delle aspettative 82

4.3 Opportunità e rischi della nuova normalità monetaria 84

4.3.1 Integrare gli strumenti non convenzionali nel quadro di politica monetaria 84

4.3.2 Gli effetti collaterali degli strumenti non convenzionali di politica monetaria 86

4.3.3 Personalizzazione degli strumenti non convenzionali nel contesto economico-istituzionale 89

Conclusioni 91

Bibliografia 95

Sitografia 98

Introduzione

A partire dalla crisi finanziaria globale del 2008, il contesto macroeconomico e finanziario in cui opera la Banca Centrale Europea (BCE) è stato segnato da una successione di shock di natura sistemica che hanno messo sotto pressione il quadro istituzionale e operativo dell'Eurosistema. La turbolenza dei mercati finanziari, lo scoppio della crisi dei debiti sovrani, l'impatto recessivo della pandemia da COVID-19 e le recenti tensioni geopolitiche legate ai conflitti globali hanno ridefinito in profondità il ruolo della politica monetaria, imponendo una critica rivalutazione degli strumenti tradizionalmente adibiti al perseguimento dell'obiettivo di stabilità dei prezzi.

In tale critica cornice, la BCE si è trovata più volte nella necessità di operare in condizioni non convenzionali, caratterizzate dal raggiungimento dell'*Effective Lower Bound* (ELB) sui tassi di interesse e da persistenti disfunzioni nei meccanismi di trasmissione della politica monetaria. L'istituzione ha, quindi, progressivamente ampliato il proprio arsenale di strumenti, affiancando alle misure convenzionali un'articolata gamma di strumenti non convenzionali, il cui impiego si è rivelato determinante per garantire la stabilità macroeconomica e finanziaria dell'area euro.

Il presente elaborato si propone di analizzare l'evoluzione della strategia operativa della BCE attraverso una ricostruzione sistematica delle motivazioni, modalità attuative ed effetti delle sue principali misure di politica monetaria, con l'obiettivo di comprendere come le crisi abbiano innescato un processo di trasformazione strutturale degli strumenti disponibili all'autorità monetaria. Particolare attenzione è dedicata al processo di normalizzazione e all'emergere di una "nuova normalità monetaria", nella quale le misure non convenzionali non costituiscono più mere risposte straordinarie, bensì componenti integrate e permanenti del *framework* di *policy*.

Il primo capitolo è dedicato all'analisi dei fondamenti giuridici e istituzionali della BCE e del Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC), nonché agli obiettivi fondamentali della politica monetaria, con un focus sull'indipendenza dell'istituzione, sulla funzione di stabilizzazione dei prezzi e sul controllo della liquidità.

Il secondo capitolo esamina il funzionamento degli strumenti convenzionali di politica monetaria, illustrandone i meccanismi tecnici e i limiti emersi nei recenti contesti di crisi.

Nel terzo capitolo, l'attenzione si sposta sugli strumenti non convenzionali, con una distinzione tra le diverse categorie di misure adottate, dalla *Forward Guidance* ai programmi di acquisto di attività finanziarie, e un'analisi puntuale dei principali programmi implementati dalla BCE nel corso dell'ultimo ventennio.

Il quarto capitolo ricostruisce le risposte della BCE ai principali eventi di crisi, valutando le ragioni del ricorso sistemico agli strumenti non convenzionali, i vincoli operativi imposti dall'ELB e le implicazioni di lungo periodo in termini di credibilità, trasparenza e coerenza del quadro di *policy*.

La riflessione finale verte sulle opportunità e sui rischi associati alla permanenza degli strumenti non convenzionali nel *toolkit* operativo della BCE, nonché sulle condizioni che ne giustificano l'adattamento al contesto economico e istituzionale di riferimento. La ricerca si propone così di offrire un contributo critico all'analisi della politica monetaria contemporanea, mettendo in luce la crescente complessità delle decisioni dell'autorità monetaria e la necessità di una governance multilivello capace di affrontare le sfide di una stabilità sempre più interdipendente.

Capitolo 1- La politica monetaria della BCE: Fondamenti e Obiettivi

1.1 La nascita della BCE e il Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC)

Dopo la Seconda guerra mondiale gli Stati europei hanno avviato forme di integrazione sempre più stringenti, nell'intento di evitare nuovi e sanguinosi conflitti e di favorire lo sviluppo economico e sociale del Vecchio Continente.

Tale processo di integrazione è avvenuto in modo graduale, tramite una serie di tappe fondamentali così riassumibili:

- La sottoscrizione, avvenuta nel marzo del 1957, del Trattato di Roma che ha istituito la Comunità Economica Europea (CEE). I Paesi sottoscrittori[1] hanno dato vita ad un'unione doganale, ovvero un'area contrassegnata dalla libera circolazione delle merci al suo interno e dall'applicazione di una tariffa comune sulle importazioni nel resto del mondo.
- La creazione, nel marzo del 1979, del Sistema Monetario Europeo (SME). Esso era un accordo tra paesi del CEE che imponeva precisi limiti di fluttuazione dei cambi delle valute nazionali attorno alla parità centrale.
- L'adozione, nel febbraio del 1986, dell'Atto Unico Europeo. Tale atto aveva come fine prioritario la costituzione di un'unione economica tra i Paesi comunitari, tramite la creazione di un mercato libero nella circolazione di beni, servizi, persone e capitali ed attraverso l'armonizzazione delle politiche economiche nazionali.
- L'ultima tappa corrisponde, infine, all'introduzione della moneta unica, nel 1999.

1.1.1 I primi interventi europei in materia finanziaria

Il primo consistente intervento europeo in materia finanziaria si concretizza con la stipula del Trattato sull'Unione Europea (TUE)[2], sottoscritto il 7 febbraio 1992 a Maastricht alla presenza del Presidente del Parlamento europeo, Egon Klepsch, e dei rappresentanti dei 12 Paesi membri della Comunità europea[3]. Tale accordo, universalmente noto come

[1] Belgio, Francia, Germania, Italia, Lussemburgo e Paesi Bassi.
[2] https://european-union.europa.eu/principles-countries-history/history-eu_it
[3] Belgio, Danimarca, Germania, Grecia, Spagna, Francia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito

Trattato di Maastricht, segna una profonda trasformazione dell'architettura istituzionale della Comunità, dando vita all'Unione Europea (UE) e strutturandola su tre pilastri fondamentali: Comunità europee, Politica Estera e di Sicurezza Comune (PESC), e cooperazione in materia di giustizia e affari interni (GAI).

Un punto centrale del TUE è quello di subordinare la partecipazione di un paese nella costituenda Unione economica e monetaria (UEM) ad un sufficiente grado di convergenza rispetto agli altri Paesi che la compongono. Il TUE, infatti, definisce e regola gli aspetti della convergenza economica e dell'unione monetaria, che riguardano il coordinamento delle politiche economiche e la fase di transizione verso la moneta unica e il nuovo ordinamento, il quale sarebbe entrato in vigore in un arco temporale variabile, fissato tra il 1997 e il 1999.

Con l'entrata in vigore del TUE, la denominazione "Comunità Economica Europea" fu sostituita da "Comunità Europea" (CE), a testimonianza dell'evoluzione del percorso di unificazione, che, da una prospettiva eminentemente economica, si estendeva a nuove dimensioni della cooperazione intergovernativa.

Contestualmente, si adottò una moneta unica come elemento cardine del processo di integrazione economica. L'euro venne inizialmente introdotto nel 1999 quale moneta di conto, mentre la sua circolazione fisica ebbe inizio nel gennaio 2002.

L'idea sottostante al Trattato e, alla realizzazione della moneta unica, è quella di ricondurre la sovranità degli Stati nazionali europei all'interno di un ordinamento comune legalmente costituito. L'innovazione di tale accordo è rappresentata dalla restituzione all'ordinamento giuridico della funzione di contrastare la distruzione del potere di acquisto della moneta; ciò viene svolto attraverso la sottrazione agli Stati nazionali membri di gran parte dei loro poteri di sovranità monetaria, trasferendoli a livello soprannazionale. La via che ha portato alla firma del Trattato e, successivamente, all'euro è stata tracciata nella convinzione che il Mercato unico dovesse essere accompagnato da un'unione monetaria.

In prima istanza, gli Stati membri che soddisfacevano i criteri di convergenza stabiliti per l'adozione della moneta unica erano undici su quindici. Successivamente, il numero di Paesi aderenti è progressivamente aumentato.[4]

1.1.2 L'istituzione della BCE e del SEBC

Contestualmente all'introduzione dell'euro, fu istituita la Banca Centrale Europea (BCE), un organismo sovranazionale deputato alla definizione e all'attuazione della politica monetaria nell'Eurozona.[5]

L'istituzione della BCE fu accompagnata dalla creazione del Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC)[6], il quale comprende tutte le banche centrali nazionali (BCN) degli Stati membri dell'Unione Europea, a prescindere dalla loro adesione all'euro. Le BCN degli Stati membri che non hanno aderito all'euro mantengono autonomia nella gestione della politica monetaria nazionale.

La BCE e il SEBC operano con l'obiettivo primario di garantire la stabilità dei prezzi, conformemente a quanto sancito dall'articolo 127 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE). Fatto salvo tale obiettivo, il SEBC sostiene la politica economica generale nell'Unione nell'ottica di contribuire alla realizzazione degli obiettivi di quest'ultima. Il SEBC agisce in conformità del principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza, favorendo una efficace allocazione delle risorse (articolo 127, paragrafo 1, TFUE).[7]

L'architettura decisionale della BCE si articola in tre principali organi direttivi: Consiglio direttivo, Comitato Esecutivo, Consiglio Generale.

In primis, il Consiglio Direttivo, massima autorità decisionale, è composto dal Presidente e dal Vicepresidente della BCE, da quattro membri del Comitato Esecutivo e dai

---

[4] La Grecia vi fece ingresso nel 2001, seguita dalla Slovenia nel 2007, da Cipro e Malta nel 2008, dalla Slovacchia nel 2009, dall'Estonia nel 2011, dalla Lettonia nel 2014, dalla Lituania nel 2015 e, più recentemente, dalla Croazia nel 2023.

[5] https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/search-all-eu-institutions-and-bodies/european-central-bank-ecb_it

[6] https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.it.html

[7] https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/fiches_techniques/2013/040103/04A_FT(2013)040103_IT.pdf

governatori delle BCN dei diciannove Stati facenti parte dell'Eurozona. Tale organo è responsabile della definizione della politica monetaria per l'area dell'euro, adottando deliberazioni sulla base di un sistema di voto a maggioranza.

Il meccanismo di voto prevede un sistema di rotazione, con i cinque Stati aventi il maggiore peso economico (Germania, Francia, Italia, Spagna e Paesi Bassi) che condividono quattro diritti di voto, mentre gli altri quattordici Paesi condividono gli undici rimanenti.

Il Comitato Esecutivo, composto dal Presidente e dal Vicepresidente della BCE unitamente ad altri quattro membri designati dal Consiglio Europeo, è incaricato dell'attuazione della politica monetaria dell'Eurozona in conformità alle decisioni del Consiglio Direttivo. Inoltre, svolge funzioni di gestione operativa della BCE e di coordinamento delle attività delle BCN.

Parallelamente, il Consiglio Generale è costituito dal Presidente e dal Vicepresidente della BCE, nonché dai governatori delle BCN di tutti gli Stati membri dell'Unione Europea, indipendentemente dalla loro partecipazione all'Eurozona. Tale organo riveste una funzione transitoria e si occupa della cooperazione tra gli Stati aderenti all'euro e quelli che ancora non hanno adottato la moneta unica, oltre a provvedere alla raccolta e all'analisi di dati statistici di rilievo per l'attività della BCE. Il Consiglio Generale cesserà di esistere qualora tutti gli Stati membri dell'UE adottassero l'euro.

1.1.3 Le funzioni della BCE e del SEBC

Le competenze principali della BCE e del SEBC, definite all'articolo 127, paragrafo 2 del TFUE, includono:

- la determinazione e l'attuazione della politica monetaria dell'Eurozona;
- lo svolgimento di operazioni sui mercati valutari;
- la gestione delle riserve ufficiali degli Stati appartenenti all'area euro;
- la promozione del regolare funzionamento dei sistemi di pagamento.

Oltre a queste funzioni fondamentali, la BCE detiene il diritto esclusivo di emissione delle banconote in euro e svolge un ruolo chiave nella cooperazione finanziaria, sia a livello comunitario sia internazionale.

A partire dal 2014, la BCE ha inoltre assunto rilevanti compiti di vigilanza prudenziale sugli istituti di credito nell'ambito del Meccanismo di Vigilanza Unico (MVU), contribuendo alla stabilità del sistema finanziario europeo.

Le principali finalità della vigilanza bancaria europea sono la salvaguardia della sicurezza e della solidità del sistema bancario europeo, l'accrescimento dell'integrazione e della stabilità finanziarie e la garanzia di una vigilanza coerente.[8]

La BCE sovrintende alla vigilanza bancaria in una prospettiva europea attraverso la definizione di un approccio comune alle attività correnti di vigilanza, il ricorso ad azioni di vigilanza e a misure correttive armonizzate, l'applicazione coerente della regolamentazione e delle politiche di vigilanza. L'obiettivo della vigilanza bancaria europea è contribuire a ristabilire la fiducia nel settore bancario europeo e rafforzare la capacità di tenuta delle banche.

Al fine di garantire la trasparenza della propria attività, la BCE riferisce regolarmente al Parlamento Europeo e al Consiglio dell'Unione Europea. Il principale strumento di comunicazione dell'istituto è il Bollettino Economico, il quale fornisce dettagliate informazioni macroeconomiche e monetarie alla base delle decisioni di politica monetaria. Tale pubblicazione è affiancata da conferenze stampa, relazioni e approfondimenti destinati a migliorare la comprensione delle dinamiche economiche da parte dei cittadini e degli operatori del settore.

1.1.4 L'indipendenza della BCE

L'intero quadro istituzionale dell'Eurosistema si fonda sul principio dell'indipendenza della politica monetaria da ogni influenza politica.

[8] https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/thessm/html/index.it.html

L'assunto di base, avvalorato da numerose verifiche empiriche, consiste nel ritenere che l'indipendenza di una Banca Centrale favorisca il mantenimento della stabilità dei prezzi. Poiché, come approfondiremo successivamente, la stabilità dei prezzi rappresenta l'obiettivo prioritario della politica monetari attuata dall'Eurosistema, una BCE indipendente rappresenta un'assicurazione a tutela di questo fine primario.

In sostanza, tale indipendenza consiste nel divieto, per la BCE e le Banche Centrali Nazionali, di richiedere o ricevere istruzioni inerenti alla politica monetaria, e agli altri compiti di pertinenza, da qualsiasi organismo comunitario o Governo nazionale. Tali soggetti devono, a loro volta, rispettare l'indipendenza della BCE e delle Banche Centrali Nazionali senza cerca di influenzarne le decisioni.

La BCE è dotata di un proprio bilancio indipendente e di un capitale sociale sottoscritto e versato da parte delle Banche Centrali Nazionali. Inoltre, l'indipendenza della BCE si fonda sul divieto per ogni Banca Centrale Nazionale di concedere linee di credito al settore pubblico.

1.2 Gli obiettivi della politica monetaria: stabilità dei prezzi e crescita economica

La politica monetaria costituisce un pilastro fondamentale della politica economica, con essa si prendono le decisioni su quanta moneta deve esservi nel sistema economico e su quanto deve "costare" la moneta.

La quantità di moneta presente nel sistema economico ne influenza il funzionamento, poiché, se ve ne è poca, saranno difficili gli scambi, mentre se ve ne è molta, ci sarà troppa domanda e, quindi, un'elevata inflazione, con una conseguente perdita del valore della moneta.

Il costo della moneta può essere espresso in 2 modi:

1. con il tasso di interesse, che è il prezzo che bisogna pagare per avere a disposizione del denaro per un certo periodo di tempo;
2. con il tasso di cambio, ossia la quantità di valuta nazionale necessaria per "comprare" una unità di valuta estera (o viceversa).

Il tasso di interesse influenza gli investimenti e la domanda di moneta, mentre il tasso di cambio contribuisce a determinare i flussi di esportazioni e importazioni.

Queste decisioni sono prese dalla Banca centrale, in modo indipendente dalle autorità governative; l'indipendenza della Banca centrale è necessaria poiché i Governi, e le coalizioni politiche che li sostengono, potrebbero essere tentati di effettuare manovre come l'aumento della base monetaria o la riduzione del tasso d'interesse che, nel breve termine, possono risultare vantaggiose per l'economia, in termini di crescita di consumi e riduzione della disoccupazione, ma che dopo poco tempo possono rivelarsi molto dannose.

1.2.1 Le funzioni della politica monetaria

La politica monetaria svolge un ruolo fondamentale nel garantire il corretto funzionamento dell'economia, intervenendo attraverso diverse funzioni essenziali. Tra queste, rientrano l'emissione di una quantità adeguata di moneta, la tutela del valore della moneta nel tempo, il mantenimento dell'equilibrio nei tassi di cambio e la vigilanza sul sistema bancario e finanziario. Inoltre, la Banca centrale si occupa di preservare la stabilità economica e finanziaria, prevenendo crisi e disfunzioni del mercato.

Per stabilità dei prezzi si intende un tasso d'inflazione[9] inferiore ma prossimo al 2 per cento nel medio periodo. L'analisi monetaria sfrutta il legame di lungo periodo tra moneta e prezzi e costituisce principalmente un mezzo per controllare in maniera incrociata le indicazioni di politica monetaria nel breve e medio periodo provenienti dall'analisi economica. L'analisi monetaria consiste in un'analisi dettagliata dell'andamento monetario e dei crediti al fine di valutare le implicazioni per l'inflazione futura e la crescita economica

[9] Un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per la zona euro.

1.2.2 La creazione di base monetaria

La prima funzione della politica monetaria è inerente all'offerta di moneta e, nello specifico, la Banca centrale si occupa di fornire al sistema economico una quantità adeguata di moneta per consentirne un corretto funzionamento.

Tale funzione viene realizzato creando moneta, ovvero stampando banconote e coniando monete, e controllando la quantità di moneta in circolazione, che è misurata dagli aggregati monetari M_1 e M_2.[10]

La ratio della creazione di moneta è evidente: occorre fornire una quantità sufficiente di strumenti di pagamento perché si possano realizzare gli scambi, evitando così forme di scambio prive di moneta (come il baratto) che potrebbero condurre a fallimenti di mercato.

La quantità sufficiente di moneta deve essere tale da garantire gli scambi e, allo stesso tempo, deve essere tale da non stimolare artificialmente troppi acquisti, circostanza che potrebbe favorire l'insorgere di inflazione, piuttosto che un aumento della produzione.

Dato che la creazione di moneta avviene nel corso del tempo è opportuno approfondire i parametri che vengono tenuti presenti dalle autorità monetarie per decidere di quanto incrementare in ciascun anno la base monetaria esistente. Si può affermare che le autorità monetarie considerano i seguenti parametri per decidere di quanto incrementare la quantità di liquidità circolante: il tasso di crescita del PIL nominale e la percentuale degli scambi effettuati utilizzando contanti.

Il motivo per il quale è considerato l'incremento del PIL nominale[11] nella decisione di aumento della base monetaria è rappresentato dal fatto che una delle funzioni della moneta è quella di consentire gli scambi; ciò implica che l'incremento di scambi comporterà un maggiore fabbisogno di moneta. La domanda di moneta è, inoltre,

---

[10] Gli aggregati monetari rappresentano misure della quantità di moneta in circolazione all'interno di un sistema economico. L'aggregato M1 include il circolante (banconote e monete) e i depositi a vista, ovvero le attività finanziarie immediatamente liquidabili. L'aggregato M2, invece, comprende M1 e, inoltre, i titoli e i depositi liquidabili nell'arco delle 24 ore.

[11] Si parla di "PIL nominale" in quanto esso rileva non solo la crescita di reddito in termini reali, ma anche l'aumento effettivo dei prezzi.

proporzionale al reddito, ragion per cui al crescere del reddito, ossia del PIL, anche la domanda di moneta subirà un aumento.

L'esistenza di strumenti di pagamento alternativi al contante rende tuttavia necessario precisare che la necessità di liquidità per l'incremento degli scambi, misurata dalla crescita del PIL, può essere soddisfatta in parte dalle forme di pagamento diverse dal contante, ed in parte dal contante stesso. Per cui, è evidente che la base monetaria (costituita dal contante) non deve crescere nella stessa misura dell'incremento del PIL, ma è sufficiente che aumento in una misura inferiore.

Per quantificare tale misura occorre, dunque, moltiplicare il tasso di crescita del PIL per la percentuale di utilizzo del contante negli acquisti.

Volendo formalizzare le considerazioni sopra riportate, si può scrivere:

$$\Delta B/B = \omega \Delta Y/Y$$

Dove ΔB rappresenta la crescita della base monetaria, decisa dalla Banca centrale, B la base monetaria esistente, ΔY la crescita del PIL nominale, Y il PIL nominale e ω la percentuale di utilizzo dei contanti nei pagamenti, calcolata dividendo il valore pagamento effettuati con i contanti al totale dei pagamenti effettuati nel sistema economico.

Questa regola può non essere rispettata dall'autorità monetaria, se essa ha come obiettivo quella di far crescere l'economia.

In tal caso, la Banca centrale potrebbe essere propensa ad iniettare più liquidità nel sistema economico, facendo crescere la base monetaria, e non solo la dimensione degli altri aggregati monetari (M_1 e M_2).

La formula sopra indicata va, quindi, considerata valida nel lungo periodo, mentre nel breve-medio periodo la crescita della base monetaria risulta in buona misura indipendente dall'andamento del PIL.

Ci si potrebbe a questo punto chiedere il motivo per il quale non si stampano più soldi, così che tutti abbiano un potere di acquisto più elevato. La risposta a tale domanda è rappresentata dalla seguente considerazione:

(Di Pace M., 2016, P.P. 380), *«Se si stampasse una quantità di banconote superiore a quella necessaria, si avrebbe una creazione di ulteriore moneta attraverso il meccanismo «deposito – prestito – ulteriore deposito» e tale circostanza comporterebbe un eccesso di domanda di beni e servizi, che nel breve termine si scaricherebbe sul fronte dei prezzi, piuttosto che su quello della produzione. Per cui, se le autorità monetarie, in un momento di follia, decidessero di stampare molto denaro, ad una prima fugace fase iniziale di incremento della ricchezza, e quindi di un aumento degli acquisti, seguirebbe ben presto una seconda fase in cui il rialzo dei prezzi riporterebbe la quantità di moneta in termini reali, ossia in termini di capacità di acquisto, allo stesso livello precedente, con danni però per alcune categorie sociali che, non essendo tradizionalmente protette da processi inflazionistici, non possono recuperare pienamente la perdita di valore della moneta»*[12]

In altre parole, la semplice emissione di moneta senza un corrispondente incremento della produzione di beni e servizi non porta a un reale aumento della ricchezza collettiva, ma genera inflazione, ossia un aumento generalizzato dei prezzi. Questo fenomeno vanifica il beneficio iniziale della maggiore disponibilità di denaro, poiché il potere d'acquisto della moneta si riduce proporzionalmente. Inoltre, l'inflazione colpisce in modo diseguale la popolazione: coloro che percepiscono redditi fissi o che non possono adeguare rapidamente i propri guadagni all'aumento dei prezzi subiscono una perdita economica significativa. Per questi motivi, la Banca centrale adotta politiche monetarie più complesse e mirate, cercando di bilanciare la stabilità dei prezzi con la crescita economica, evitando interventi che possano causare squilibri inflazionistici dannosi per l'intero sistema economico.

[12] La citazione proviene dal manuale "L'economia e la politica economica" a cura di Di Pace M.

1.2.3 Il controllo della liquidità

La seconda modalità con cui la Banca centrale può offrire moneta al sistema economico è il controllo della liquidità.

La liquidità è la quantità di moneta in circolazione, facendo riferimento non solo alle banconote e monete (base monetaria), ma anche ad altri aggregati monetari (M_1 e M_2). Gli acquisti non vengono infatti svolti esclusivamente tramite contante, ma riguardano anche altri strumenti[13] che sono utilizzabili come mezzo di pagamento.

Pertanto, non si può controllare la liquidità di un sistema economico trascurando il denaro esistente nei conti tenuti presso le banche e le società finanziarie.

Vi sono poi ulteriori indicatori monetari (M_3, L)[14] che vengono tenuti in considerazione dalle autorità monetarie nel condurre la politica monetaria.

Per quanto riguarda la finalità di controllo della liquidità va sottolineato che esse sono sostanzialmente le stesse della creazione della base monetaria. Il controllo della liquidità ha innanzitutto lo scopo di assicurare al sistema economico la quantità "giusta" di moneta, sebbene in questo caso non si faccia riferimento solo al contante, ma anche alle forme di moneta che vanno a comporre gli aggregati M_1 e M_2. In altre parole, l'autorità monetaria decide il livello di liquidità del sistema economico considerando sia la quantità di contanti in circolazione, sia la quantità di denaro depositato nei conti e nei depositi.

Dal punto di vista operativo, il controllo della liquidità si risolve nella riduzione della moneta in circolazione in caso di rischio di inflazione, o quando questo rischio si è già verificato, ossia quando l'inflazione è crescente e significativa.

Per quanto riguarda le modalità di attuazione del controllo di liquidità, l'autorità monetaria non può controllare completamente gli aggregati monetari (a differenza della moneta) e, quindi, interviene con varie tipologie di operazioni.

---

[13] Con "altri strumenti" facciamo riferimento a strumenti di pagamento come assegni, bonifici, carte di credito e di debito.

[14] L'aggregato monetario M_3 aggiunge all'aggregato M_2 la raccolta bancaria "pronti contro termine", le quote di fondi comuni monetari, i titoli di mercato monetario e le obbligazioni con scadenza originaria fino a 2 anni. L'aggregato L comprende M_3 a cui si aggiungono i buoni di risparmio, i titoli di Stato a breve termine ed altre attività liquide.

Capitolo 2- Gli strumenti convenzionali di Politica monetaria della BCE

2.1 Gli strumenti convenzionali: standing facilities e tassi di interesse sulle riserve, operazioni di mercato aperto e riserve minime

La Banca centrale, per poter controllare la liquidità del sistema economico, interviene con vari tipi di operazioni, che possono modificare la quantità di denaro in circolazione sia direttamente (es. mediante interventi sul mercato finanziario) sia indirettamente (es. stimolando gli operatori privati a modificare la quantità di moneta detenuta nella direzione voluta).

Le operazioni a cui si fa riferimento sono le seguenti: intervento sul mercato monetario con acquisto/vendita di titoli (Operazioni di mercato aperto), operazioni attuabili su iniziativa delle controparti (*standing facility*) e valutazione della riserva obbligatoria.

La prima e l'ultima di queste misure rientrano nella categoria di interventi diretti, mentre la seconda tipologia di operazioni rappresenta la modalità classica di intervento indiretto.

2.2 Le standing facilities e i tassi di interesse sulle riserve

La variazione della liquidità può essere ottenuta, in modo indiretto, attraverso la modifica dei tassi di interesse tramite le c.d. *standing facilities*[15].

Le *standing facilities* costituiscono strumenti essenziali nell'ambito delle politiche monetarie, poiché permettono agli istituti di credito di accedere a liquidità *overnight*[16] su base immediata, secondo un tasso predeterminato dall'ente centrale regolatore. Tali operazioni si riflettono sui bilanci bancari, attraverso un accrescimento delle riserve bancarie, manifestandosi sotto forma di depositi. Questi ultimi possono essere ulteriormente prestati, favorendo così un incremento della liquidità all'interno dell'intero sistema finanziario, in linea con gli obiettivi preposti da tali manovre monetarie.

---

[15] https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/sf/html/index.en.html

[16] Il termine "liquidità overnight" si riferisce alla forma di liquidità provvisoria che le istituzioni finanziarie acquisiscono per esigenze di fondi immediati, da rimborsare nell'arco del giorno lavorativo successivo. Tale forma è essenziale per la gestione della liquidità di brevissimo termine nel sistema finanziario.

All'interno di queste operazioni di politica monetaria, si distingue tra le *marginal lending facilities* e le *deposit facilities*; entrambi questi strumenti sono attivati per volontà delle controparti.

Nel caso in cui un istituto bancario necessiti di fondi, può ricorrere alla *marginal lending facility*, ottenendo liquidità dalla banca centrale, dietro la presentazione di garanzie collaterali adeguate. Il tasso di interesse applicato su queste operazioni (MROs[17]) è più elevato dei tassi relativi alle operazioni ordinarie, a sottolinearne la natura marginale o straordinaria. La ratio di tale differenziazione tassativa risiede nella volontà dell'ente regolatore di non rendere le proprie offerte di credito più allettanti di quelle del mercato, spingendo le banche a interagire preferibilmente attraverso il mercato interbancario, il cui andamento è attentamente monitorato dalla Banca centrale per poter intervenire qualora emergano necessità. La *marginal lending facility* stabilisce, di conseguenza, un limite massimo per il tasso del mercato monetario, oltre il quale esso non può procedere. Il rifinanziamento marginale costituisce, quindi, una fonte di credito di ultima istanza per le banche in deficit di riserve liquide.

D'altra parte, le *deposit facilities* offrono alle banche con eccedenze di liquidità la possibilità di depositare tale surplus presso la banca centrale, che remunera i depositi con un tasso d'interesse predeterminato. Questo tasso rappresenta il limite minimo al di sotto del quale i tassi del mercato monetario difficilmente scenderebbero, dato che nessuna banca con liquidità in eccesso accetterebbe rendimenti inferiori offerti dal mercato.

Queste due tipologie di tassi, che sono stabilite dalle operazioni di *standing facilities*, delimitano un corridoio entro cui il tasso del mercato monetario può fluttuare liberamente. Pertanto, le azioni intraprese tramite le *standing facilities* esercitano un'influenza diretta sugli estremi di questo corridoio, con potenziali rialzi o ribassi dei tassi ufficiali; ad esempio, un rialzo del tasso sulla *marginal lending facility* si traduce in un elevamento del tratto orizzontale della curva di offerta, mentre un incremento del tasso sui depositi

[17] Con la sigla MROs si fa riferimento alle c.d. Main Refinancing Operations, strumenti essenziali impiegati dalla BCE per modulare la liquidità nel breve termine nell'Eurozona.

presso la banca centrale genera un innalzamento del tratto orizzontale della curva di domanda.

Tabella 1: Standing facilities rates[18]

Standing facilities rates (12 March 2025)	
Marginal lending facility rate:	2.90 %
Deposit facility rate:	2.50 %

Fonte: https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/sf/html/index.en.html

All'interno dell'Eurozona, assume grande importanza l'€STR[19] (*Euro Short-Term Rate*), che misura il costo della raccolta all'ingrosso non garantita con scadenza a un giorno di un campione di banche dell'area euro.

Il suo calcolo si basa sui dati raccolti dall'Eurosistema nell'ambito del *Money Market Statistical Reporting* (MMSR), raccolta statistica introdotta nel 2016[20] riguardante tutte le transazioni condotte sul mercato monetario dalle maggiori banche dell'area dell'euro.

Il *Working Group on Risk Free Rates* (WGRFR), costituito dalla Commissione europea e dalla BCE insieme con l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) e l'autorità belga che vigila sull'amministratore dei tassi EURIBOR, ha raccomandato lo *Euro short-term rate* come tasso privo di rischio (risk-free rate) per l'area dell'euro.

Lo €STR è calcolato come media (ponderata con gli scambi e troncata) dei tassi di provvista non garantita (depositi) riferibili a transazioni con durata *overnight* condotte

[18] La tabella individua il valore del Marginal lending facility rate e del Deposit facility rate applicati dalla BCE. I dati sono aggiornati al 12 Marzo 2025.
[19] https://www.bancaditalia.it/compiti/sispaga-mercati/riforma-tassi-riferimento/estr/index.html
[20] Il WGRFR, nell'ambito del proprio mandato, ha raccomandato una graduale transizione dei contratti in essere dall'EONIA (*Euro OverNight Indexed Average*) allo €STR, definendone le modalità. L'EONIA è stato calcolato come €STR maggiorato di uno spread (pari a 8,5 punti base) dal 2 ottobre 2019 al 3 gennaio 2022, data in cui ha cessato di essere pubblicato.

dalle banche segnalanti dell'MMSR con controparti finanziare (bancarie e non bancarie). Attualmente il valore dell'€STR si attesta intorno al 2,416 per cento [21].

Tabella 2: Andamento del tasso €STR[22]

By day Current rate	
3/19/2025	2.416 %
3/18/2025	2.417 %
3/17/2025	2.417 %
3/14/2025	2.417 %
3/13/2025	2.413 %
3/12/2025	2.412 %
3/11/2025	2.663 %
3/10/2025	2.663 %

By month Rate on first day of the month	
3/3/2025	2.663 %
2/3/2025	2.918 %
1/2/2025	2.920 %
12/2/2024	3.165 %
11/1/2024	3.163 %
10/1/2024	3.416 %
9/2/2024	3.664 %
8/1/2024	3.664 %

By year Rate on first day of the year	
1/2/2025	2.920 %
1/2/2024	3.906 %
1/2/2023	1.906 %
1/3/2022	-0.578 %
1/4/2021	-0.566 %
1/2/2020	-0.539 %
10/1/2019	-0.549 %

Fonte: https://data.ecb.europa.eu/data/data-categories/2772588/data-information

2.3 Le operazioni di mercato aperto

Le operazioni di mercato aperto (*Open Market Operations*, OMOs) costituiscono il fattore primario delle variazioni delle riserve nel sistema bancario. Tali operazioni sono attuate su iniziativa della BCE nell'ambito del mercato monetario, caratterizzato da operazioni con scadenza inferiore ad un anno.

La funzione assolta da queste operazioni, condotte della BCE con cadenza regolare, è di modificare lo stock di base monetaria in circolazione nell'economia attraverso l'acquisto oppure la vendita di titoli nei confronti di controparti autorizzate, ovvero istituzioni bancarie o finanziarie alle quali è possibile operare in maniera diretta con la banca centrale.

La loro funzione principale è quella di stabilizzare i tassi di interesse, determinare le condizioni di liquidità sul mercato e segnalare l'orientamento stesso della politica

[21] Dato dell' €STR aggiornato al 19 Marzo 2025

[22] La tabella mostra l'andamento del tasso €STR; l'evoluzione dello stesso è illustrata mediante una suddivisione tripartita, che ne facilita l'analisi temporale su diverse scale: giornaliera, mensile e annuale.

monetaria. A dare avvio alle operazioni di mercato aperto è la banca centrale stessa, che altresì delinea le modalità tecniche tramite cui esse dovranno svolgersi (per esempio, il tipo di strumento) e le condizioni da rispettare (per esempio, il tasso di interesse o la scadenza). L'attuazione di operazioni di mercato aperto impatta sul bilancio della banca centrale, ma altresì sul bilancio del sistema bancario; infatti, nel momento in cui una banca centrale acquista sul mercato aperto, l'attivo del sistema bancario subisce una riduzione dovuta alla presenza di una minore quantità di titoli sul mercato, ma contestualmente si registra un aumento delle riserve dovuto al pagamento dei titoli da parte della banca centrale. Di contro, la banca centrale, registra un aumento dei titoli in portafoglio, che contribuisce ad incrementare l'attivo patrimoniale, ed un parallelo aumento delle riserve, che, invece, incrementa le passività. Si può, dunque, concludere che un'operazione di acquisto di titoli sul mercato aperto da parte della banca centrale generi un aumento sia delle riserve che dei depositi del sistema bancario. Di simile struttura ma opposto sarà, invece, il processo che porterà ad una vendita di titoli sul mercato aperto.

Le operazioni di mercato aperto condotte dalla banca centrale possono essere suddivide nelle seguenti categorie, in base a scopo, regolarità e procedure seguite: operazioni di rifinanziamento principale, operazioni di rifinanziamento a lungo termine, operazione di *fine tuning* e operazioni strutturali.

Le operazioni di rifinanziamento principale (*Main Refinancing Operations*, MROs) svolgono un ruolo fondamentale nell'orientare i tassi di interesse, nella gestione della liquidità da parte delle banche e nel segnalare la posizione di politica monetaria della BCE. Forniscono, altresì, l'ammontare principale della liquidità che affluisce dalla Banca Centrale al sistema bancario. Le operazioni di rifinanziamento principali sono condotte in maniera decentrata dalle singole Banche Centrali Nazionali (BCN) su base settimanale e hanno una durata pari a 1 settimana.

A fronte della liquidità ottenuta dalla BCE, le banche devono corrispondere un tasso di interesse e fornire adeguate attività finanziarie come garanzia. Alla scadenza del prestito, le banche restituiscono i fondi e la BCE restituisce loro le garanzie prestate.

Le operazioni di rifinanziamento principale sono condotte secondo lo schema dell'offerta *standard*[23].

L'Eurosistema conduce le operazioni di rifinanziamento principale sotto forma di offerte a tasso variabile: le controparti specificano contemporaneamente l'ammontare di riserve desiderato e il tasso di interesse che sono disposte a pagare. Il Consiglio Direttivo può specificare un limite minimo per i tassi offerti dalle banche, allo scopo di segnalare comunque la posizione di politica monetaria.

La BCE stabilisce la quantità di riserve da fornire al sistema e soddisfa le richieste in base alla convenienza; quindi, vengono soddisfatte in modo primario le richieste alle quali corrisponde un tasso di interesse più elevato, successivamente quelle alle quali corrisponde un tasso di interesse inferiore e così via, fino ad esaurimento della disponibilità.

Le operazioni di rifinanziamento principale sono condotte secondo lo schema dell'offerta a prezzo variabile, con tassi multipli e un tasso minimo richiesto dalla Banca Centrale.

L'Eurosistema esegue anche operazioni di rifinanziamento a lungo termine (*Long-Term Refinancing Operations,* LTROs) con cadenza mensile e scadenza trimestrale. L'obiettivo di tali operazioni è di fornire liquidità al sistema bancario per un periodo di tempo più lungo rispetto alle operazioni di rifinanziamento principale. Si ritiene che ciò sia utile per evitare che tutta la liquidità che circola all'interno del mercato debba essere rinnovata ogni settimana, rifornendo il sistema bancario di una base liquida più stabile. Come le operazioni di rifinanziamento principali, le operazioni a lungo termine sono condotte secondo schemi di offerta standardizzati in maniera decentralizzata. Possono parteciparvi, come controparti della BCE, tutti i soggetti economici in possesso dei requisiti adeguati.

Le operazioni di rifinanziamento sono state concepite in maniera tale che l'Eurosistema operi come *price-taker*: la BCE stabilisce in anticipo l'ammontare di riserve liquide da immettere nel sistema attraverso le operazioni di mercato aperto a lungo termine; le banche dichiarano il tasso di interesse che sono disposte a pagare per fornirsi della liquidità a lungo termine e l'Eurosistema ripartisce l'ammontare di liquidità stabilito tra

[23] Il termine "standard" indica procedure di offerte condotte in accordo con un piano preannunciato e portate a termine entro 24 ore dal momento dell'annuncio dell'offerta a quello della comunicazione dei suoi risultati.

le banche che hanno formulato le offerte migliori, facendo pagare a ogni banca il tasso da questa proposto.

L'eurosistema è inoltre in grado di condurre operazioni di mercato aperto non standardizzate nella durata, nella scadenza e nella forma (come le operazioni pronti contro termine)[24]. Operazioni di questo tipo, denominate operazioni di *fine tuning*, possono servire ad immettere liquidità nel sistema, attraverso l'acquisto a pronti di titoli da parte della BCE, o ad assorbirla, attraverso la vendita di titoli, al contrario delle operazioni di rifinanziamento principale e a lungo termine che servono unicamente a immettere liquidità.

Le operazioni di *fine tuning* sono utilizzate al fine di attenuare fluttuazioni dei tassi di interesse a breve termine, determinate da variazioni inattese nella domanda o nell'offerta di liquidità all'interno del mercato interbancario, ritenute dalla BCE potenzialmente destabilizzanti.

Si tratta di operazioni di carattere straordinario, estremamente flessibili nelle modalità di gestione e contraddistinte da un'esecuzione molto più rapida delle procedure richieste rispetto alle operazioni di mercato aperto principali.

Infine, per quanto riguarda le operazioni di mercato aperto di carattere strutturale, esse sono finalizzate a modificare la posizione di lungo periodo dell'Eurosistema nei confronti del sistema bancario europeo, rispetto all'ammontare di liquidità in circolazione.

Anche tali operazioni hanno carattere straordinario e possono essere eseguite seguendo procedure diverse, compresa l'emissione di certificati di debito speciali da parte della BCE. In generale, esse sono caratterizzate da flessibilità nei termini, nella scadenza e nella frequenza.

A livello grafico, le operazioni di mercato aperto, come è semplice comprendere a seguito della precedente analisi, impattano sulla curva di offerta delle riserve; ad esempio, un acquisto sul mercato aperto genera un aumento delle riserve che individuano il punto in cui la curva di offerta diventa verticale, spingendola verso destra; la variazione permetterà dunque di determinare un nuovo punto di equilibrio, la cui individuazione, tuttavia, è di

[24] Per operazione pronti contro termine si fa riferimento a operazioni di mercato aperto in base alle quali la Banca centrale acquista titoli di Stato con il contestuale impegno da parte del venditore di riacquistare dalla Banca centrale stessa il medesimo ammontare di titoli dopo un certo lasso di tempo.

diversa entità in base alla situazione di partenza: infatti, si assisterà ad una riduzione del tasso di equilibrio del mercato monetario, nel caso in cui la curva di offerta intersechi la curva di domanda nel suo tratto negativamente inclinato (come rappresentato nel grafico utilizzato precedentemente); viceversa, il tasso di equilibrio non subirebbe variazioni se l'intersezione delle due curve fosse situata nel tratto orizzontale della curva di domanda.

2.4 Coefficiente di riserva obbligatoria

La Banca Centrale Europea richiede che le istituzioni di credito che operano all'interno dell'area euro mantengano una quota obbligatoria di riserve liquide depositate in appositi conti presso la Banca Centrale Nazionale di riferimento. Tali riserve sono chiamate "riserve minime" o "riserve obbligatorie".

L'ammontare di riserve obbligatorie che ciascuna banca deve mantenere è determinato in relazione alla composizione delle sue passività, le quali si dividono in 2 categorie.

Alla prima categoria appartengono le passività alle quali si applica un coefficiente di riserva positivo. Esse comprendono depositi con scadenza contrattuale iniziale fino a 2 anni, depositi liquidabili con un preavviso massimo di 2 anni, titoli di debito con scadenza all'emissione inferiore a 2 anni.

Alla seconda categoria appartengono le passività alle quali non si applica alcun coefficiente di riserva. Esse comprendono depositi con scadenza contrattuale iniziale superiore a 2 anni, depositi liquidabili con un preavviso superiore a 2 anni, titoli di debito con scadenza all'emissione superiore a 2 anni, operazioni pronti contro termini.

Attualmente, il coefficiente di riserva obbligatoria risulta pari all'1 per cento. Assume una rilevanza fondamentale il fatto che l'obbligo di riserva viene calcolato in termini di media dei saldi detenuti nel periodo di mantenimento; infatti, proprio per questo motivo le istituzioni creditizie hanno la possibilità di gestire le giornaliere fluttuazioni di liquidità utilizzando la riserva dovuta e compensando tale utilizzo nello stesso periodo di mantenimento. L'attività di tali istituzioni, dunque, attribuisce alla riserva obbligatoria la funzione di stabilizzatore del tasso overnight e permette alla banca centrale di non intervenire costantemente sul mercato monetario per ovviare a queste fluttuazioni. Oltre a questa funzione, la riserva obbligatoria permette altresì di creare o ampliare il

fabbisogno strutturale di liquidità del sistema bancario, rendendo più semplice il controllo dei tassi di mercato monetario attraverso le regolari operazioni di immissione di liquidità; infatti, viene a crearsi in tal modo una domanda di riserve che non potrà mai essere inferiore all'ammontare necessario per soddisfare l'obbligo stesso. Le variazioni del

coefficiente di riserva obbligatoria impattano sul tasso del mercato monetario d'equilibrio: in particolare quando il coefficiente di riserva obbligatoria aumenta, il sistema bancario dovrà detenere un maggior quantitativo di riserve presso la banca centrale e, dunque, per ogni livello di tasso di interesse aumenta la quantità di riserve richieste: dal punto di vista grafico ciò implica una traslazione del tratto della curva di domanda inclinato negativamente verso destra; di conseguenza, nel caso in cui le curve di domanda e offerta si intersecassero nel tratto verticale della curva di offerta, il tasso di interesse di equilibrio subirebbe anch'esso un incremento e viceversa nel caso opposto. Infine, è severamente punito il mancato adempimento all'obbligo di riserva; infatti, la banca inadempiente viene sottoposta ad una serie di sanzioni di diversa entità a seconda della gravità dell'azione che partono da sanzioni di tipo pecuniario fino ad arrivare anche alla sospensione della possibilità di attuare altre operazioni di politica monetaria.

Tabella 3: Statistiche di mantenimento delle riserve (milioni di EUR) e tassi di remunerazione e penalizzazione[25]

Reserve maintenance statistics (EUR millions) and remuneration and penalty rates	
Reserve maintenance period start:	2025-02-05
Reserve maintenance period end:	2025-03-11
Average reserve requirements (EUR millions):	166,862
Excess Reserves:	5,527
Deficiencies:	1
Current account holdings:	172,388
Remuneration rate:	0%
Penalty rate for deficiencies:	5.65%

Fonte: https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/mr/html/index.en.html

[25] La tabella mostra diversi aspetti delle riserve obbligatorie e della loro gestione; in particolare sono riportati, in ordine: inizio e fine del periodo di mantenimento delle riserve, requisiti medi di riserva, riserve eccedentarie, deficienze (numero di istituzioni che non hanno soddisfatto il requisito minimo di riserva), saldo dei conti correnti presso la BCE, tasso di remunerazione e tasso di penalità per le deficienze. I dati risultano aggiornati a Marzo 2025.

Capitolo 3 - Gli strumenti non convenzionali di politica monetaria della BCE

3.1 Introduzione alle misure non convenzionali

3.1.1 Perché implementare misure di politica non convenzionale?

In circostanze ordinarie, le Banche Centrali utilizzano, come descritto in precedenza, strumenti convenzionali di politica monetaria, quali le operazioni di mercato aperto, le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e gli obblighi di riserva, allo scopo di controllare l'offerta di moneta e i tassi di interesse.

Benché normalmente le misure che espandono l'offerta di moneta e abbassano i tassi di interesse siano sufficienti a stabilizzare l'economia, quando subentra una crisi finanziaria su scala globale gli strumenti convenzionali di politica monetaria perdono di efficacia per due motivazioni fondamentali:

(1) In primis, il sistema finanziario si blocca al punto tale da diventare incapace nell'allocazione di capitale per usi produttivi, e dunque la spesa in investimenti e l'economia collassano;
(2) secondariamente, lo shock negativo subito dall'economia può condurre al cosiddetto problema dello *zero-lower-bound* (ZLB), laddove una banca centrale sia impossibilitata ad abbassare ulteriormente il tasso di interesse sui fondi a breve termine poiché esso ha già raggiunto il livello minimo di zero. Lo zero-lower-bound si verifica poiché gli investitori sono sempre in grado di guadagnare di più detenendo obbligazioni, piuttosto che contanti, e quindi i tassi di interesse nominali non possono essere negativi.[26]

Ogni qualvolta il canale di trasmissione della politica monetaria è gravemente compromesso, le azioni di politica monetaria convenzionale sono largamente inefficaci. Qualsiasi decisione politica, quindi, doveva tenere conto della situazione straordinaria nei

[26] I tassi di interesse nominali possono, in alcuni momenti, diventare leggermente negatici, ma questi valori restano talmente prossimi allo zero che, per fini pratici, è possibile assumente lo zero come limite inferiore dei tassi di interesse.

mercati monetari. Le banche centrali dispongono di diversi strumenti per far fronte alla situazione straordinaria nei mercati interbancari, e la loro scelta dipende in gran parte dalle caratteristiche istituzionali, ma non solo. È importante anche la situazione del settore bancario e i tipi di shock che lo colpiscono. Pertanto, sebbene possa apparire allettante operare confronti internazionali in merito all'adozione delle misure di politica monetaria non convenzionali, tale approccio risulta metodologicamente fuorviante.

Un problema da considerare nell'implementazione delle politiche non convenzionali è il rischio di ostacolare il funzionamento dei mercati, sostituendoli o interferendo con essi. I fabbisogni di rifinanziamento degli operatori di mercato possono divenire eccessivamente dipendenti dalle operazioni regolate attraverso la banca centrale. In altri termini, le condizioni di finanziamento possono risultare oltremodo favorevoli a seguito dell'intervento dell'autorità monetaria, con il rischio di marginalizzare altri canali di approvvigionamento della liquidità e di attenuare gli incentivi al ripristino di condizioni ordinarie nei mercati finanziari.

3.1.2 Principali caratteristiche delle misure non convenzionali

Quando gli strumenti convenzionali non riescono più a raggiungere l'obiettivo della banca centrale, i responsabili delle politiche si trovano di fronte a una serie di questioni.

Anzitutto, gli strumenti di politica monetaria non convenzionale comprendono un'ampia gamma di misure finalizzate a migliorare le condizioni di finanziamento all'interno del sistema economico. In presenza di un così articolato insieme di strumenti, i responsabili della politica monetaria sono chiamati a definire con chiarezza gli obiettivi intermedi delle proprie strategie non convenzionali.

Tali obiettivi possono spaziare dall'erogazione di liquidità aggiuntiva da parte della banca centrale agli istituti di credito, fino all'intervento diretto su specifiche disfunzioni di mercato, come carenze di liquidità o ampiamenti anomali degli *spread* creditizi in segmenti finanziari selezionati. Di conseguenza, i *policy maker* devono procedere a un'attenta selezione delle misure più idonee al raggiungimento di tali finalità

Inoltre, essi dovrebbero essere cauti riguardo ai possibili effetti collaterali delle misure non convenzionali e, in particolare, di qualsiasi impatto sulla solidità finanziaria del bilancio della banca centrale e di qualsiasi ostacolo al ritorno al normale funzionamento del mercato.

In generale, le misure non convenzionali possono essere definite come quelle politiche che mirano direttamente al costo e alla disponibilità di finanziamenti esterni per banche, famiglie e imprese non finanziarie. Queste fonti di finanziamento possono assumere la forma di liquidità della banca centrale, prestiti, titoli a reddito fisso o azioni. Poiché il costo del finanziamento esterno è generalmente superiore al tasso interbancario a breve termine, su cui normalmente fa leva la politica monetaria, le misure non convenzionali possono essere viste come un tentativo di ridurre gli *spread* tra le varie forme di finanziamento esterno, influenzando così i prezzi degli asset e il flusso di fondi nell'economia. Inoltre, poiché queste misure mirano ad influenzare le condizioni di finanziamento, la loro progettazione deve tenere conto della struttura finanziaria dell'economia, in particolare della struttura del flusso di fondi.

Una modalità attraverso cui la banca centrale può incidere sul costo del credito consiste nell'influenzare i tassi di interesse reali a lungo termine, agendo sulle aspettative di mercato. Queste ultime possono essere orientate mediante diversi canali.
In primo luogo, la banca centrale può decidere di abbassare il tasso di interesse reale per indurre il pubblico ad aspettarsi un livello di prezzi più elevato in futuro.[27]

In alternativa, i responsabili della politica monetaria possono intervenire direttamente sulle aspettative circa l'evoluzione futura dei tassi di interesse, impegnandosi – in via condizionata – a mantenere i tassi di riferimento prossimi al limite inferiore per un orizzonte temporale prolungato. Poiché, in linea teorica, i tassi di interesse a lungo termine riflettono una media ponderata dei tassi a breve termine attesi, il canale delle

[27] Generalmente, quando la BCE abbassa i tassi di interesse, l'aspettativa futura è che l'inflazione prevista aumenti, con una diminuzione del tasso di interesse reale a parità di tasso si interesse nominale, il quale rimarrebbe invariato al limite inferiore.

aspettative tenderebbe ad appiattire l'intera curva dei rendimenti quando i responsabili delle politiche si impegnano a rimanere al limite inferiore.

Un impegno credibile e prolungato a mantenere il tasso ufficiale su livelli estremamente contenuti dovrebbe altresì prevenire una caduta delle aspettative inflazionistiche. Un simile scenario, infatti, determinerebbe un aumento dei tassi reali, con conseguente effetto restrittivo sulla spesa e sulla domanda aggregata.

In entrambi i casi, se la gestione delle aspettative si dimostra efficace, essa contribuisce, *ceteris paribus*, a ridurre i tassi di interesse reali a lungo termine, favorendo così il ricorso al credito e sostenendo la dinamica della domanda aggregata.

Un ulteriore canale attraverso cui la banca centrale può intervenire sul costo del credito consiste nell'influenzare le condizioni di mercato degli strumenti finanziari a diversa scadenza, quali obbligazioni sovrane, titoli di debito societario, *commercial paper* o attività denominate in valuta estera.

3.2 Come sono implementate le misure non convenzionali?

L'impiego delle politiche monetarie non convenzionali, nelle circostanze precedentemente analizzate, può essere ricondotto sinteticamente a tre modalità operative principali:

- Immissione straordinaria di liquidità (*Quantitative Easing*): tale misura viene attuata con l'obiettivo di introdurre liquidità nel mercato (ad esempio attraverso titoli di stato da parte delle banche centrali) nella speranza che gli operatori, in particolare le banche, si decidano ad impiegare le loro scorte monetarie in eccesso.
- Gestione della pendenza della struttura per scadenza dei tassi: l'obiettivo di tale misura è quello di influenzare i comportamenti economici dando al mercato un quadro relativamente definito di tassi bassi e stabili.
- Sblocco del mercato del credito (*Credit Easing*): l'obiettivo è di riattivare il credito verso l'economia, ciò viene fatto attraverso operazioni di rifinanziamento della banca centrale che accetta come sottostante a garanzia titoli emessi da soggetti privati.

3.2.1 Zero Lower Bound

Lo *Zero Lower Bound* (ZLB) rappresenta una condizione in cui i tassi di interesse nominali a breve termine si avvicinano allo zero, limitando l'efficacia della politica monetaria tradizionale nello stimolare l'economia.

In tali circostanze, la capacità delle banche centrali di ridurre ulteriormente i tassi per incentivare prestiti e investimenti è compromessa, poiché tassi negativi potrebbero indurre gli investitori a preferire la detenzione di contante, che offre un rendimento nominale nullo. Questo scenario può ostacolare gli sforzi delle autorità monetarie nel contrastare recessioni o periodi di bassa inflazione.

La principale causa dello ZLB è da ricondurre alla presenza della moneta fisica, che costituisce un'alternativa con tasso nominale pari a zero e stabilisce, di fatto, un limite inferiore effettivo al ribasso dei tassi ufficiali. In simili condizioni, ulteriori riduzioni del tasso di interesse potrebbero risultare inefficaci, poiché gli agenti economici avrebbero convenienza a detenere contante piuttosto che titoli remunerati negativamente.

Fenomeni riconducibili allo ZLB sono stati osservati in occasione di gravi crisi finanziarie, come nel caso del Giappone negli anni Novanta e, successivamente, durante la crisi finanziaria globale del 2008.

La presenza dello ZLB ha implicazioni significative per l'economia. Innanzitutto, limita la capacità delle banche centrali di stimolare l'attività economica attraverso la riduzione dei tassi di interesse. Inoltre, può portare a una trappola della liquidità[28], dove le aspettative di inflazione sono basse e la politica monetaria diventa inefficace. In queste circostanze, famiglie e imprese potrebbero posticipare la spesa e gli investimenti, aspettandosi ulteriori abbassamenti dei prezzi, aggravando così la stagnazione economica.[29]

---

[28] La trappola della liquidità si configura come una condizione in cui la funzione della domanda di moneta diviene perfettamente elastica rispetto al tasso di interesse. In tale contesto, il livello del tasso di interesse nominale, già prossimo al limite inferiore, non riesce a incentivare ulteriormente la propensione all'investimento. Gli agenti economici, aspettandosi pressioni deflazionistiche o rendimenti insufficienti, optano per la liquidità, neutralizzando l'efficacia della trasmissione monetaria convenzionale.

[29] https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200826~77ce66626c.en.html?utm_source

Per superare le limitazioni imposte dallo ZLB, le banche centrali hanno sviluppato strumenti di politica monetaria non convenzionali, come il *Quantitative Easing* e la *Forward Guidance*. Tuttavia, l'efficacia di queste misure può variare e comportare effetti collaterali indesiderati. Pertanto, è essenziale che le autorità monetarie valutino attentamente le condizioni economiche e finanziarie prima di implementare tali strategie.

Inoltre, la coordinazione tra politica monetaria e fiscale diventa cruciale in presenza dello ZLB. Politiche fiscali espansive, come l'aumento della spesa pubblica o la riduzione delle tasse, possono complementare gli sforzi della politica monetaria, stimolando la domanda aggregata e riportando l'economia su un sentiero di crescita sostenibile.

3.2.2 Forward Guidance

Tra gli strumenti non convenzionali adottati dalle Banche Centrali per affrontare contesti macroeconomici complessi, la *Forward Guidance* ha assunto un ruolo di primaria importanza.

Questo strumento, adottato in modo sistematico da parte delle principali banche centrali, tra cui la Federal Reserve (FED), la Banca Centrale Europea (BCE), la Bank of England e la Bank of Japan, rappresenta una forma evoluta di comunicazione strategica, finalizzata a guidare le aspettative degli operatori economici circa il futuro orientamento della politica monetaria, in un contesto in cui il tradizionale margine di manovra sui tassi d'interesse risulta eroso dal vincolo dello *Zero Lower Bound*.

In particolare, la *Forward Guidance* si è configurato come una risposta necessaria all'impossibilità di fornire ulteriore stimolo all'economia attraverso la sola riduzione dei tassi di riferimento.

Esso si articola in differenti modalità operative, che possono essere classificate in tre categorie principali: *Qualitative Guidance*, priva di riferimenti temporali o quantitativi precisi; *Calendar-based Guidance*, che vincola l'orientamento di politica monetaria a un

determinato orizzonte temporale; e *Threshold-based Guidance*[30], che subordina le future decisioni di politica monetaria al raggiungimento di soglie specifiche relative a variabili macroeconomiche (ad esempio, il tasso di disoccupazione o le aspettative d'inflazione).

L'efficacia della Forward Guidance si fonda su tre presupposti essenziali: (i) la credibilità dell'impegno da parte della banca centrale, ossia la capacità dell'istituzione di generare aspettative credibili circa il mantenimento della propria rotta; (ii) la chiarezza nella comunicazione, che implica un bilanciamento delicato tra precisione e flessibilità; (iii) l'interpretazione corretta da parte dei mercati finanziari, che devono comprendere la natura condizionata e contingente del messaggio trasmesso.

Uno degli aspetti più delicati dello strumento risiede nella possibile ambiguità interpretativa: un messaggio volto a trasmettere accomodamento monetario può essere erroneamente letto come segnale di peggioramento dell'*outlook* macroeconomico (cosiddetto *Delphic Guidance*) riducendo l'effetto stimolante desiderato.

Secondo evidenze empiriche riportate dalla BIS (*Bank for International Settlements*, 2014), l'introduzione della *Forward Guidance* ha prodotto, in alcuni casi, effetti tangibili sulla struttura a termine dei tassi d'interesse, contribuendo alla riduzione della volatilità dei tassi attesi di breve termine e, più in generale, favorendo un ancoraggio delle aspettative più stabile. Tuttavia, l'impatto sulla curva dei rendimenti a più lungo termine appare meno sistematico e soggetto a una serie di interferenze, tra cui la sovrapposizione con altri strumenti non convenzionali, come i programmi di acquisto di asset (*quantitative easing*), i quali agiscono prevalentemente attraverso il canale del *term premium*[31]. Inoltre, le reazioni di mercato a specifiche comunicazioni di *Forward Guidance* sono risultate eterogenee nel tempo e nello spazio, evidenziando un effetto decrescente man mano che gli operatori acquisivano maggiore familiarità con le dinamiche decisionali delle Banche Centrali.

---

[30] Questa forma, adottata ad esempio dalla Federal Reserve nel dicembre 2012, ha mostrato una maggiore sofisticazione nella trasparenza e nella comunicazione delle condizioni necessarie per un cambiamento di rotta nella stance monetaria, pur esponendosi a criticità di interpretazione e rischio reputazionale.

[31] il *term premium* rappresenta la componente aggiuntiva del rendimento di un'obbligazione a lungo termine che non è spiegata semplicemente dalle aspettative sui futuri tassi d'interesse a breve termine.

Un ulteriore elemento critico riguarda la dimensione reputazionale: un'applicazione incoerente o troppo soggetta a revisioni può compromettere la credibilità dell'istituzione monetaria, innescando una spirale di sfiducia che mina l'efficacia dell'intero impianto comunicativo. In particolare, l'adozione di una *calendar-based guidance*, se non accompagnata da una forte sottolineatura della sua natura condizionata, può essere percepita dai mercati come un impegno rigido e irrevocabile, il cui disattendimento risulterebbe equiparabile a una violazione di mandato. In questa prospettiva, la BCE stessa ha sottolineato l'importanza di adottare una *Forward Guidance* "*state-contingent*", ovvero vincolata all'evoluzione delle condizioni macroeconomiche, per mantenere un adeguato grado di flessibilità operativa e di adattamento alle mutevoli dinamiche economiche.

Non possono essere, inoltre, trascurati i potenziali rischi per la stabilità finanziaria: un'eccessiva persistenza di tassi bassi, esplicitamente preannunciata attraverso la *Forward Guidance*, può incentivare comportamenti di *search for yield*[32], alimentando squilibri sui mercati degli asset finanziari.

La Banca Centrale Europea ha iniziato a utilizzare questo strumento nel luglio 2013, quando il Consiglio direttivo ha annunciato l'aspettativa che i tassi di interesse di riferimento sarebbero rimasti su livelli bassi per un periodo prolungato, basandosi sulla valutazione delle prospettive per la stabilità dei prezzi.

La fruizione di questo strumento da parte della Banca Centrale Europea ha la finalità di segnalare l'intenzione di mantenere un orientamento accomodante fino a quando l'inflazione non si fosse avvicinata all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine. Questa forma di comunicazione ha l'obiettivo di influenzare le aspettative sui tassi di interesse a lungo termine, contribuendo a ridurre la volatilità dei mercati finanziari e a sostenere l'attività economica.

[32] L'espressione *search for yield* indica il comportamento, diffuso tra investitori e intermediari finanziari, di ricercare attivamente strumenti finanziari con rendimenti più elevati, spesso assumendo rischi maggiori rispetto a quelli tradizionalmente tollerati, in risposta a un contesto prolungato di bassi tassi d'interesse nominali.

In un'intervista del febbraio 2025, Isabel Schnabel, membro del Comitato esecutivo della BCE, ha sottolineato l'importanza di valutare attentamente i benefici e i costi degli strumenti di politica monetaria, evidenziando che la Forward Guidance ha portato a una risposta ritardata all'impennata dell'inflazione.[33] Questo approccio consente alla BCE di mantenere la flessibilità necessaria per adattare la politica monetaria alle mutevoli condizioni economiche

Nel contesto attuale, caratterizzato da elevata incertezza economica e geopolitica, la BCE ha adottato un approccio prudente nel fornire Forward Guidance, enfatizzando la dipendenza dai dati e l'apertura a diverse opzioni.

Ad esempio, nelle decisioni di politica monetaria del marzo 2025, il Consiglio direttivo ha evidenziato che qualsiasi modifica dei tassi di interesse di riferimento sarà basata sulla valutazione delle prospettive di inflazione alla luce dei dati economici e finanziari in arrivo, delle dinamiche dell'inflazione di fondo e della forza della trasmissione della politica monetaria.[34]

3.2.3 Direct Quantitative Easing

Quando la banca centrale decide di espandere la dimensione del suo bilancio, deve scegliere quali asset acquistare.

In teoria, essa potrebbe acquistare qualsiasi asset da chiunque; tuttavia, nell'applicazione reale il Quantitative Easing si è tradizionalmente concentrato sull'acquisto di obbligazioni governative a lungo termine dalle banche.

L'idea alla base di tale strumento è duplice: in primo luogo, i rendimenti sovrani fungono da *benchmark*[35] per la quotazione di titoli emessi privatamente più rischiosi. Quando vengono acquistate obbligazioni governative a lungo termine, si prevede che i rendimenti

---

[33] https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2025/html/ecb.in250219~7ba1c7cf36.en.html?utm_source

[34] https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2025/html/ecb.mp250306~d4340800b3.en.html?utm_source

[35] Il termine *benchmark* designa un riferimento standard utilizzato per la valutazione del rendimento o del prezzo di altri strumenti finanziari. In particolare, i titoli di Stato a lungo termine, come i BTP italiani o i Bund tedeschi, fungono comunemente da *benchmark* per una vasta gamma di strumenti obbligazionari emessi da soggetti privati, come imprese o istituzioni finanziarie.

sui titoli emessi privatamente diminuiscano parallelamente a quelli sulle obbligazioni governative. In secondo luogo, se i tassi di interesse a lungo termine dovessero diminuire, ciò stimolerebbe investimenti a lungo termine e quindi la domanda aggregata, sostenendo così la stabilità dei prezzi.

Le banche giocano un ruolo cruciale nel successo di qualsiasi politica di Quantitative Easing. Se l'obiettivo è garantire che vengano forniti nuovi prestiti al settore privato, le banche centrali dovrebbero principalmente acquistare obbligazioni dalle banche commerciali: la liquidità aggiuntiva sarebbe, quindi, utilizzata dalle stesse per estendere nuovo credito.

Tuttavia, le banche potrebbero scegliere di mantenere la liquidità ricevuta in cambio delle obbligazioni nelle loro riserve presso la banca centrale come *buffer*[36]. In questo caso, la liquidità fornita dalla banca centrale rimarrebbe all'interno del settore finanziario; non fluirebbe fuori da esso. Questo rischio può essere minimizzato se la banca centrale conduce questo tipo di operazione solo al limite inferiore, cioè quando ha completamente sfruttato il canale del tasso di interesse standard. Al limite inferiore la remunerazione dei depositi è nulla (o quasi nulla) e quindi non ci sarebbe quasi alcun incentivo per le banche a depositare le riserve in eccesso presso la banca centrale. L'implementazione di una politica di Quantitative Easing a un tasso di riferimento diverso dal limite inferiore potrebbe richiedere una maggiore espansione del bilancio della banca centrale e, quindi, aumentare l'esposizione al rischio dell'autorità monetaria.

Alla luce delle considerazioni sopra esposte, la solidità del sistema finanziario è fondamentale per il successo del Quantitative Easing in quanto, quando le banche smettono di intermediare prestiti, questa politica non funziona più.

Il Quantitative Easing ha successo se riduce gli spread di mercato tra i tassi pagati su strumenti di credito selezionati e i tassi di riferimento, limitando così i rischi di una

[36] Nel contesto del *Quantitative Easing*, un *buffer* indica una riserva precauzionale di liquidità detenuta dalle banche sotto forma di riserve in eccesso presso la banca centrale. Le istituzioni finanziarie possono scegliere di non reimpiegare immediatamente la liquidità ricevuta dagli acquisti di asset, mantenendola invece come cuscinetto contro shock di liquidità o incertezze macro-finanziarie

carenza di liquidità e incoraggiando le banche a estendere il credito a parti che pagano interessi più alti.

Nel contesto dell'area euro la progettazione di tali misure di politica non convenzionale pone alcune sfide complesse, a causa del suo quadro istituzionale unico. In primo luogo, dobbiamo considerare i requisiti relativi al divieto di finanziamento monetario e all'accesso privilegiato, nonché della coerenza con il principio di economia di mercato aperta e la preservazione della funzione disciplinare dei mercati per mutuatari e prestatori.

Sebbene gli acquisti di titoli di Stato siano possibili sul mercato secondario, c'è il rischio di diventare alla fine un *market maker*[37] per il debito pubblico, il che potrebbe essere interpretato come contrario al divieto di finanziamento monetario.

L'Eurosistema dovrebbe decidere come distribuire gli acquisti di titoli di Stato tra i paesi dell'area dell'euro. Se, ad esempio, l'Eurosistema si concentrasse solo sui titoli pubblici con il miglior rating creditizio, rischierebbe di fornire un accesso privilegiato ad alcuni paesi. Se distribuisse gli acquisti in base a una chiave specifica e finisse per influenzare le differenze di rendimento tra paesi, verrebbe visto come una concessione di accesso privilegiato, poiché le condizioni di finanziamento per alcuni governi sarebbero supportate in misura maggiore rispetto ad altri. Potrebbe anche accadere che la componente priva di rischio delle obbligazioni societarie non si muovesse esattamente di pari passo con la componente priva di rischio dei rendimenti dei titoli di Stato. Ciò equivarrebbe a dare un trattamento preferenziale al debito pubblico.

In tal senso, il *Direct Quantitative Easing* si configura come uno strumento di politica monetaria non convenzionale che agisce principalmente attraverso il canale dei tassi di interesse a lungo termine e la trasmissione finanziaria via sistema bancario, senza incidere direttamente sulla qualità del credito o sulla sua allocazione settoriale.

[37] Con il termine market maker si fa riferimento ad un soggetto che assicura liquidità ad un mercato quotando in modo continuativo prezzi denaro-lettera, assumendo l'onere della controparte.

3.2.4 Direct Credit Easing

Il *Credit Easing* è una politica che affronta direttamente le carenze di liquidità e gli spread in determinati segmenti di mercato (all'ingrosso) attraverso l'acquisto di cambiali commerciali, obbligazioni societarie e titoli garantiti da attività. L'efficacia delle misure che sono mirate ai mercati finanziari all'ingrosso dipende dalla loro importanza nel finanziamento di famiglie e imprese, che varia notevolmente da paese a paese, ed è una strategia che risulta più attraente in periodi di acuta crisi bancaria.

È opportuno, in questo contesto, formulare alcune considerazioni di rilievo. In primo luogo, l'acquisto di titoli emessi dal settore privato non si differenzia sostanzialmente, sotto il profilo dell'impatto sulla base monetaria, dall'acquisto di titoli di Stato. In secondo luogo, tale operazione implica un'interazione diretta tra la banca centrale e il settore privato, esponendo l'autorità monetaria a un rischio di credito analogo a quello affrontato da una banca commerciale. Gli acquisti diretti di attività private, infatti, modificano la composizione e il profilo di rischio del bilancio della banca centrale. Al fine di preservarne l'indipendenza finanziaria, risulta pertanto imprescindibile che i responsabili della politica monetaria valutino con attenzione l'adeguatezza degli strumenti acquistati, tenendo conto delle implicazioni che tali scelte possono avere sull'esposizione complessiva al rischio del bilancio della banca centrale.

Anche da un'ulteriore prospettiva si rende necessaria una particolare cautela. Gli acquisti diretti di titoli emessi dal settore privato devono essere attentamente calibrati al fine di evitare distorsioni allocative tra settori economici, imprese o aree geografiche. La dimensione dell'emittente rappresenta un altro elemento rilevante: se da un lato è relativamente semplice immaginare come le grandi imprese possano beneficiare di tali interventi, risulta decisamente più complesso garantire un accesso equo alle piccole e medie imprese. Considerata, inoltre, la scarsa profondità dei mercati obbligazionari aziendali in molte economie, l'effettiva implementazione di acquisti di strumenti emessi privatamente può presentare significative difficoltà operative e politiche per i decisori della politica monetaria.

3.2.5 Indirect Quantitative-Credit Easing

Le misure descritte finora prevedono l'acquisizione diretta da parte della banca centrale degli asset, in cambio di moneta della banca centrale. Questo implica che la banca centrale detenga direttamente gli asset, fino alla scadenza o alla rivendita, e quindi che il rischio ricada sul suo bilancio.

Un modo alternativo è aumentare la dimensione del bilancio prestato alle banche a scadenze più lunghe, contro collaterali che includono asset i cui mercati sono temporaneamente compromessi. Questa politica influisce direttamente sulla curva dei rendimenti per l'orizzonte in cui le operazioni politiche sono condotte o si impegnano a essere condotte. Ad esempio, le operazioni di politica monetaria con scadenza di 6 mesi influenzano direttamente il mercato monetario interbancario a 6 mesi. Questo è particolarmente il caso se le operazioni sono condotte a tasso fisso, ad assegnazione piena. L'orizzonte della curva dei rendimenti che è influenzato può essere allungato nella misura in cui la banca centrale si impegna a condurre tali gare d'appalto per un periodo di tempo dato. Ad esempio, se la banca centrale si impegna a condurre operazioni di rifinanziamento a 6 mesi, a tasso fisso per 2 anni, la curva dei rendimenti per l'orizzonte di due anni e mezzo è probabile che venga influenzata.

L'aumento della base monetaria è determinato endogenamente dal sistema bancario, basato sulla preferenza delle banche per la liquidità e quindi sullo stato di stress del sistema bancario. In condizioni normali, quando i mercati finanziari funzionano correttamente, la dimensione del bilancio della banca centrale sarebbe tale che il tasso overnight coinciderebbe con il tasso di rifinanziamento a breve termine della banca centrale e le riserve in eccesso sarebbero trascurabili. In condizioni di stress, la dimensione del bilancio della banca centrale aumenterebbe, sulla base dell'aumentata domanda di banche per riserve in eccesso, fino al punto in cui il tasso overnight sarebbe inferiore al tasso principale di rifinanziamento a breve termine.

Un aspetto cruciale di questa politica riguarda la qualità del collaterale accettato. Ampliando il pool di attività idonee come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento, si facilitano le condizioni di finanziamento per le banche e, di conseguenza, per i settori

economici supportati da tali attività. Nel novembre 2024, la BCE ha annunciato modifiche al quadro di garanzia dell'Eurosistema per promuovere una maggiore armonizzazione e preservare un'ampia accettazione del collaterale.[38]

Nel quarto trimestre del 2024, le banche dell'area dell'euro hanno segnalato un rinnovato inasprimento degli standard di credito per i prestiti alle imprese, principalmente a causa di una percezione aumentata dei rischi economici e di una minore tolleranza al rischio. Questo inasprimento è stato più pronunciato in Germania e Francia, mentre in Italia si è registrato un allentamento degli standard.[39]

Parallelamente, la BCE ha ridotto i tassi di interesse di 25 punti base nel dicembre 2024, portando il tasso sui depositi al 2,75 per cento nel tentativo di stimolare l'attività economica e riportare l'inflazione verso l'obiettivo del 2 per cento.[40]

3.3 Dalla teoria alla pratica: i programmi non convenzionali della BCE

L'adozione di strumenti non convenzionali da parte della Banca Centrale Europea ha rappresentato una svolta significativa nella gestione della politica monetaria nell'area euro, specialmente a partire dalla crisi finanziaria globale del 2008. Se nel paragrafo precedente si è offerta una classificazione teorica delle principali categorie di intervento, in questa sezione si analizzano le modalità con cui tali strumenti sono stati concretamente implementati attraverso specifici programmi operativi.

L'Eurosistema ha progressivamente arricchito il proprio *toolkit* con misure sempre più articolate, adattandole alle caratteristiche istituzionali dell'area euro, al contesto macroeconomico e alle sfide emerse nei diversi momenti storici. Ogni programma operativo è stato concepito per raggiungere obiettivi specifici (come l'espansione del bilancio, la stabilizzazione dei mercati finanziari o il rafforzamento della trasmissione della politica monetaria) pur mantenendo coerenza con il mandato primario della BCE: la stabilità dei prezzi.

---

[38] https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.pr241129_2~e99f2a88d5.en.html?utm_source
[39]https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/ecb.blssurvey2024q4~e1ddae0f19.en.html?utm_source
[40] https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/html/eb202408.en.html?utm_source

Nei paragrafi seguenti verranno esaminati i principali programmi attraverso cui l'Eurosistema ha dato attuazione concreta agli strumenti non convenzionali, con particolare riferimento alla loro struttura, agli obiettivi perseguiti e all'impatto sull'economia dell'area euro.

3.3.1 L'Asset Purchase Programme (APP)

In condizioni economiche ordinarie, la Banca Centrale Europea orienta l'andamento delle condizioni finanziarie generali e (in ultima istanza) delle variabili macroeconomiche e dell'inflazione, attraverso la definizione dei tassi di interesse chiave a breve termine. Tuttavia, in seguito alla crisi finanziaria globale del 2008 e ai cambiamenti intervenuti nella struttura e nel funzionamento dell'economia, tali tassi si sono progressivamente avvicinati al loro limite inferiore effettivo, ovvero a un livello oltre il quale ulteriori riduzioni risulterebbero poco efficaci o del tutto inefficaci.

Di fronte al rischio che l'inflazione rimanesse eccessivamente bassa per un periodo prolungato, la BCE ha pertanto introdotto strumenti alternativi per riportare l'andamento dei prezzi verso l'obiettivo del Consiglio direttivo, pari al 2 per cento nel medio termine. Tra questi strumenti figura il programma di acquisto di attività (*Asset Purchase Programme*, APP), utilizzato come leva per sostenere l'economia e rafforzare la trasmissione della politica monetaria.

Gli acquisti netti nell'ambito dell'APP si sono conclusi nel luglio 2022, mentre i rimborsi del capitale dei titoli giunti a scadenza continuano a essere reinvestiti integralmente.

La Banca Centrale Europea, insieme alle banche centrali nazionali dell'Eurosistema, ha effettuato acquisti di un'ampia gamma di attività finanziarie nell'ambito dell'Asset Purchase Programme (APP), includendo titoli di Stato, obbligazioni emesse da istituzioni sovranazionali europee, obbligazioni societarie, covered bond e titoli garantiti da attività (ABS). Questi acquisti influenzano le condizioni finanziarie complessive e, in ultima istanza, la crescita economica e l'andamento dell'inflazione, agendo principalmente attraverso tre canali di trasmissione.

Quando la BCE acquista strumenti finanziari del settore privato, come ABS[41] e *covered bond*[42], legati a prestiti erogati dalle banche a famiglie e imprese, l'incremento della domanda determina un aumento dei prezzi di tali strumenti. Questo incoraggia gli istituti di credito a espandere l'attività di prestito, al fine di originare nuovi asset cartolarizzabili o nuovi titoli garantiti. L'aumento dell'offerta di credito tende a ridurre i tassi di interesse applicati ai finanziamenti bancari, migliorando così le condizioni di accesso al credito per famiglie e imprese.

La BCE ha effettuato acquisti di attività da una pluralità di investitori, tra cui fondi pensione, istituzioni finanziarie e soggetti privati. Questi investitori, una volta ricevuta la liquidità in cambio degli asset ceduti, possono reinvestirla in altri strumenti, anche diversi da quelli oggetto diretto del programma. Tale meccanismo di ribilanciamento[43] spinge al rialzo i prezzi e al ribasso i rendimenti su una gamma più ampia di attività finanziarie. Di conseguenza, si riducono i costi di finanziamento per le imprese che operano sui mercati dei capitali. Inoltre, rendimenti più contenuti spingono le banche ad allocare maggiori risorse sotto forma di prestiti al settore privato, con effetti positivi sui tassi applicati a famiglie e imprese. Qualora, invece, la liquidità venga indirizzata verso attività ad alto rendimento al di fuori dell'area euro, ciò può indurre un deprezzamento dell'euro, con effetti potenzialmente espansivi sull'inflazione tramite il canale del tasso di cambio[44].

In contesti in cui l'inflazione si colloca al di sotto dell'obiettivo per un periodo prolungato, gli acquisti di attività da parte della BCE trasmettono un segnale chiaro circa l'orientamento accomodante della politica monetaria nel medio termine. In particolare, indicano che i tassi di interesse ufficiali rimarranno su livelli contenuti per un periodo

---

[41] Gli asset-backed securities (ABS) sono strumenti finanziari emessi sulla base di un insieme di attività sottostanti, come crediti al consumo o prestiti auto. La cartolarizzazione consente alle banche di trasferire i rischi di credito agli investitori.

[42] I covered bond (obbligazioni garantite) sono titoli di debito emessi da banche e garantiti da un pool di attivi, generalmente mutui ipotecari o prestiti al settore pubblico. Offrono maggiore sicurezza agli investitori in quanto, in caso di default, questi possono rivalersi sia sull'emittente sia sul patrimonio sottostante.

[43] Il meccanismo di ribilanciamento del portafoglio descrive il comportamento degli investitori che, dopo aver venduto asset alla banca centrale, reinvestono la liquidità ricevuta in altri strumenti finanziari, influenzando così i prezzi e i rendimenti anche di attività non direttamente acquistate dall'istituto centrale.

[44] Il canale del tasso di cambio si riferisce al meccanismo attraverso cui un deprezzamento della valuta nazionale (in questo caso l'euro) aumenta la competitività delle esportazioni, contribuendo a stimolare la domanda esterna e, indirettamente, a sostenere l'inflazione.

prolungato. Questo contribuisce a ridurre l'incertezza e la volatilità attesa sui mercati, favorendo condizioni stabili per le decisioni di consumo e investimento da parte del settore privato. Inoltre, i tassi applicati sui prestiti a lungo termine risultano più bassi, riflettendo le aspettative di un prolungato periodo di politica monetaria espansiva.

Nel complesso, l'azione combinata di questi tre canali favorisce un miglioramento delle condizioni finanziarie per famiglie e imprese, stimolando il credito, gli investimenti e la domanda aggregata. In un contesto di inflazione persistentemente bassa, tale dinamica può contribuire in modo significativo al ripristino della stabilità dei prezzi, riportando l'inflazione verso il target simmetrico del 2 per cento nel medio termine.

3.3.2 Il pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)

Il programma di acquisto per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) rappresenta una misura straordinaria di politica monetaria adottata dalla Banca Centrale Europea nel marzo 2020, con l'obiettivo di contrastare i gravi rischi che la pandemia di COVID-19 poneva al meccanismo di trasmissione della politica monetaria e alle prospettive economiche dell'area dell'euro.

Il PEPP si configurava come un programma temporaneo di acquisto di attività finanziarie, comprendente titoli del settore sia pubblico sia privato. Inizialmente dotato di una capacità di intervento pari a 750 miliardi di euro, il programma è stato successivamente potenziato in due fasi: di 600 miliardi di euro il 4 giugno 2020 e di ulteriori 500 miliardi di euro il 10 dicembre 2020, raggiungendo così un ammontare complessivo di 1.850 miliardi di euro.[45]

Tutte le categorie di attività già ammissibili nell'ambito del programma ordinario di acquisto di attività (APP) erano considerate idonee anche per il PEPP. In deroga ai criteri standard di ammissibilità, i titoli di Stato greci sono stati inclusi nel programma fino al momento in cui la Repubblica ellenica ha raggiunto la soglia dell'*investment grade*[46], corrispondente al Credit Quality Step 3 della scala armonizzata di rating

[45] https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html
[46] Con il termine investment grade si fa riferimento al livello minimo di qualità creditizia riconosciuto dagli analisti internzazionali (rating BBB- o superiore), al di sotto del quale un'emissione è considerata speculativa.

dell'Eurosistema, secondo le valutazioni delle ECAI (*External Credit Assessment Institutions*)[47] accettate nel quadro di valutazione del merito creditizio dell'Eurosistema.

Il programma ha previsto inoltre l'ampliamento dell'idoneità dei *commercial paper*[48] non finanziari all'interno del *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP), estendendo il criterio di scadenza residua minima da sei mesi a 28 giorni. Tali strumenti sono così divenuti acquistabili sia nell'ambito del CSPP che del PEPP. Per quanto concerne i titoli del settore pubblico, la scadenza residua ammessa nell'ambito del PEPP spaziava da un minimo di 70 giorni a un massimo di 30 anni e 364 giorni.

Gli acquisti di titoli del settore pubblico nel contesto del PEPP sono stati effettuati seguendo come riferimento la chiave di capitale dell'Eurosistema[49], ossia la quota di partecipazione delle banche centrali nazionali al capitale della BCE. Tuttavia, la peculiarità distintiva del PEPP rispetto all'APP è stata l'elevata flessibilità operativa: gli acquisti sono stati modulati nel tempo, tra diverse classi di attività e tra giurisdizioni, sulla base delle condizioni di mercato. Tale flessibilità ha avuto lo scopo di prevenire un inasprimento delle condizioni di finanziamento incompatibile con il contrasto degli effetti negativi della pandemia sul profilo atteso dell'inflazione, sostenendo così l'efficacia della trasmissione della politica monetaria.

Il Consiglio direttivo ha deliberato, in data 16 dicembre 2021, la cessazione degli acquisti netti nell'ambito del PEPP al termine di marzo 2022. Contestualmente, è stato stabilito che i rimborsi del capitale dei titoli in scadenza sarebbero stati reinvestiti almeno fino alla fine del 2024, con la garanzia che il graduale deflusso del portafoglio PEPP (*roll-off*[50]) non interferisse con l'appropriato orientamento della politica monetaria.

In seguito, il 14 dicembre 2023, il Consiglio direttivo ha annunciato l'intenzione di proseguire i reinvestimenti in forma integrale durante la prima metà del 2024, per poi

---

[47] L'ECAI è l' istituzione riconosciuta dall'Eurosistema per la valutazione del merito creditizio di emittenti o strumenti finanziari, come Moody's, S&P, Fitch, DBRS.
[48] I commercial paper sono strumenti di debito a breve termine emessi da imprese per finanziare esigenze immediate di liquidità; sono in genere non garantiti.
[49] La chiave di capitale dell'Eurosistema è il criterio di riferimento utilizzato dalla BCE per la ripartizione delle attività e passività tra le banche centrali nazionali, proporzionale al PIL e alla popolazione di ciascun Paese membro.
[50] Il termine Roll-off fa riferimento al processo di progressiva riduzione del portafoglio detenuto dalla banca centrale, tramite il mancato reinvestimento dei titoli giunti a scadenza.

iniziare a ridurre il portafoglio PEPP a partire dalla seconda metà dell'anno, con un ritmo medio di 7,5 miliardi di euro al mese. I reinvestimenti sono stati infine interrotti alla fine del 2024, in linea con quanto preannunciato nelle riunioni del Consiglio direttivo del 14 dicembre 2023 e del 12 dicembre 2024. L'ultima operazione di acquisto di titoli nell'ambito del PEPP è stata effettuata il 17 dicembre 2024, in considerazione della prevista riduzione della liquidità di mercato nella parte finale dell'anno.

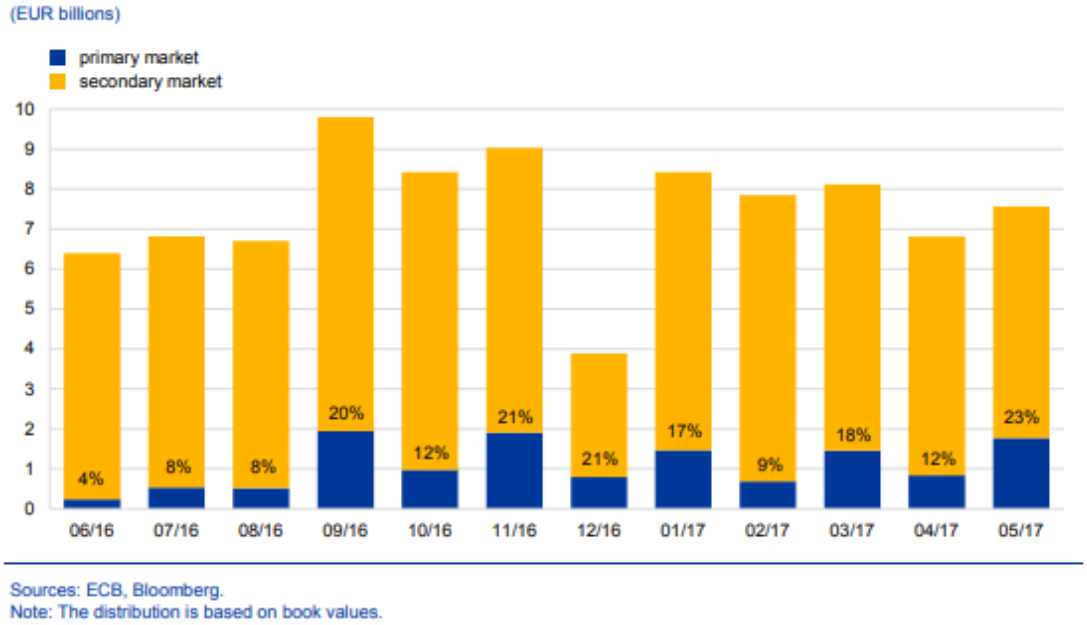
3.3.3 Il corporate Sector Purchase Programme (CSPP) e il Covered Bond Purchase Programme (CBPP3)

Il *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP) e il *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP3) rappresentano due strumenti chiave adottati dalla Banca Centrale Europea nell'ambito delle misure non convenzionali di politica monetaria implementate dopo la crisi finanziaria globale del 2008. Entrambi rientrano nel più ampio *Asset Purchase Programme* (APP) e hanno avuto come obiettivo principale il rafforzamento della trasmissione della politica monetaria attraverso l'acquisto di titoli del settore privato, con l'intento di migliorare le condizioni di finanziamento dell'economia reale.

Il CSPP, introdotto ufficialmente nel giugno 2016, prevedeva l'acquisto di obbligazioni societarie emesse da imprese non bancarie stabilite nell'area dell'euro. Gli acquisti sono stati effettuati sia sul mercato primario sia su quello secondario, e il programma è stato condotto in modo da riflettere la composizione del mercato di riferimento, seguendo un approccio *market-neutral*[51]. L'universo degli strumenti idonei all'acquisto è stato volutamente ampio: erano ammissibili strumenti con scadenza iniziale superiore a 366 giorni e una scadenza residua compresa tra sei mesi e 30 anni e 364 giorni, oppure con scadenza iniziale inferiore a 365 giorni ma almeno 28 giorni residui al momento dell'acquisto. Per i *commercial paper*, la soglia minima di emissione era fissata a 10 milioni di euro.

[51] L'approccio market-neutral è un approccio agli acquisti che mira a replicare la composizione del mercato sottostante senza introdurre distorsioni, evitando una preferenza sistematica verso determinati emittenti o settori.

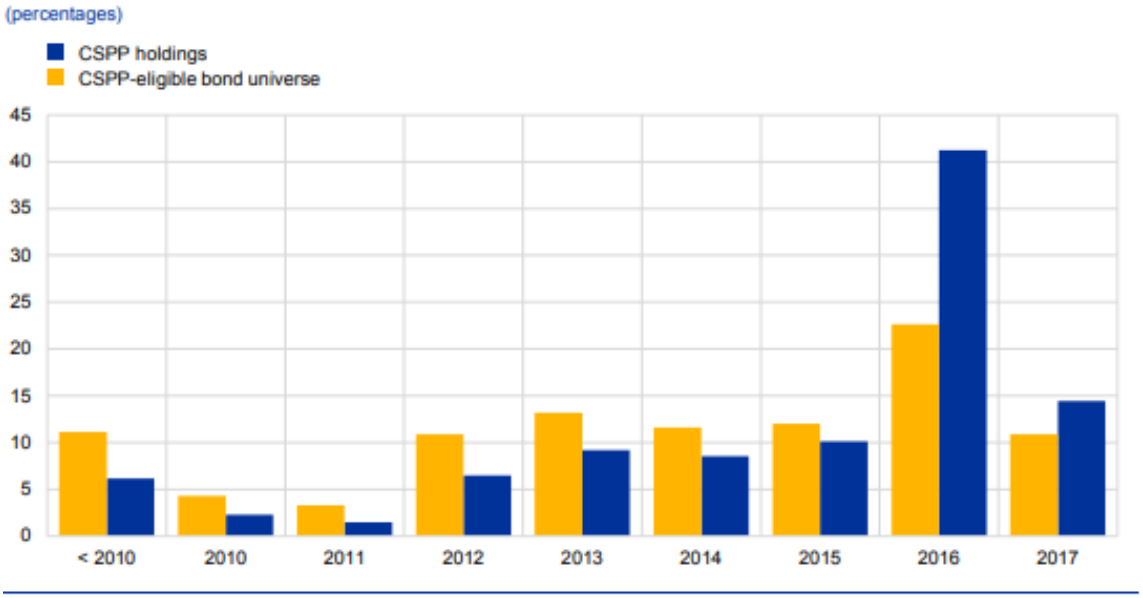
Grafico 1: Acquisti netti mensili del CSPP per metodo di transazione



Fonte: Bollettino economico della BCE, Bloomberg.

Il Grafico 1 mostra l'evoluzione degli acquisti netti mensili del CSPP, distinguendo tra il mercato primario e secondario. Si osserva come l'introduzione del programma abbia avuto un impatto marcato sulle dinamiche di mercato, in particolare durante le fasi di maggiore turbolenza finanziaria, come l'inizio della pandemia di COVID-19 nel 2020. La flessibilità nella ripartizione degli acquisti tra i due mercati ha permesso al programma di adattarsi efficacemente alle condizioni prevalenti, contribuendo a preservare la stabilità dei mercati finanziari e garantire la continuità del finanziamento per le imprese.

Grafico 2: Distribuzione delle detenzioni CSPP per anno di emissione rispetto all'universo obbligazionario idoneo



Sources: ECB, Bloomberg.
Note: The distribution is based on nominal values. Data for the year 2017 cover purchases of bonds settled during the period from 1 January until 7 June.

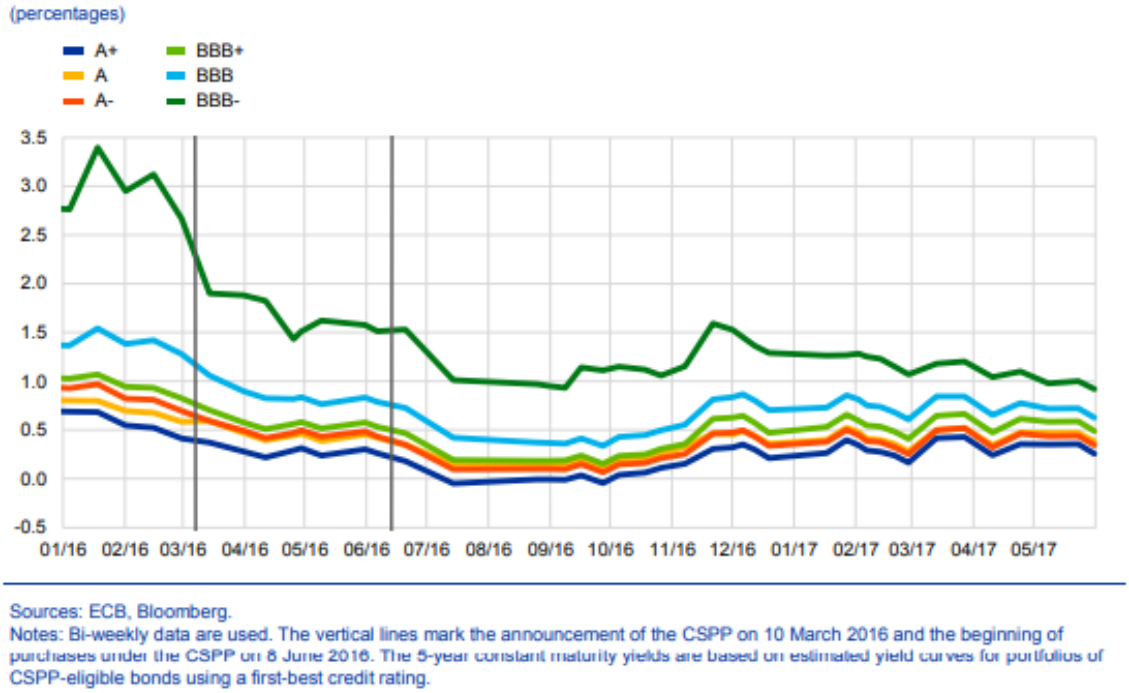
Fonte: Bollettino economico della BCE, Bloomberg.

Il grafico 2 illustra la distribuzione delle obbligazioni detenute nel portafoglio CSPP per anno di emissione. Si nota una marcata preferenza per i titoli di emissione più recente, coerente con l'obiettivo di stimolare le nuove emissioni e sostenere il mercato primario. Questa strategia ha consentito di migliorare la trasmissione della politica monetaria, favorendo il finanziamento delle imprese nei momenti di maggiore incertezza economica e facilitando l'accesso al credito attraverso i mercati dei capitali.

Un elemento centrale del CSPP è stata la possibilità di acquistare titoli con rendimento a scadenza negativo, anche al di sotto del tasso di deposito della BCE, qualora necessario per assicurare l'efficacia della politica monetaria. La selezione dei titoli si basava su valutazioni fornite da agenzie di rating riconosciute dal quadro di valutazione dell'Eurosistema (ECAF), con priorità ai rating dell'emissione rispetto a quelli dell'emittente o del garante. Il requisito minimo era fissato al Credit Quality Step 3. Le

emissioni di imprese con sede legale nell'area euro erano ammissibili, indipendentemente dalla residenza del gruppo di controllo, purché rispettassero gli altri criteri di eleggibilità.

Grafico 3: Rendimento a 5 anni dei titoli idonei al CSPP per classe di rating



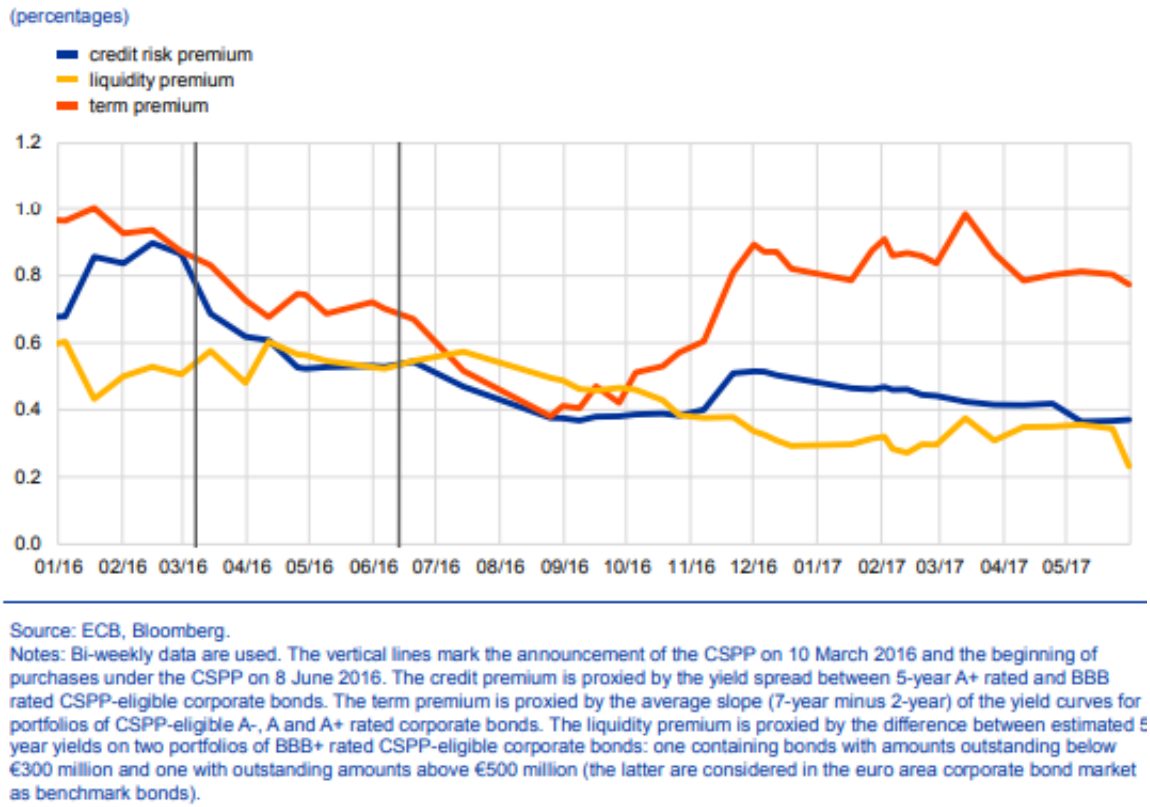
Fonte: Bollettino economico della BCE, Bloomberg.

Il Grafico 3 riporta i rendimenti a cinque anni delle obbligazioni idonee all'acquisto, classificati per categoria di rating. Il dato mostra una significativa compressione dei rendimenti, in particolare per le obbligazioni con rating inferiori, suggerendo che il CSPP ha avuto un impatto diretto nella riduzione dei premi per il rischio di credito. Questo fenomeno ha aumentato l'attrattività dei titoli corporate e ridotto il costo medio di finanziamento per le imprese, contribuendo in modo sostanziale a rafforzare l'efficacia della politica monetaria accomodante.

La BCE ha inoltre applicato limiti per emittente e per emissione al fine di garantire la diversificazione del portafoglio e gestire il rischio finanziario. Il limite per singola emissione era pari al 70 per cento dell'ammontare in circolazione, con soglie inferiori per

le obbligazioni emesse da imprese pubbliche, in ottemperanza al divieto di finanziamento monetario sancito dall'art. 123 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea.
Le operazioni sono state gestite da sei banche centrali nazionali (Belgio, Germania, Spagna, Francia, Italia e Finlandia), ognuna responsabile per un segmento geografico distinto del mercato.

Grafico 4 – Differenziali di rischio credito, liquidità e scadenza nel mercato CSPP.

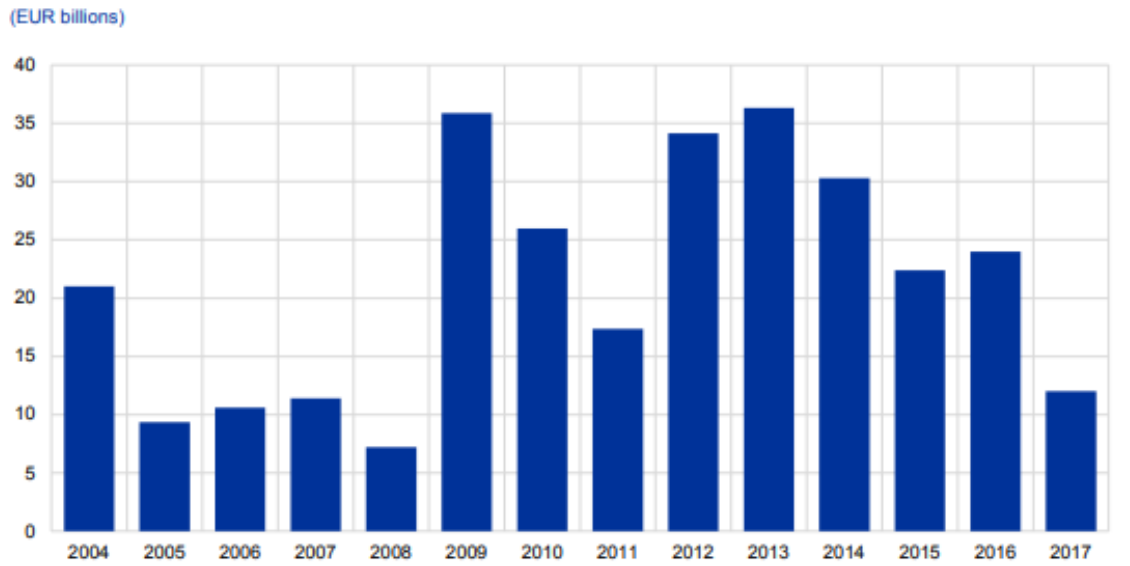


Fonte: Bollettino economico della BCE, Bloomberg.

Il Grafico 4 mette in evidenza l'evoluzione dei differenziali di prezzo (*spread*) legati a tre fattori chiave: rischio di credito, liquidità e orizzonte temporale.
I dati dimostrano che, grazie al CSPP, questi *spread* si sono significativamente ridotti, indicando un miglioramento della percezione del rischio e una riduzione delle distorsioni all'interno del mercato obbligazionario. Ciò ha facilitato il funzionamento dei mercati e migliorato la trasmissione della politica monetaria verso l'economia reale.

Dall'inizio del programma, il mercato delle obbligazioni societarie ha mostrato segni di sviluppo positivo. Le condizioni di finanziamento sono migliorate, i premi per il rischio di credito e di liquidità si sono ridotti, e il rendimento dei titoli idonei è diminuito, stimolando l'emissione di nuovi titoli. Tuttavia, il CSPP non ha avuto un impatto significativo sull'emissione di obbligazioni da parte di nuovi emittenti o imprese non frequenti. Al contrario, esso ha favorito l'accesso ai mercati dei capitali da parte di società con rating più basso, spingendo altri investitori a ribilanciare i propri portafogli verso strumenti non idonei o al di fuori dell'area euro.

Grafico 5 – Emissione obbligazionaria da parte di emittenti infrequenti dell'area euro.



Source: Dealogic.
Notes: Infrequent euro area non-financial corporate bond issuers are defined as companies that have not issued bonds within the previous five calendar years. Data for 2017 cover the period from 1 January until 7 June. Data include all rated and non-rated euro area non-financial companies issuing in euro.

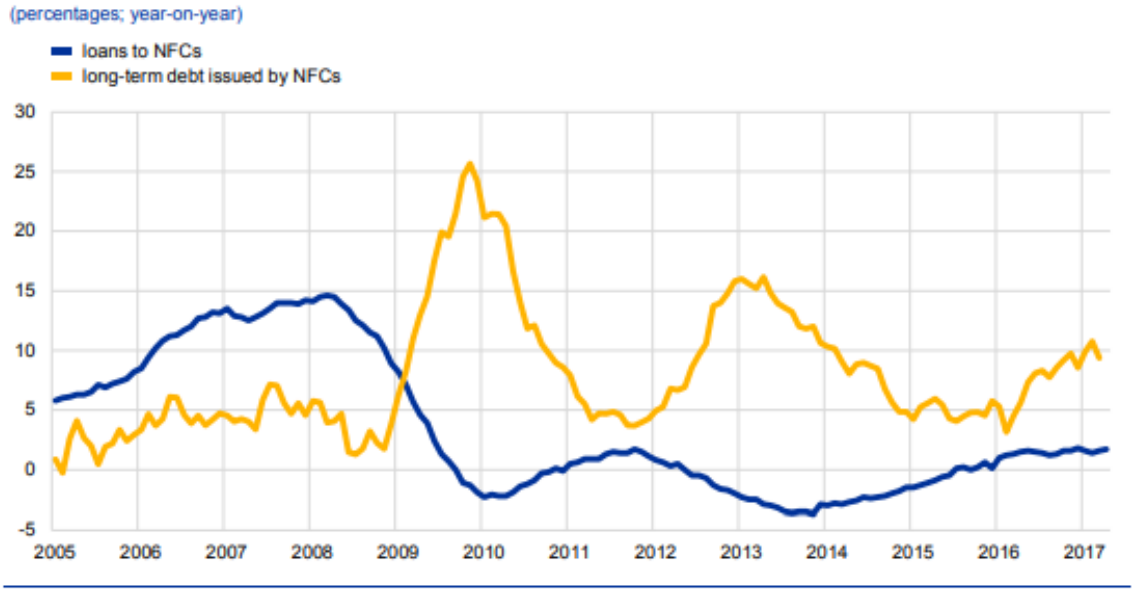
Fonte: Dealogic.

Il Grafico 5 mostra un aumento delle emissioni da parte di imprese considerate 'infrequenti', ovvero soggetti che non accedono abitualmente al mercato obbligazionario. Questo dato suggerisce un effetto indiretto positivo del CSPP: pur non acquistando direttamente titoli di questi emittenti, la compressione degli *spread* e la maggiore liquidità

hanno incentivato anche le imprese meno attive a raccogliere capitali sul mercato, promuovendo così una maggiore diversificazione del finanziamento aziendale.

Il *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP3), avviato nel 2014, si è affiancato al CSPP con l'obiettivo di sostenere l'intermediazione bancaria attraverso l'acquisto di obbligazioni garantite emesse da banche. Questi strumenti, coperti da un *pool* di attivi sottostanti, rappresentano un'alternativa di finanziamento a basso rischio per gli istituti bancari. Il programma ha consentito di aumentare la liquidità nel mercato dei *covered bond*[52] e di ridurre i costi di finanziamento per il settore bancario, supportando indirettamente l'erogazione del credito a famiglie e imprese.

Grafico 6: Cambiamenti nelle fonti di finanziamento per le imprese non finanziarie.



Source: ECB.
Note: The data include debt issuance and loans denominated in euro to all euro area NFCs covered by the ECB securities statistics and statistics from MFIs (monetary financial institutions). The latest observation for the ECB securities statistics is March 2017 and the latest observation for the statistics from MFIs is April 2017.

Fonte: Bollettino economico della BCE.

Il Grafico 6 analizza il cambiamento nella composizione delle fonti di finanziamento delle imprese non finanziarie, evidenziando un aumento del ricorso al mercato dei capitali

[52] I coverd bond sono strumenti finanziari emessi da banche e garantiti da un pool segregato di attivi a protezione degli investitori.

rispetto al tradizionale credito bancario. Questo mutamento strutturale riflette una delle conseguenze più durature del CSPP, che ha agito come catalizzatore per lo sviluppo di un ecosistema finanziario più resiliente e orientato al mercato. In prospettiva, ciò supporta l'integrazione dei mercati dei capitali nell'UE e riduce la dipendenza sistemica dal settore bancario.

A partire dal 2023, in linea con l'obiettivo di allinearsi agli impegni climatici dell'UE, il CSPP ha integrato criteri ambientali nella selezione dei titoli, privilegiando emittenti con migliori performance climatiche. Le operazioni nel mercato primario sono state progressivamente ridotte e infine interrotte nel marzo 2023, salvo per le obbligazioni verdi e quelle emesse da imprese con elevati standard ESG. I reinvestimenti sotto il CSPP e il CBPP3 sono stati interrotti rispettivamente nel luglio 2023 e nel dicembre 2024, segnando la transizione verso una fase di normalizzazione della politica monetaria.

3.3.4 Le Targeted Long-Term Refinancing Operations (TLTRO)

Le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine, note come TLTRO (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*), costituiscono uno strumento di politica monetaria attraverso il quale la Banca Centrale Europea fornisce liquidità alle banche a condizioni particolarmente favorevoli. L'obiettivo principale è incentivare la concessione di credito all'economia reale contribuendo così a migliorare la trasmissione della politica monetaria in tutta l'area dell'euro.

Le TLTRO si differenziano dalle ordinarie operazioni di mercato aperto della BCE per tre caratteristiche principali:

1. Carattere mirato: come suggerisce la denominazione stessa, queste operazioni sono specificamente indirizzate a sostenere o incrementare i prestiti bancari rivolti al settore privato non finanziario, ad esclusione dei mutui per l'acquisto di abitazioni.

2. Condizionalità: l'accesso al finanziamento a condizioni agevolate è subordinato all'effettiva erogazione di credito all'economia reale. L'ammontare massimo ottenibile è legato all'entità dei prestiti concessi in precedenza dalla banca richiedente, secondo una quota stabilita sui finanziamenti già erogati.

3. Orizzonte temporale esteso: le operazioni TLTRO offrono alle banche liquidità con una scadenza più lunga rispetto alle tradizionali operazioni di rifinanziamento. In origine, le TLTRO prevedevano un periodo di rimborso fino a quattro anni, garantendo così un accesso stabile e prolungato alla liquidità.

Le TLTRO sono concepite per sostenere la dinamica del credito e garantire condizioni di finanziamento favorevoli in fasi di debolezza congiunturale o shock sistemici. Offrendo finanziamenti a tassi agevolati, esse incentivano le banche a mantenere o aumentare il flusso di prestiti, mitigando così l'eventuale rallentamento dell'attività economica. L'aumento del credito bancario stimola investimenti e consumi, contribuendo a sostenere la domanda aggregata e la stabilità dei prezzi.

La BCE ha implementato tre differenti serie di TLTRO nel corso del tempo:

- TLTRO I nel 2014, in una fase di stagnazione dell'economia dell'area euro;
- TLTRO II nel 2016, con l'obiettivo di rafforzare ulteriormente la trasmissione monetaria;
- TLTRO III nel 2019, inizialmente introdotta in un contesto di rallentamento economico, è stata successivamente potenziata come risposta alla crisi pandemica da COVID-19.

La terza serie (TLTRO III) ha avuto un ruolo centrale nella risposta della BCE agli effetti economici della pandemia da coronavirus. In questo contesto, le banche sono state autorizzate a prendere in prestito fondi dalla BCE a tassi negativi fino a -1 per cento, ovvero 0,5 punti percentuali al di sotto del tasso di deposito ufficiale. Questa misura eccezionale era subordinata al mantenimento o all'incremento dell'attività creditizia verso imprese e famiglie.

Le condizioni favorevoli sono rimaste in vigore tra il 24 giugno 2020 e il 23 giugno 2022, incentivando le banche a proseguire l'erogazione di prestiti e a trasferire i benefici di finanziamento ai soggetti dell'economia reale. Le operazioni TLTRO III prevedevano una durata triennale (anziché quadriennale come nelle precedenti tornate) e sono state svolte

in dieci operazioni distinte, a partire da settembre 2019. Con l'aggravarsi della crisi sanitaria, il programma è stato adattato in tre occasioni (marzo, aprile e dicembre 2020) per rafforzarne l'efficacia. L'ultima operazione è stata condotta nel dicembre 2021.

3.3.5 Il Tiering delle riserve bancarie e la politica dei tassi negativi

Nell'ambito delle misure di politica monetaria non convenzionale adottate dalla Banca Centrale Europea per affrontare le sfide economiche degli ultimi anni, la politica dei tassi di interesse negativi (*Negative Interest Rate Policy*, NIRP) ha assunto un ruolo preminente. Introdotta per la prima volta nel giugno 2014, questa politica ha visto la BCE ridurre il tasso sui depositi presso la banca centrale al di sotto dello zero, con l'obiettivo di stimolare l'attività economica e contrastare le pressioni deflazionistiche.

La NIRP rappresenta una deviazione significativa dalle tradizionali strategie di politica monetaria. Riducendo il tasso di deposito al di sotto dello zero, la BCE intende incentivare le banche a incrementare l'erogazione di prestiti all'economia reale, piuttosto che detenere riserve in eccesso presso la banca centrale, che in questo contesto comporterebbero un costo. Tale approccio mira a stimolare la domanda aggregata e a sostenere l'inflazione verso l'obiettivo di medio termine della BCE.

Tuttavia, l'implementazione di tassi negativi solleva interrogativi riguardo alle potenziali ripercussioni sulla redditività delle banche. In particolare, le istituzioni finanziarie potrebbero vedere una compressione dei margini di interesse netti, dato che la possibilità di trasferire tassi negativi ai depositanti al dettaglio è limitata. Questo scenario potrebbe, in teoria, indurre le banche a ridurre l'offerta di credito, attenuando l'efficacia della politica monetaria.

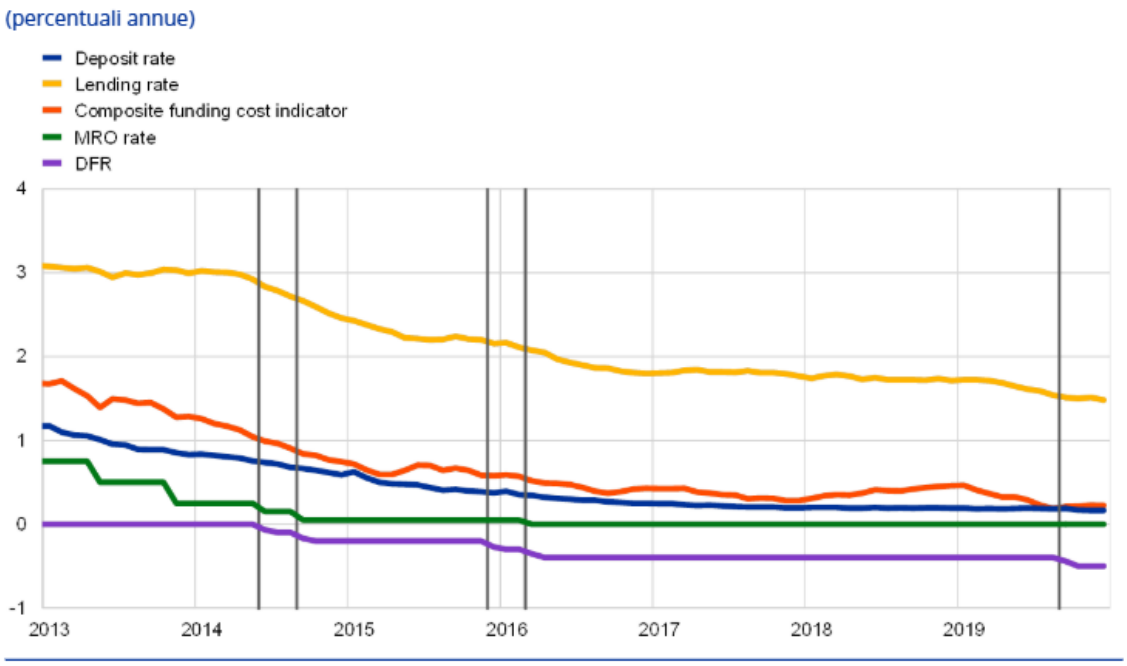
Per mitigare gli effetti collaterali della NIRP sul settore bancario, la BCE ha introdotto, nel settembre 2019, un sistema a due soglie per la remunerazione delle riserve in eccesso detenute dalle banche presso la banca centrale. Questo meccanismo, noto come "*tiering*", esenta una parte delle riserve in eccesso dal tasso di deposito negativo, applicando un tasso di interesse pari a zero su una determinata quota di tali riserve. L'obiettivo è alleviare

l'onere sui margini di interesse delle banche, preservando al contempo l'orientamento accomodante della politica monetaria.

Secondo l'analisi della BCE, il sistema di *tiering* ha contribuito a sostenere la trasmissione della politica monetaria, incentivando le banche a mantenere o incrementare l'erogazione di credito all'economia reale. Inoltre, ha facilitato il funzionamento del mercato monetario, promuovendo una più efficiente distribuzione della liquidità tra le istituzioni finanziarie.

Studi empirici condotti dalla BCE indicano che l'introduzione del *tiering* ha avuto un effetto positivo sulla capacità delle banche di sostenere l'offerta di credito. In particolare, le banche con una maggiore dipendenza dai depositi al dettaglio, che sono più esposte agli effetti negativi dei tassi negativi, hanno beneficiato significativamente del sistema a due soglie. Queste istituzioni hanno mostrato una maggiore propensione a mantenere o aumentare i prestiti concessi, contribuendo così all'efficacia complessiva della politica monetaria.

Grafico 7: Sviluppi nei tassi di interesse, costi di finanziamento delle banche e tassi di prestito delle banche (2013-2019)



Fonti: BCE e calcoli della BCE.
Note: Le linee nere verticali indicano i cinque tagli del DFR in territorio negativo, da 0 a -0,1% a giugno 2014, da -0,1% a -0,2% a settembre 2014, da -0,2% a -0,3% a dicembre 2015, da -0,3% a -0,4% a marzo 2016 e da -0,4% a -0,5% a settembre 2019. Ultima osservazione: dicembre 2019.

Fonte: Bollettino economico della BCE.

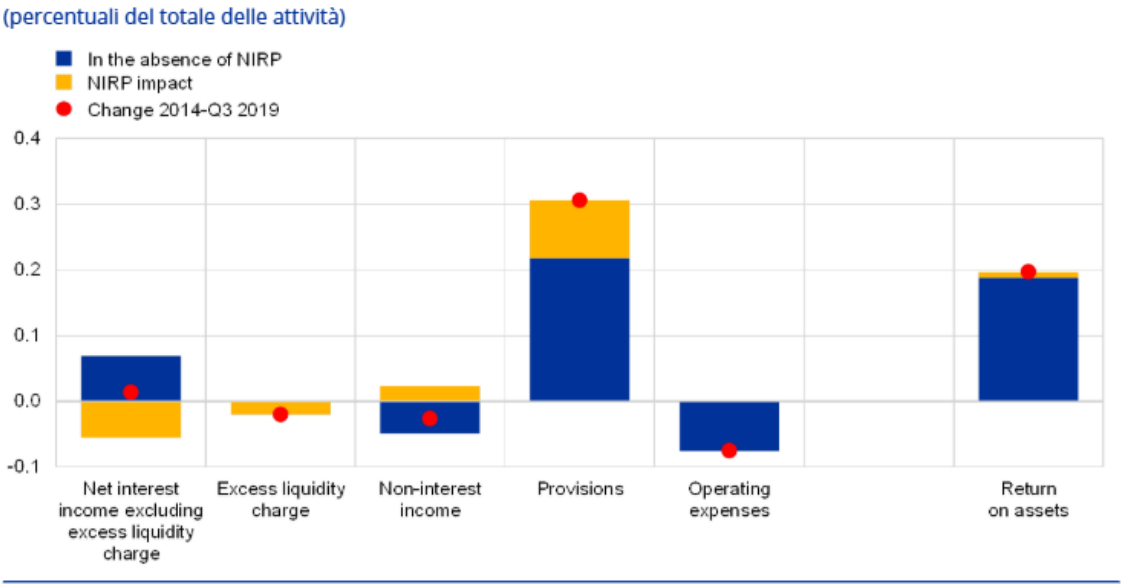
Il grafico illustra l'evoluzione dei principali indicatori dei tassi di interesse nell'area euro, includendo il tasso di deposito (Deposit rate), il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (*MRO rate*), il tasso medio sui prestiti concessi dalle banche (*Lending rate*) e un indicatore composito del costo di finanziamento (*Composite funding cost indicator*)[53]. Le linee verticali nere segnano i momenti in cui il tasso sui depositi (DFR) è stato progressivamente tagliato fino al valore di -0,5 per cento nel settembre 2019. L'analisi del grafico suggerisce che i tassi negativi abbiano esercitato una pressione decrescente sui costi di finanziamento delle banche.

[53] Il "composite funding cost indicator" è un indicatore calcolato dalla BCE per misurare il costo medio del finanziamento delle banche, combinando diverse fonti di raccolta, inclusi depositi e obbligazioni.

In particolare, il "composite funding cost indicator" (linea gialla) ha mostrato un abbassamento costante nel periodo osservato. Allo stesso tempo, i tassi applicati ai prestiti (lending rate, linea arancione) si sono ridotti, sebbene in misura meno marcata, segnalando che le condizioni di finanziamento più favorevoli si sono parzialmente trasmesse alla clientela.

La persistenza del tasso sui depositi in territorio negativo (linea viola) ha indotto le banche a contenere l'accumulo di riserve inattive presso la BCE, spingendole a impiegare la liquidità in modo più produttivo. Tuttavia, la progressiva erosione dei margini ha reso necessario l'introduzione del *tiering* per garantire la sostenibilità della NIRP.

Grafico 8: Variazioni della redditività bancaria tra il 2014 e il terzo trimestre del 2019 e impatto del tasso di interesse negativo netto (NIRP)



Fonti: BCE e calcoli BCE.
Note: Il campione è bilanciato (copre 194 banche dell'area euro) e corretto per le principali fusioni e acquisizioni. L'impatto NIRP è ottenuto utilizzando un modello BVAR dinamico.

Fonte: Bollettino economico della BCE.

Il grafico mostra le variazioni percentuali di diverse componenti della redditività bancaria sul totale dell'attivo, mettendo a confronto uno scenario controfattuale (in blu, *"In the absence of NIRP"*) con l'impatto attribuibile alla politica dei tassi negativi (in giallo,

"*NIRP impact*"). I punti rossi indicano le variazioni effettive osservate tra il 2014 e il terzo trimestre del 2019.

Si osserva che, in assenza della NIRP, il reddito netto da interessi (escludendo l'onere della liquidità in eccesso) avrebbe subito una riduzione maggiore. Al contrario, l'effetto della NIRP sulle commissioni non è significativo, così come l'onere per liquidità in eccesso. Le spese operative appaiono leggermente aumentate, ma contenute, mentre le rettifiche su crediti (*provisions*) sono calate grazie alle migliori condizioni macro-finanziarie ottenute proprio tramite la politica monetaria accomodante. Il risultato netto, rappresentato dalla colonna "*Return on assets*", suggerisce che, grazie alla NIRP, la redditività bancaria è risultata superiore rispetto allo scenario controfattuale. Ciò confuta parzialmente le preoccupazioni secondo cui i tassi negativi comprometterebbero strutturalmente la sostenibilità del settore bancario: piuttosto, dimostrano che l'interazione tra NIRP e *tiering* ha permesso un equilibrio tra stimolo economico e stabilità finanziario. Il sistema di *tiering*, in particolare, ha svolto una funzione di "valvola di sicurezza" che ha contenuto l'impatto sui margini da interesse, permettendo agli istituti di credito di continuare a svolgere la loro funzione di intermediazione in modo efficace.
L'analisi condotta evidenzia come la politica dei tassi d'interesse negativi (NIRP), sebbene inizialmente percepita con cautela da parte del sistema bancario e degli economisti, abbia prodotto effetti misurabili e in larga parte positivi sul piano della trasmissione della politica monetaria e della stabilizzazione macroeconomica dell'area euro.

La combinazione tra NIRP e sistema di *tiering* si è dimostrata essenziale per garantire che gli stimoli monetari non si traducessero in un deterioramento della capacità delle banche di sostenere l'economia reale.

Capitolo 4- Risposte della BCE alle crisi finanziarie ed economiche

In questo capitolo verrà analizzata l'evoluzione degli strumenti di politica monetaria adottati dalla Banca Centrale Europea (BCE) in risposta alle principali crisi economico-finanziarie che hanno caratterizzato gli ultimi vent'anni. L'attenzione sarà rivolta, in particolare, a tre eventi chiave: la crisi dei mutui subprime (2007–2010), la crisi del debito sovrano nell'area euro (2010–2012) e la crisi economica scaturita dalla pandemia da COVID-19 (2020–2024).

L'esame delle misure introdotte per contenere e superare tali crisi evidenzierà il progressivo ricorso a strumenti di politica monetaria non convenzionali, la cui frequente applicazione solleva un interrogativo cruciale: le Banche Centrali ricorrono a tali strumenti esclusivamente in contesti eccezionali, oppure essi sono destinati a entrare stabilmente nell'arsenale operativo della politica monetaria?

4.1 Premessa: nascita e sviluppo delle crisi finanziarie

Una crisi finanziaria si manifesta come una grave perturbazione nei mercati finanziari, caratterizzata da una precipitosa caduta dei valori delle attività e il contemporaneo fallimento di diverse istituzioni finanziarie. A questo si aggiunge una scarsità di informazioni che esacerba l'incertezza e intensifica le frizioni sul mercato. Inizialmente, la crisi può emergere in diverse forme, tra cui un'espansione seguita da una contrazione del credito o un tracollo dei valori delle attività, che compromette i bilanci delle istituzioni finanziarie.

Progressivamente, la crisi comincia a incidere sul settore bancario. Problemi operativi e distorsioni nei bilanci guidano alcune istituzioni sull'orlo dell'insolvenza, spesso preludio al fallimento. Questa percezione di diffusa instabilità può scatenare un panico bancario e il crollo di molteplici istituzioni. Come analizzato precedentemente, la fiducia pubblica nell'ente emittente la moneta è cruciale; l'*escalation* dell'incertezza ne mina la percezione di solidità, spingendo i depositanti a salvaguardare i propri risparmi tramite prelievi massivi, noti come *bank run*[54]. La risultante mancanza di liquidità costringe le banche a

[54] Il bank run, o corsa agli sportelli, è un fenomeno che si verifica quando molti clienti di una banca prelevano contemporaneamente i propri depositi.

liquidare le proprie attività in condizioni sfavorevoli, incrementando l'offerta sul mercato e deprimendone ulteriormente i prezzi.
Per restaurare la stabilità, l'intervento delle autorità regolatrici diventa imperativo. Esse attuano la chiusura delle imprese insolventi e regolano l'attività di quelle rimanenti, nel tentativo di riequilibrare il funzionamento dei mercati. Tuttavia, questo processo di ripresa può subire ostacoli se la riduzione dei prezzi è troppo marcata, dando luogo al fenomeno della deflazione del debito, che aggrava il deterioramento del capitale netto delle imprese e prolunga il periodo di recupero.
In un'epoca di globalizzazione crescente, le interconnessioni tra i mercati finanziari internazionali permettono alle crisi finanziarie di propagarsi rapidamente da un mercato all'altro. Questo dinamismo ha contribuito a trasformare la crisi finanziaria statunitense in una crisi globale, influenzando anche i mercati europei.

4.1.1 La prima grande crisi finanziaria

La crisi dei mutui subprime ha avuto inizio nell'agosto del 2007, manifestandosi inizialmente all'interno del sistema economico e finanziario statunitense, per poi estendersi rapidamente a livello globale. Tale evento ha posto fine ad un prolungato periodo di prosperità economica, generando un ampio dibattito sulle cause e sulle responsabilità dell'accaduto.

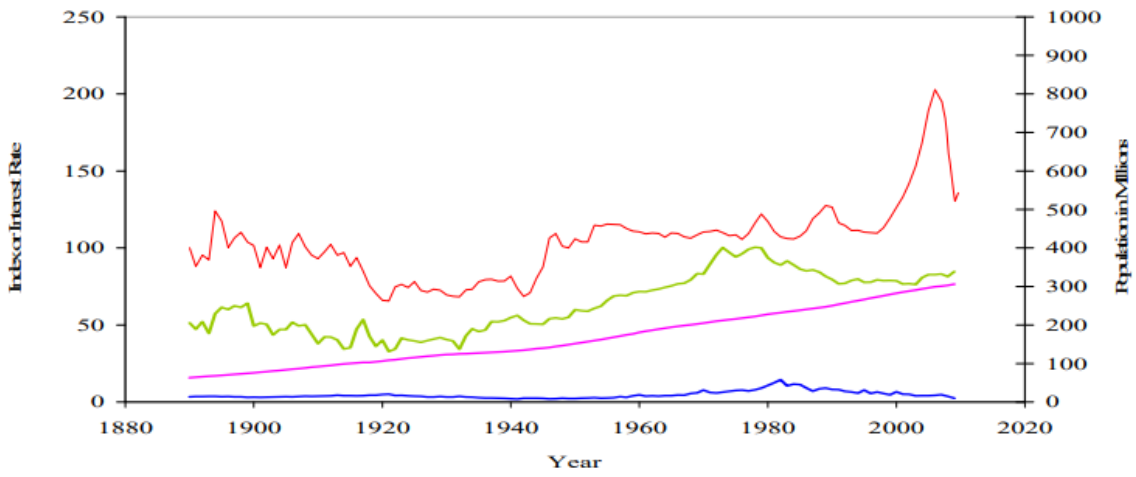
Il mercato immobiliare, all'interno del quale la crisi ha avuto origine, è di rilevanza centrale per l'operato della Banca Centrale e per la trasmissione delle manovre della stessa. A discapito delle aspettative, il devastante crollo dei prezzi delle abitazioni negli USA, ma anche in altri paesi che avevano sperimentato un vero e proprio boom delle quotazioni immobiliari a partire dalla fine degli anni '90, ha prodotto conseguenze di rilievo non soltanto sul sistema bancario, direttamente coinvolto attraverso il segmento dei mutui con le pratiche immobiliari, ma sull'intero sistema finanziario globale.

La fase espansionistica antecedente al crash si rivelò insostenibile ed alimentata da aspettative irrazionali e pratiche creditizie rischiose e spregiudicate da parte degli

intermediari. Queste ultime erano state favorite dal processo di cartolarizzazione[55] che permetteva di rivendere pacchetti di asset tossici (come i mutui NINJA- *No Income Job or Asset*- concessi a soggetti non meritevoli) attraverso l'aggregazione e il collocamento di questi in titoli scambiati a prezzi e condizioni che non riflettevano la rischiosità sottostante.

Il modo migliore per capire l'origine di tale crisi è analizzare l'andamento dei i prezzi delle case negli Stati Uniti dal 1890 (la linea rossa). La figura sottostante mostra due episodi in cui i prezzi delle case sono aumentati rapidamente.

Figura 1: Il prezzo delle case aggiustato per l'inflazione negli Stati Uniti dal 1890



Fonte: Standard&Poor's, Case-Shiller Index

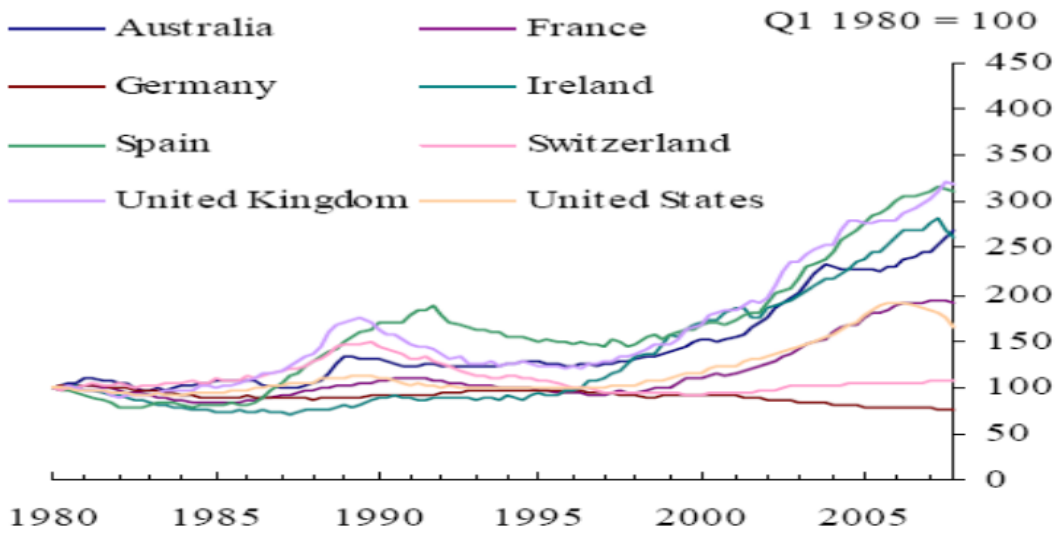
Il primo episodio, verificatosi alla fine degli anni 40, risulta di più immediata comprensione. Durante la Seconda guerra mondiale, infatti, la costruzione di abitazioni fu drasticamente ridotta, in quanto l'economia impiegava la maggior parte delle risorse disponibili per sostenere lo sforzo bellico. Al termine del conflitto, con il ritorno dei soldati e la conseguente formazione di nuovi nuclei familiari, si assistette a un marcato incremento della natalità e a un'esplosione della domanda abitativa. Tuttavia, a fronte di

[55] Con il termine "cartolarizzazione" si fa riferimento al processo di trasformazione di attivi illiquidi, come mutui, in titoli negoziabili. Questo metodo aggrega diversi crediti in pacchetti che vengono venduti come titoli, distribuendo il rischio tra gli investitori, ma aumentando la complessità e l'opacità del rischio sottostante.

una domanda in rapida espansione, l'offerta di abitazioni rimase limitata, determinando un'impennata dei prezzi immobiliari.

Nel secondo episodio, non sembrava sussistere alcuna motivazione economica evidente che giustificasse un incremento così repentino dei prezzi immobiliari. Come illustrato nella Figura 1, né i costi di costruzione (che risultavano in diminuzione), né la crescita della popolazione (che non mostrava segnali di accelerazione), giustificavano un tale rapido aumento dei prezzi. Alcuni economisti, in particolare Robert Shiller dell'Università di Yale, avevano sottolineato tali incongruenze, sostenendo che il boom immobiliare fosse destinato a non protrarsi nel tempo. Eppure la crescita dei prezzi proseguì per circa un decennio, per poi arrestarsi bruscamente, dando luogo a un crollo generalizzato del mercato immobiliare. Tra il 2006 e il 2009, il prezzo medio delle abitazioni negli Stati Uniti subì una flessione pari a circa il 30 per cento, con gravi ripercussioni sull'intero sistema economico. È importante sottolineare, inoltre, che gli Stati Uniti non costituirono un caso isolato: dinamiche speculative simili si registrarono anche in altri Paesi, anch'essi caratterizzati da una marcata crescita dei prezzi delle abitazioni.

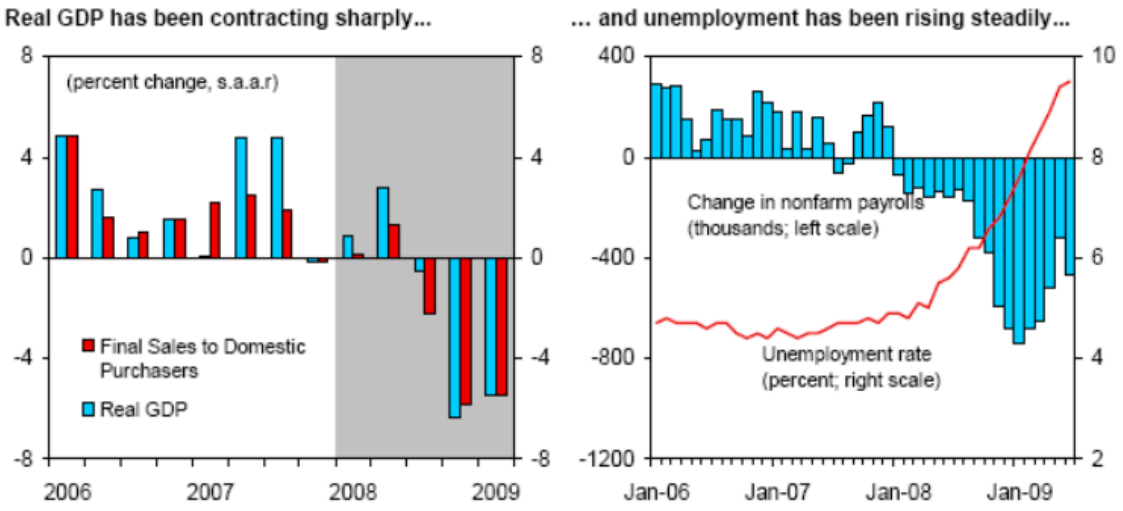
Figura 2: Prezzi delle abitazioni aggiustati per l'inflazione in otto paesi dal 1980



Fonte: Bank for International Settlements (BIS)

Nel Regno Unito, Irlanda e Spagna i prezzi delle case dal 1980 sono aumentati ancora di più (Figura 2).

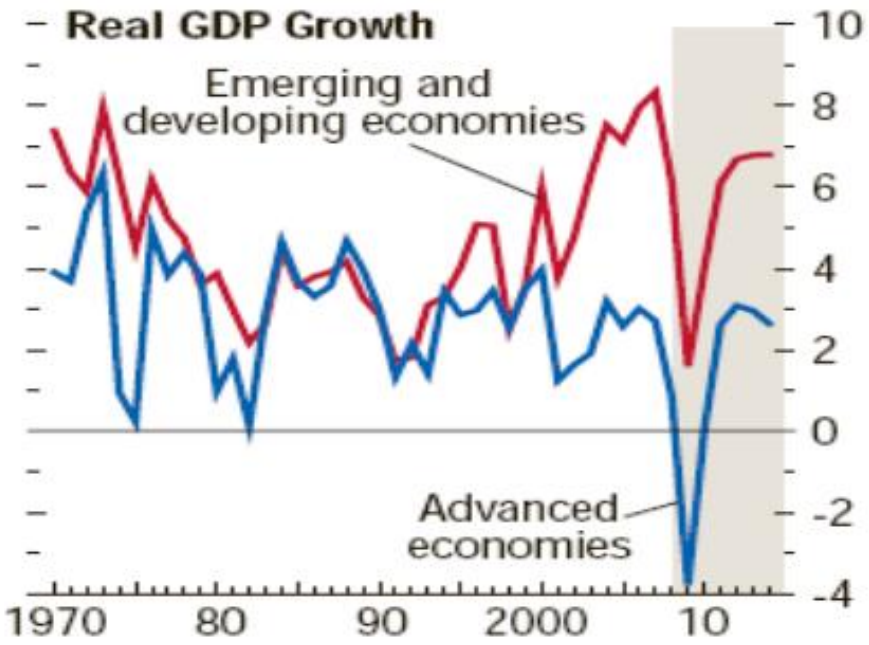
Figura 3: La performance dell'economia statunitense nel 2007-2009



Fonte: International Monetary Fund (IMF)

La Figura 3 mostra quello che poi sarebbe successo: nel giro di un paio d'anni, il PIL reale negli Stati Uniti si è contratto bruscamente e il tasso di disoccupazione è più che raddoppiato, aumentando dal 4,5 al 9,5 per cento.

Figura 4: Confronto della Crescita del PIL Reale tra Economie Avanzate ed Emergenti (1970-2010)



Fonte: International Monetary Fund (IMF)

Come illustrato nella Figura 4, la recessione ha rapidamente investito l'economia globale. Considerando che, nel 2007, il valore delle abitazioni detenute dalle famiglie statunitensi rappresentava circa un terzo della loro ricchezza complessiva (pari al 32 per cento), non sorprende che un brusco calo dei prezzi immobiliari abbia avuto effetti significativi sui bilanci familiari, inducendo una contrazione dei consumi.

Ciò che risulta maggiormente sorprendente, tuttavia, è che una riduzione del 30 per cento del valore delle abitazioni non abbia provocato una semplice flessione dei consumi, bensì una recessione profonda e diffusa.

Il costo economico della crisi, in termini di minor produzione aggregata, è stato stimato in circa 30.000 miliardi di dollari, un valore corrispondente a circa la metà del prodotto interno lordo mondiale annuo, e cento volte superiore rispetto alle perdite iniziali legate ai mutui ipotecari. Questo dato suggerisce che, sebbene il crollo dei prezzi delle abitazioni

negli Stati Uniti abbia rappresentato l'innesco della crisi, l'intensità e l'estensione dei suoi effetti siano state amplificate in modo esponenziale da fragilità sistemiche pregresse.

Persino quegli economisti che avevano previsto una contrazione del mercato immobiliare non avevano compreso appieno la portata che avrebbe assunto la propagazione dello shock.

Negli USA, il peso dei mutui concessi anche a seguito di una documentazione carente sul merito di credito era passato dal 15 per cento del totale nel 2000, a oltre il 40 per cento nel 2006. Contestualmente, i nuovi mutui concessi, che prevedevano all'inizio il solo versamento degli interessi, aumentavano dal 4 per cento al 5 per cento.

La crisi evidenzia il *mispricing* del rischio, nonché la formazione di una bolla speculativa alimentata da una marcata espansione del credito bancario e da livelli eccessivi di leva finanziaria, riscontrabili anche all'interno del sistema bancario europeo. Essa ha altresì evidenziato le profonde carenze sia nei meccanismi di funzionamento del mercato finanziario, sia nell'azione delle autorità incaricate della sua regolamentazione e vigilanza. Sul banco degli imputati, tra gli altri, figurano le agenzie di *rating* e l'effetto delle disposizioni di Basilea II. Ma parte della responsabilità deve essere attribuita anche alle Banche Centrali per aver mantenuto i tassi di interesse a livelli troppo bassi rispetto a quanto predetto dalla teoria, innescando comportamenti di *moral hazard,* attraverso un approccio asimmetrico che garantiva un pronto intervento in caso di crollo del mercato, alimentando un'eccessiva propensione al rischio da parte degli operatori di mercato.

La crisi generò rapidamente il deterioramento dei bilanci delle imprese e si trasmise conseguentemente al settore bancario. Ad essere particolarmente colpite, furono quelle istituzioni che si erano attivamente cimentate nell'investimento in titoli legati ai mutui *subprime*[56]. Tra i casi più emblematici figurano: Bear Stearns, quinta banca d'investimento statunitense, che nel marzo del 2008 è stata costretta ad accettare

[56] I mutui subprime prendono il nome dalla clientela a cui vengono concessi. Nel sistema bancario americano, i clienti vengono classificati come "prime" o "subprime" in base alla loro capacità di rimborso e alla solidità del loro credito. I mutui subprime vengono concessi a coloro che hanno avuto in passato problemi come insolvenze, pignoramenti o bancarotte, oppure che presentano segnali di difficoltà economiche e sono generalmente associati a tassi di interesse più elevati rispetto ai mutui destinati a clienti più affidabili ("prime").

l'acquisizione da parte di J.P. Morgan a un valore simbolico e con il supporto della Federal Reserve; il fallimento della Lehman Brothers, la quarta banca d'investimento americana, avvenuto il 15 settembre 2008, passato alla storia come il più rilevante caso di bancarotta nella storia degli Stati Uniti.

Nel volgere di breve tempo, la crisi dei mutui *sub-prime* si trasmise dal comparto finanziario all'economia reale, sia negli Stati Uniti sia in Europa, provocando una significativa contrazione dei redditi e dei livelli occupazionali. Tale flessione fu determinata da diversi fattori concomitanti: il restringimento dell'offerta di credito bancario a famiglie e imprese, il crollo dei corsi azionari e dei valori immobiliari (fenomeno noto come "effetto ricchezza"[57]), nonché il progressivo deterioramento delle aspettative economiche, che innescò una marcata riduzione dei consumi e degli investimenti. Inoltre, le strette interdipendenze commerciali a livello internazionale amplificarono l'impatto della crisi, causando un drastico calo del commercio mondiale.

Nel contesto europeo, la prima manifestazione tangibile della crisi riguardò Northern Rock, quinto istituto di credito britannico specializzato nel comparto dei mutui ipotecari, che a settembre 2007 subì un'improvvisa corsa agli sportelli (*bank run*[58]). La Banca d'Inghilterra intervenne rapidamente procedendo alla nazionalizzazione della banca e destinando circa 110 miliardi di sterline per il suo salvataggio. Successivamente, molteplici iniziative pubbliche furono intraprese in diversi Paesi europei, sotto forma di ricapitalizzazioni, garanzie statali e acquisti di obbligazioni, con l'obiettivo di preservare la stabilità del sistema bancario.

Numerosi Stati, predisposero consistenti programmi di sostegno al settore finanziario. Complessivamente, gli interventi pubblici a favore delle banche europee ammontarono a circa 3.166 miliardi di euro, ripartiti tra garanzie statali (2.443 miliardi), operazioni di

[57] Il termine "effetto ricchezza" fa riferimento ad un fenomeno per cui l'aumento del valore egli asset finanziari e immobiliari tende a stimolare i consumi delle famiglie, mentre una diminuzione degli stessi genera effetti depressivi sulla spesa.

[58] L'espressione "Bank run" indica il fenomeno n cui un gran numero di depositanti ritira simultaneamente i propri fondi da un istituto bancario, temendo l'insolvenza dell'ente.

ricapitalizzazione (472 miliardi) e linee di credito o prestiti diretti (251 miliardi; dati MBRES a dicembre 2013).

Il massiccio impiego di risorse pubbliche per sostenere il settore bancario determinò un sensibile incremento del debito sovrano dei Paesi coinvolti, ponendo le premesse per l'innesco della successiva crisi dei debiti sovrani nell'area euro.

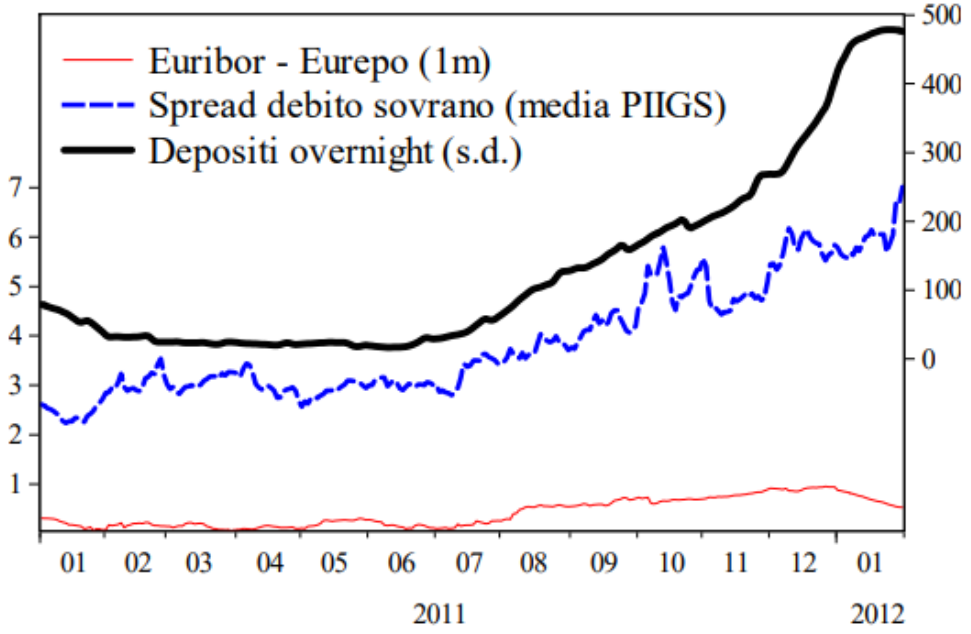
4.1.2 La crisi del debito sovrano in Europa

A seguito della crisi dei mutui *sub-prime*, numerosi istituti bancari europei hanno incontrato serie difficoltà operative, richiedendo interventi di salvataggio da parte dei governi. Tali misure straordinarie hanno aggravato gli squilibri di finanza pubblica nei Paesi più vulnerabili, contribuendo a determinare, nel 2009, una contrazione del prodotto interno lordo globale di circa l'1 per cento.

In particolare, mentre le principali economie emergenti hanno subito una marcata decelerazione dei tassi di crescita, i Paesi industrializzati hanno registrato una riduzione effettiva del PIL. L'Italia ha sperimentato una flessione del prodotto prossima al 5 per cento nello stesso anno, configurando la peggiore recessione economica dal secondo dopoguerra.

Alla vigilia della crisi del debito sovrano, i Paesi appartenenti all'Area euro presentavano condizioni di finanza pubblica e di crescita economica fortemente eterogenee. I cosiddetti Paesi "core" si distinguevano per un contenuto livello di indebitamento pubblico e per una maggiore solidità dell'attività economica. Al contrario, le economie definite "periferiche", comunemente identificate con l'acronimo PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna), risultavano maggiormente esposte a criticità strutturali, dovute alla crescita non sostenibile del debito sovrano, all'espansione incontrollata dei deficit di bilancio, alla debolezza dei tassi di crescita del PIL e, non ultimo, agli oneri derivanti dalle operazioni di salvataggio del sistema bancario.

Figura 5: Differenziale Euribor-Eurepo, spread medio del rendimento del debito sovrano dei paesi PIIGS-Germania e depositi overnight[59]



Fonte: BCE, Euribor, Eurepo e Bloomberg

Nonostante tali divergenze, nel 2010 l'Area euro ha beneficiato di una fase di ripresa, in linea con l'andamento delle principali economie avanzate. Tuttavia, i ritmi e le modalità di ripresa si sono mostrati disomogenei: mentre Stati Uniti e Germania hanno recuperato i livelli di PIL pre-crisi, il Regno Unito e numerosi Paesi dell'Eurozona, tra cui l'Italia, hanno evidenziato una dinamica di crescita più moderata.

L'ottimismo legato alla ripresa è stato presto interrotto dall'emergere di una nuova fase critica: la crisi del debito sovrano.

[59] La Figura 5 riporta l'andamento dello spread medio del rendimento dei titoli decennali dei paesi PIIGS rispetto alla Germania, il differenziale tra Euribor ed Eurepo a 1 mese e l'andamento medio mensile dei depositi overnight delle banche presso la BCE. Lo spread medio dei paesi PIIGS è ottenuto dando peso 5 all'Italia, 4 alla Spagna e 1 agli altri; i depositi overnight sono espressi in miliardi di euro.

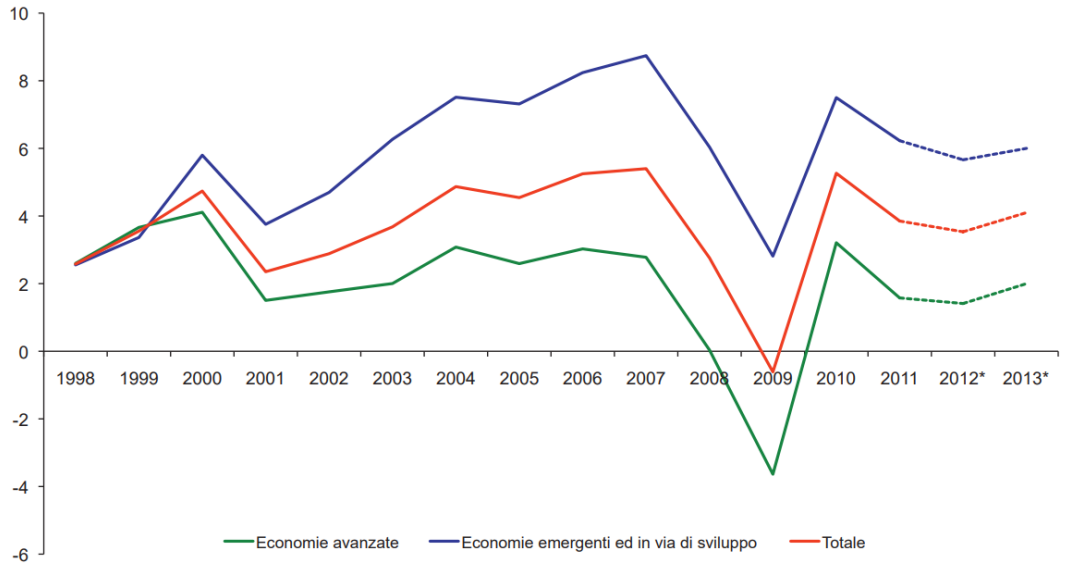
L'annuncio, nell'ottobre 2009, del grave dissesto dei conti pubblici greci ha infatti innescato una serie di tensioni che hanno rapidamente deteriorato il *sentiment*[60] sui mercati finanziari.
Nel corso del 2010, in risposta all'aggravarsi della situazione greca, i Paesi dell'Eurozona e il Fondo Monetario Internazionale hanno approvato, nel mese di maggio, un pacchetto di assistenza finanziaria a favore della Grecia, per un ammontare complessivo pari a 110 miliardi di euro, di cui 30 miliardi stanziati dal FMI.

Successivamente, nel novembre dello stesso anno, è emersa la crisi del settore bancario irlandese: il Governatore della banca centrale ha reso noto che le perdite accumulate dalle principali istituzioni finanziarie domestiche ammontavano a circa 85 miliardi di euro, una cifra equivalente al 55 per cento del prodotto interno lordo nazionale. In risposta, le istituzioni europee, con il contributo del Fondo Monetario Internazionale, hanno approvato un piano di assistenza del medesimo importo, finalizzato a stabilizzare il sistema bancario e sostenere l'economia irlandese.

Nel maggio del 2011, anche il Portogallo ha dovuto ricorrere all'assistenza internazionale: Unione Europea, Banca Centrale Europea e Fondo Monetario Internazionale – la cosiddetta *Troika* – hanno concesso un pacchetto di aiuti per un valore pari a 78 miliardi di euro.

[60] Il sentiment è un indicatore che misura il grado di fiducia, ottimismo o pessimismo degli operatori finanziari riguardo l'andamento futuro economico. I movimenti di mercato sono spesso guidati più dalla psicologia di massa che da dati economici concreti (Shiller, *Irrational Exuberance*, 2000).

Figura 6: PIL reale mondiale per area geo-economica[61]



Fonte: "L'Italia nell'economia internazionale 2011-2012"– ISTAT elaborazioni ICE su dati FMI

Le tensioni emerse nei Paesi periferici si sono propagate rapidamente ai mercati finanziari globali, generando forti ribassi degli indici azionari, in alcuni casi di entità paragonabile a quelli verificatisi durante la crisi del 1929. Le principali agenzie di rating hanno declassato la qualità creditizia di numerosi Stati europei e, conseguentemente, delle istituzioni bancarie esposte ai titoli sovrani dei Paesi in difficoltà, contribuendo ad amplificare ulteriormente l'instabilità sui mercati.

Il settore bancario, a causa dei suoi profondi legami con il comparto pubblico, si è rivelato il più vulnerabile al contagio, facendo registrare nel 2011 ribassi superiori rispetto agli altri comparti in tutte le principali economie avanzate.

Gli effetti della crisi si sono trasmessi rapidamente all'economia reale attraverso il canale del credito bancario. A partire dall'inizio del 2009, si sono osservati segnali evidenti di irrigidimento degli standard di concessione del credito, sia in Europa sia negli Stati Uniti. Le evidenze empiriche hanno rilevato fenomeni di razionamento del credito sia in senso

[61] Variazioni percentuali annuali

forte, ovvero il rifiuto di concedere nuovi finanziamenti, sia in senso debole, caratterizzato dalla proposta di finanziamenti a condizioni talmente onerose da scoraggiare i potenziali debitori.

Parallelamente, le manovre di consolidamento fiscale, adottate inizialmente dai governi dei Paesi maggiormente colpiti e successivamente estese all'intera Unione Europea, hanno ulteriormente frenato la crescita economica, in alcuni casi aggravando il rischio di ricadute recessive.

La crisi ha raggiunto il suo apice nei primi mesi del 2011, quando ha coinvolto anche l'Italia (terza economia dell'Unione) e, in misura minore, la Spagna. In particolare, il rendimento dei titoli di Stato italiani a dieci anni ha toccato livelli prossimi al 7 per cento, comportando un significativo incremento del costo di rifinanziamento del debito pubblico.

Il differenziale di rendimento tra i BTP italiani e i Bund tedeschi è aumentato in pochi mesi da valori inferiori ai 200 punti base a oltre 500 punti base, raggiungendo i 570 punti a novembre 2011. Tale ampliamento è stato il risultato combinato di due fattori principali: da un lato, l'aumento della percezione del rischio sovrano italiano; dall'altro, una crescente preferenza degli investitori per i titoli tedeschi considerati più sicuri (*flight to quality*).

Un'ulteriore componente rilevante è stata rappresentata dall'effetto contagio, ossia dalla porzione di incremento dello spread non riconducibile ai fondamentali economici o fiscali del singolo Paese, bensì a fenomeni di "crisi di fiducia" generalizzata tra gli operatori di mercato.

Di fronte all'aggravarsi delle tensioni sui mercati del debito sovrano, l'Unione Europea è intervenuta attraverso la creazione del Fondo europeo di stabilità finanziaria (FESF), istituito nel 2010 dagli Stati membri dell'Area euro con l'obiettivo di fornire assistenza finanziaria ai Paesi in difficoltà. Il FESF ha operato attraverso la concessione di prestiti, la ricapitalizzazione degli istituti bancari e l'acquisto di titoli di debito sovrano sul mercato secondario.

Tuttavia, tali interventi, pur attenuando temporaneamente le tensioni sui mercati, sono apparsi agli occhi degli investitori come misure insufficienti a risolvere definitivamente le criticità strutturali sottostanti.

Le forti pressioni sui titoli bancari e il crescente stato di tensione sul mercato interbancario hanno successivamente spinto la Banca Centrale Europea ad adottare una serie di misure straordinarie a sostegno della liquidità degli intermediari finanziari. Oltre agli strumenti tradizionali di rifinanziamento, sono state introdotte aste a scadenza annuale a tasso fisso con pieno soddisfacimento della domanda, e sono stati avviati acquisti di titoli sovrani dell'Area euro sul mercato secondario attraverso il programma SMP (*Securities Markets Programme*).

Negli anni successivi, la BCE ha intensificato ulteriormente il proprio impegno: le due operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTROs) hanno fornito liquidità abbondante al sistema bancario, pur ottenendo effetti positivi soltanto parziali nel contenimento della crisi.

Un segnale decisivo è giunto nel settembre 2012 con l'annuncio del programma *Outright Monetary Transactions*. Questo intervento ha rappresentato una svolta significativa nella gestione della crisi, migliorando la fiducia dei mercati finanziari.

Nel settembre 2014, la BCE ha adottato ulteriori misure straordinarie, tra cui il *Targeted Long-Term Refinancing Operations* e l'avvio di programmi di acquisto di titoli cartolarizzati e obbligazioni bancarie garantite, dimostrando piena consapevolezza della gravità del quadro economico-finanziario.

Le condizioni eccezionali di mercato generate dalla crisi del debito sovrano hanno tuttavia ostacolato la piena trasmissione delle misure di stimolo adottate dalla BCE all'economia reale. In particolare, la crescente frammentazione del mercato finanziario europeo ha impedito agli interventi monetari di tradursi in un miglioramento uniforme delle condizioni di accesso al credito per le banche situate nei Paesi più esposti alla crisi.

Parallelamente, le tensioni che hanno colpito il settore bancario , legate alla riduzione della redditività, alle difficoltà di raccolta e al deterioramento della qualità del credito,

hanno limitato la propensione degli istituti a trasferire agli operatori economici i benefici derivanti da condizioni monetarie più accomodanti.

Nei primi mesi del 2015, i mercati finanziari hanno beneficiato di un miglioramento delle aspettative, indotto dal lancio del programma di acquisto di attività della BCE (*Quantitative Easing*).

L'implementazione del *Quantitative Easing* ha comportato una riduzione significativa dei rendimenti sovrani in tutta l'Area euro, su tutte le scadenze, contribuendo a un'attenuazione delle percezioni di rischio sovrano nei confronti dei Paesi maggiormente vulnerabili.

Parallelamente, il *sentiment* degli investitori ha mostrato un netto miglioramento, interrompendo la dinamica decrescente osservata alla fine del 2014, in un contesto caratterizzato da crescita economica debole e persistenti pressioni deflazionistiche.

4.1.3 La crisi pandemica

La crisi pandemica da COVID-19 ha rappresentato un evento di natura esogena senza precedenti, che ha determinato una repentina e profonda recessione economia e finanziaria a livello globale.

Nell'area dell'euro, il prodotto interno lordo reale ha subito una contrazione del 6,6 per cento , mentre l'inflazione ha raggiunto livelli estremamente contenuti, scendendo allo 0,3 per cento dall'1,2 per cento del 2019. La causa di ciò è principalmente attribuibile al calo dei prezzi dell'energia e a tutta una serie di fattori connessi alla pandemia.

Di fronte a un rischio sistemico senza precedenti, la Banca Centrale Europea, sotto la presidenza di Christine Lagarde, ha adottato una risposta straordinariamente ampia e coordinata. La creazione del Programma di Acquisto per l'Emergenza Pandemica (PEPP), l'allentamento dei criteri di idoneità delle garanzie, l'introduzione di nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine e un'intensa azione comunicativa hanno avuto un ruolo cruciale nella stabilizzazione dei mercati finanziari e nella salvaguardia del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

Nel 2021, l'area dell'euro ha registrato una ripresa economica vigorosa, con un incremento del PIL reale pari al 5,3 per cento e una progressiva riduzione del tasso di disoccupazione, che si è riportato su livelli storicamente contenuti. Tuttavia, la ripresa è risultata disomogenea e costellata da nuove sfide, tra cui l'emergere della variante Omicron del coronavirus (COVID-19) e le persistenti disfunzioni nelle catene globali del valore.

Parallelamente, l'inflazione ha iniziato a risalire, raggiungendo una media annua del 2,6 per cento, spinta dal riaccendersi della domanda e dalle tensioni sui prezzi energetici. In questo contesto, la BCE ha completato il riesame della propria strategia di politica monetaria, introducendo un obiettivo di inflazione simmetrico pari al 2 per cento nel medio termine e sottolineando l'esigenza di adottare strumenti particolarmente incisivi in prossimità del limite inferiore effettivo dei tassi d'interesse. La *Forward Guidance* è stata conseguentemente ricalibrata per riflettere la nuova strategia.

Il 2022 ha segnato un punto di svolta nella postura di politica monetaria della BCE. L'invasione dell'Ucraina da parte della Russia e la conseguente crisi energetica hanno aggravato gli shock dal lato dell'offerta già in atto, determinando un'accelerazione dell'inflazione su livelli persistentemente superiori al target. Contestualmente, la riapertura delle economie post-pandemia ha alimentato uno shock positivo della domanda.

Dinanzi a un'inflazione sempre più diffusa e radicata, la BCE ha intrapreso un deciso percorso di normalizzazione: è stata interrotta la fase di acquisti netti di attività, sono stati avviati rialzi consecutivi dei tassi di interesse, per la prima volta in oltre un decennio, e sono stati introdotti strumenti innovativi, come il *Transmission Protection Instrument* (TPI)[62], per preservare l'integrità del meccanismo di trasmissione della politica monetaria nell'intera area dell'euro. La politica monetaria è così transitata da un orientamento

[62] Il TPI è uno strumento istituito dalla BCE nel luglio 2022 per contrastare i rischi di frammentazione finanziaria nell'area dell'euro, preservando la trasmissione uniforme della politica monetaria.

fortemente accomodante a un'impostazione significativamente restrittiva, con l'obiettivo di ricondurre tempestivamente l'inflazione su valori compatibili con la stabilità dei prezzi.

Nel 2023, l'economia dell'area dell'euro ha assistito a un progressivo allentamento delle pressioni inflazionistiche, favorito dalla normalizzazione dei mercati energetici e dalla risoluzione delle principali strozzature nelle catene di approvvigionamento. La riduzione dei prezzi dell'energia ha rappresentato una componente rilevante della disinflazione osservata, cui si è affiancato il contributo dell'orientamento restrittivo della politica monetaria, culminato in un incremento complessivo dei tassi ufficiali di 200 punti base tra gennaio e settembre. Nel settembre 2023, il Consiglio direttivo della BCE ha ritenuto che i livelli dei tassi raggiunti, se mantenuti per un orizzonte temporale sufficientemente lungo, sarebbero stati adeguati a garantire il ritorno dell'inflazione all'obiettivo. Parallelamente, la BCE ha proseguito la riduzione del bilancio dell'Eurosistema, cessando i reinvestimenti dei programmi di acquisto di attività e annunciando la graduale uscita dal PEPP. Contestualmente, sono proseguiti i lavori per la digitalizzazione dei pagamenti e l'avvio della fase preparatoria per la possibile introduzione dell'euro digitale, senza trascurare l'importanza del contante come mezzo di pagamento fondamentale per i cittadini.

L'anno 2024 si è caratterizzato per l'avvio di una nuova fase nella strategia monetaria della BCE: il progressivo consolidamento della disinflazione ha consentito di iniziare una prudente riduzione dei tassi di interesse di riferimento. In tale contesto, le banche europee, sottoposte alla vigilanza della BCE, hanno dimostrato una notevole resilienza patrimoniale e di liquidità, mantenendo coefficienti di capitale primario di classe 1 (CET1)[63] e indici di copertura della liquidità[64] su livelli elevati. L'ordinata trasmissione della politica monetaria si è accompagnata a una solida performance reddituale del settore bancario, nonostante la persistenza di rischi connessi alla volatilità geopolitica, alla trasformazione digitale e ai cambiamenti climatici. La BCE ha quindi ribadito il proprio

[63] Il Common Equity Tier 1 Ratio misura il capitale primario delle banche rapportato alle attività ponderate per il rischio, rappresentando un indicatore chiave della solidità patrimoniale bancaria.
[64] L'indicatore di copertura della liquidità (LCR) è un parametro regolamentare che assicura che le banche mantengano un sufficiente livello di attività altamente liquide da fronteggiare potenziali deflussi netti di cassa in scenari di stress.

impegno verso un rafforzamento della vigilanza bancaria, incentrato sulla resilienza operativa, sulla gestione dei rischi climatici e ambientali, e sulla promozione di una governance bancaria più solida ed efficace.

4.2 Gli strumenti convenzionali sono sempre più ordinari?

Come detto precedentemente, gli strumenti di politica monetaria non convenzionale sono stati inizialmente introdotti come risposte eccezionali a circostanze di crisi profonda.

In particolare, la necessità di intervenire in presenza del vincolo del limite inferiore dei tassi di interesse e di interruzioni nella trasmissione della politica monetaria ha spinto la BCE, come altre grandi banche centrali, ad adottare misure straordinarie volte a ripristinare la stabilità dei mercati finanziari e sostenere l'economia reale.

Se inizialmente gli strumenti non convenzionali di politica monetaria erano concepiti come interventi temporanei e mirati a fronteggiare situazioni emergenziali, nel corso degli anni si è osservato un progressivo consolidamento del loro utilizzo.
Le esperienze maturate durante la grande crisi finanziaria, la crisi del debito sovrano e, più recentemente, la crisi pandemica, hanno dimostrato che questi strumenti non solo erano efficaci nel contenere gli effetti negativi delle crisi, ma risultavano anche cruciali per mantenere condizioni monetarie accomodanti quando gli strumenti convenzionali risultavano insufficienti.

Di conseguenza, l'uso degli strumenti non convenzionali è stato via via normalizzato, fino a diventare una componente strutturale della strategia di politica monetaria della BCE.

4.2.1 Fattori che spiegano l'uso continuativo degli strumenti non convenzionali

Il ricorso persistente agli strumenti non convenzionali di politica monetaria da parte delle banche centrali, con particolare riferimento alla Banca Centrale Europea, risponde a una molteplicità di fattori strutturali e congiunturali che, negli ultimi anni, hanno ridefinito il panorama dell'azione monetaria.
Sebbene gli strumenti non convenzionali di politica monetaria siano nati come risposte eccezionali a crisi economiche e finanziarie gravi, quali la Grande Crisi Finanziaria del

2008, la crisi del debito sovrano in Europa e la crisi pandemica da Covid-19, la loro natura è andata progressivamente trasformandosi.
Essi rappresentano oggi strumenti sempre più centrali nella strategia monetaria, non più solo contingenti ma destinati ad essere parte integrante e strutturale del framework operativo.

Le ragioni di questa trasformazione sono riconducibili, in primo luogo, alla frequente presenza di due condizioni critiche: il vincolo del limite inferiore dei tassi di interesse (*Effective Lower Bound*, ELB) e le interruzioni nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria (*Disruptions to the Transmission Chain*, DTC).

Un primo elemento che contribuisce a spiegare il ricorso continuativo agli strumenti non convenzionali è rappresentato dalla persistente bassa dinamica del tasso di interesse reale naturale (r*) che ha ridotto sensibilmente lo spazio di manovra della politica monetaria convenzionale. Il tasso reale naturale di interesse può essere definito come il tasso reale compatibile con un livello di inflazione pari all'obiettivo della banca centrale e con un prodotto interno lordo vicino al suo livello potenziale, cioè il tasso reale che la Banca centrale cerca di promuovere nel medio termine. Per fornire uno stimolo monetario, una Banca centrale tende tipicamente a orientare il tasso reale di politica monetaria al di sotto della sua stima di r*, stabilendo di conseguenza un livello adeguato per il tasso nominale di riferimento.

Gli scenari in cui il vincolo dell'ELB diventa rilevante sono solitamente caratterizzati da un livello strutturalmente basso di r* associato a aspettative inflazionistiche contenute. Questa combinazione, che può derivare da shock negativi della domanda o, in termini equivalenti, da un aumento della propensione al risparmio, limita fortemente l'efficacia degli strumenti convenzionali. È opportuno, a tal fine, distinguere tra la componente di lungo periodo di r*, detta trend-r*, e la componente ciclica di breve termine. La prima riflette fattori strutturali che influenzano l'equilibrio di lungo periodo tra risparmio e investimento, tra cui spiccano tre determinanti principali:

1. Un primo fattore è legato ai cambiamenti demografici: un aumento del risparmio desiderato in previsione di un periodo pensionistico più lungo, generato dall'aumento dell'aspettativa di vita, generalmente deprime il trend-r*.
2. Un secondo fattore si riferisce ad un rallentamento della crescita della produzione tendenziale: una crescita della produttività più lenta abbassa il rendimento atteso degli investimenti.
3. Un ulteriore fattore, infine, è legato all'aumento secolare della domanda di asset liquidi e sicuri, che deprime i rendimenti dei titoli di stato rispetto agli asset rischiosi.

La componente ciclica, invece, varia nel breve periodo in risposta agli shock economici. Durante la crisi finanziaria globale, ad esempio, r* ha subito un brusco calo a causa delle turbolenze nei mercati finanziari e dell'aumento dell'incertezza, che hanno determinato una significativa contrazione della domanda aggregata. In questi contesti, l'eventuale disancoraggio delle aspettative di inflazione può amplificare la caduta di r*, rafforzando la necessità di un intervento non convenzionale da parte delle autorità monetarie.

In particolare, lo scenario dell'ELB può emergere attraverso due canali principali. Il primo riguarda gli shock negativi alla domanda interna, i quali, riducendo la spesa aggregata e aumentando il risparmio, determinano una compressione dei tassi nominali. Se tale riduzione è sufficientemente ampia e persistente, può spingere i tassi verso l'ELB, impedendo alla banca centrale di utilizzare i tradizionali strumenti di stimolo. Ciò rischia di innescare una spirale recessiva, caratterizzata da calo dell'inflazione, ulteriore riduzione di r* e stagnazione prolungata. In tali circostanze, le politiche convenzionali risultano inefficaci e diviene necessario ricorrere agli strumenti non convenzionali di politica monetaria.

Inoltre, ritardi o errori nella risposta di politica monetaria possono favorire meccanismi di isteresi, con effetti negativi permanenti sulla crescita potenziale (Summers,2014).

Per prevenire simili esiti, le banche centrali possono ritenere opportuno agire in via anticipata, adottando un orientamento espansivo anche in risposta a shock moderati. Tuttavia, questa strategia implica un compromesso: da un lato rafforza l'efficacia dello stimolo monetario, ma dall'altro riduce lo spazio di manovra in caso di successivi shock

negativi e può essere fraintesa dai mercati come segnale di un deterioramento economico più grave del reale. Per questa ragione, diventa cruciale l'uso sapiente della *Forward Guidance*, utile a orientare le aspettative prima che il tasso di riferimento raggiunga l'ELB.

Sebbene in alcuni casi gli strumenti fiscali possano risultare più efficaci e meno distorsivi degli strumenti monetari, un ritardo o un'insufficienza della risposta fiscale può rendere imprescindibile un intervento monetario deciso per scongiurare un peggioramento ciclico delle condizioni economiche.

Il secondo canale di trasmissione verso l'ELB è rappresentato dagli effetti di *spillover*[65] che colpiscono in particolare le piccole economie aperte (*Small Open Economies,* SOE). Queste ultime risultano fortemente esposte alle condizioni finanziarie globali. Ad esempio, un marcato allentamento della politica monetaria in una grande economia può determinare significativi afflussi di capitali verso una SOE considerata "porto sicuro", inducendo un apprezzamento del tasso di cambio e una crescita eccessiva del credito interno, con potenziali squilibri macroeconomici. Le banche centrali di queste economie, per contenere tali pressioni, potrebbero essere costrette a ridurre i tassi fino all'ELB o a implementare strumenti non convenzionali, eventualmente combinati con misure macroprudenziali[66]. Episodi di questo tipo sono stati osservati durante la crisi finanziaria globale e si prevede che diverranno sempre più frequenti, poiché le economie avanzate operano sempre più frequentemente in prossimità dell'ELB.

La probabilità che si verifichi uno scenario ELB dipende essenzialmente da due fattori: il livello di r* e l'intensità dello shock in rapporto alla distanza tra r* e l'ELB.
Più r* è basso, maggiore è la probabilità che anche uno shock moderato renda vincolante il limite inferiore dei tassi.

[65] Il termine *spillover* fa riferimento agli effetti indiretti che le politiche economiche di un Paese, in particolare quelle monetarie, producono su altre economie, spesso attraverso flussi di capitale o variazioni nei tassi di cambio.
[66] Le misure macroprudenziali sono interventi normativi volti a salvaguardare la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso, limitando l'accumulo di rischi sistemici e prevenendo crisi future.

Numerosi studi empirici hanno documentato il declino secolare del tasso naturale di interesse reale a partire dagli anni ’80, con un’accelerazione significativa successiva alla crisi finanziaria globale del 2008. In particolare, stime aggiornate mostrano che, prima della crisi, il valore di r* per Stati Uniti, Regno Unito, area euro e Cina si collocava tra il 2 per cento e il 3 per cento, mentre nel 2018 risultava compreso in un intervallo tra -0,26 per cento e 1,4 per cento. Altri contributi di lungo periodo confermano questa tendenza discendente, indicando una riduzione media di 1-2 punti percentuali rispetto alla media osservata nei 25 anni precedenti (Del Negro *et al.,* 2018; Hamilton *et al*., 2016; Borio *et al.*, 2017).

Questo ridimensionamento di r* ha comportato un restringimento significativo dello spazio di manovra per la politica monetaria convenzionale: basti considerare che, durante le ultime tre recessioni, la Federal Reserve ha ridotto il tasso sui federal funds di circa cinque punti percentuali, un’azione che risulterebbe oggi difficilmente replicabile in un contesto di tassi nominali di lungo termine compresi tra il 2,5 per cento e il 3,5 per cento.

È inoltre fondamentale osservare che la probabilità di episodi in cui il vincolo dell’*Effective Lower Bound* diventa operativo non dipende esclusivamente dal livello di r*, ma anche dalla natura degli shock macroeconomici e dalla regola di condotta adottata dalla banca centrale. Il modo in cui viene modellata la risposta della politica monetaria incide infatti in modo rilevante sulla frequenza con cui l’ELB si rende vincolante. Secondo stime condotte attraverso un modello DSGE e il modello FRB/US, con un r* pari al 2 per cento e una semplice regola di Taylor, la probabilità che la Federal Reserve si trovi vincolata dall’ELB è pari a circa il 20 per cento; tale probabilità sale al 40 per cento qualora r* scenda all’1 per cento, con ogni episodio che si protrae in media per dieci trimestri (Kiley e Roberts, 2017).

Stime analoghe suggeriscono che, con un r* compreso tra lo 0,9 per cento e l’1,5 per cento, il rischio di essere vincolati dall’ELB nel prossimo decennio si colloca tra il 20 per cento e il 40 per cento, ma potrebbe raggiungere il 35-50 per cento nel caso in cui la banca centrale adottasse una regola asimmetrica, ossia caratterizzata da una reazione più rapida in fase recessiva (Chung *et al.,* 2019).

Infine, è opportuno sottolineare che il permanere di tassi strutturalmente bassi può comportare effetti collaterali indipendenti dalla mera probabilità di episodi ELB. In particolare, un ambiente caratterizzato da tassi persistentemente contenuti può alimentare l'instabilità finanziaria, amplificando il ciclo del credito e dei prezzi degli asset, senza garantire benefici proporzionati per l'economia reale. In tale contesto, la calibrazione dell'orientamento generale della politica monetaria e l'adozione di misure macroprudenziali risultano determinanti per salvaguardare la stabilità finanziaria complessiva e preservare l'efficacia dell'intervento monetario.

4.2.2 Il ruolo della credibilità e della gestione delle aspettative

La crescente integrazione degli strumenti non convenzionali all'interno del quadro operativo della politica monetaria rende evidente quanto la loro efficacia dipenda in larga misura non solo dalle condizioni macroeconomiche sottostanti, ma anche dalla credibilità della Banca centrale e dalla sua capacità di gestire in modo efficace le aspettative[67] dei mercati e degli operatori economici.

Gli strumenti non convenzionali, infatti, agiscono prevalentemente attraverso i canali delle aspettative, incidendo sulle decisioni di consumo, investimento e risparmio in un orizzonte temporale più ampio rispetto agli strumenti convenzionali.

In prossimità del limite inferiore dei tassi di interesse, la trasmissione della politica monetaria attraverso il tradizionale canale dei tassi diviene progressivamente meno efficace. In tali contesti, le autorità monetarie devono necessariamente fare affidamento su strumenti che operano indirettamente, orientando le aspettative sui futuri andamenti dei tassi e sulla durata dell'orientamento accomodante.

In questo scenario, la *Forward Guidance* emerge come uno strumento fondamentale. Essa consente alla Banca centrale di comunicare in modo esplicito le proprie intenzioni future in merito alla politica monetaria, contribuendo a influenzare il tasso reale atteso e, di

[67] Il canale delle aspettative si riferisce al meccanismo attraverso il quale le decisioni di politica monetaria influenzano i comportamenti economici in base a come gli operatori anticipano l'evoluzione futura dei tassi di interesse, dell'inflazione e dell'attività economica.

conseguenza, le condizioni finanziarie generali. Tuttavia, la *Forward Guidance* può produrre effetti positivi solo se supportata da una forte credibilità istituzionale: un messaggio comunicato chiaramente ma percepito come non credibile dai mercati risulta inefficace, se non addirittura controproducente.

La credibilità[68], in questo contesto, si costruisce su più livelli: attraverso una comunicazione trasparente e coerente, attraverso la coerenza tra parole e azioni della banca centrale, e infine attraverso un'integrazione sistematica degli strumenti non convenzionali all'interno del framework di politica monetaria. Non si tratta dunque solo di attivare strumenti straordinari in momenti di emergenza, ma di rendere prevedibili, legittimi e comprensibili i criteri che ne regolano l'impiego.

La previsione di un possibile utilizzo degli strumenti non convenzionali di politica monetaria, all'interno di un quadro ben definito, consente ai mercati di adattare in anticipo i propri comportamenti, potenziando così l'efficacia delle misure stesse e limitando la necessità di interventi drastici.

Inoltre, una gestione efficace delle aspettative ha effetti benefici anche sulla stabilità macrofinanziaria[69]. In presenza di elevata incertezza, le aspettative non ancorate possono condurre a movimenti destabilizzanti nei tassi a lungo termine, nella volatilità degli asset e nei flussi di capitale. In questi casi, la sola presenza di una banca centrale percepita come pronta, dotata di strumenti adeguati e disposta a intervenire con tempestività, contribuisce a contenere tali dinamiche. Viceversa, ambiguità comunicative o segnali incoerenti possono accrescere la volatilità e indebolire la trasmissione della politica monetaria.

Infine, è importante ricordare che la gestione delle aspettative non riguarda solo gli attori di mercato. Anche famiglie e imprese reagiscono alle percezioni riguardo la direzione

---

[68] La credibilità della banca centrale è una condizione necessaria per l'efficacia della Forward Guidance e degli strumenti non convenzionali: essa dipende dalla coerenza nel tempo tra dichiarazioni, obiettivi dichiarati e comportamento effettivo dell'istituzione.

[69] Per *stabilità macrofinanziaria* si intende una condizione in cui il sistema finanziario è in grado di assorbire shock economici senza trasmetterli all'economia reale, garantendo il regolare funzionamento del credito, dei pagamenti e dell'intermediazione finanziaria.

della politica monetaria. Se il pubblico ritiene che l'autorità monetaria sia disposta a contrastare con determinazione le fasi avverse del ciclo economico, tenderà a mantenere stabili le proprie decisioni di consumo e investimento, contribuendo a una maggiore resilienza dell'economia. In definitiva, la credibilità e la capacità di gestire efficacemente le aspettative non solo amplificano l'efficacia degli strumenti non convenzionali, ma rappresentano esse stesse uno strumento di politica monetaria, sempre più centrale nell'attuale contesto di incertezza e vincoli operativi.

4.3 Opportunità e rischi della nuova normalità monetaria

Il ricorso crescente e prolungato agli strumenti non convenzionali di politica monetaria ha progressivamente ridefinito il perimetro dell'azione delle banche centrali, delineando una nuova normalità operativa. Se da un lato tali strumenti si sono rivelati essenziali per fronteggiare crisi complesse e vincoli strutturali, dall'altro pongono sfide inedite in termini di efficacia, sostenibilità e coerenza con gli obiettivi istituzionali. L'integrazione strutturale degli strumenti non convenzionali all'interno del quadro di politica monetaria, la gestione dei potenziali effetti collaterali e la necessaria personalizzazione degli interventi rappresentano dimensioni fondamentali per comprendere i rischi e le opportunità legate a questo nuovo paradigma.

4.3.1 Integrare gli strumenti non convenzionali nel quadro di politica monetaria

L'integrazione degli strumenti non convenzionali di politica monetaria all'interno del framework operativo delle banche centrali rappresenta una delle sfide più rilevanti della politica monetaria contemporanea. Nati per rispondere a situazioni di emergenza, come il raggiungimento del limite inferiore dei tassi di interesse o interruzioni nella catena di trasmissione della politica monetaria, tali strumenti si sono gradualmente affermati come componenti strutturali dell'arsenale monetario. Affinché risultino efficaci e non generino incertezza, è fondamentale che essi siano inseriti in un quadro coerente e che siano accompagnati da una comunicazione trasparente e tempestiva.

La capacità della Banca centrale di orientare le aspettative degli operatori economici gioca un ruolo cruciale nell'efficacia degli strumenti non convenzionali. Quando i tradizionali strumenti, come i tassi di interesse, perdono potere di stimolo, diventa

essenziale far leva su misure che agiscono principalmente attraverso i canali delle aspettative.

In tale contesto, la *Forward Guidance* può rivelarsi uno strumento particolarmente efficace, a condizione che sia sostenuta da un elevato grado di credibilità istituzionale. In un contesto di fiducia, anche una semplice indicazione sulle intenzioni future della Banca centrale può contribuire a stabilizzare i mercati e contenere comportamenti pro-ciclici, riducendo la necessità di interventi più invasivi.

Tuttavia, una comunicazione efficace richiede un delicato equilibrio tra chiarezza e flessibilità. Le Banche centrali devono esplicitare le condizioni che giustificano l'uso degli strumenti non convenzionali, evitando però vincoli eccessivi che possano compromettere la capacità di risposta a shock imprevisti. Un impegno troppo rigido verso percorsi futuri può ridurre la credibilità qualora si renda necessario un aggiustamento della strategia.

L'uso sistematico degli strumenti non convenzionali può inoltre generare problemi di azzardo morale. Se gli operatori di mercato o le autorità fiscali si attendono interventi automatici da parte della banca centrale in situazioni di tensione, potrebbero adottare comportamenti eccessivamente rischiosi o procrastinare necessarie riforme. Per mitigare questi rischi, l'azione monetaria deve essere supportata da una cornice di vigilanza, regolamentazione e gestione delle crisi bancarie, capace di rafforzarne la coerenza e preservarne l'efficacia.

In contesti caratterizzati da interruzioni nella trasmissione monetaria, un intervento tempestivo può impedire che disfunzioni di mercato degenerino in crisi sistemiche. Una perdita di fiducia nel settore bancario, ad esempio, potrebbe innescare un rapido processo di *deleveraging*, riducendo l'offerta di credito all'economia reale proprio nei momenti di maggiore necessità. In questi casi, l'impiego degli strumenti non convenzionali deve essere deciso ma accompagnato da una strategia comunicativa calibrata, capace di rassicurare senza alimentare allarmismi.

Un'ulteriore criticità riguarda la fase di dismissione di tali strumenti. L'uscita dalle politiche non convenzionali richiede particolare attenzione, soprattutto quando più misure sono attive contemporaneamente. Ritirarle prematuramente può compromettere la ripresa, mentre un mantenimento prolungato potrebbe esporre l'economia a effetti collaterali indesiderati. In questo quadro, la credibilità accumulata nel tempo, rafforzata da un chiaro mandato istituzionale, rappresenta un elemento essenziale per bilanciare correttamente rischi e benefici nei momenti più delicati della politica monetaria.

4.3.2 Gli effetti collaterali degli strumenti non convenzionali di politica monetaria

L'impiego prolungato degli strumenti non convenzionali di politica monetaria pur contribuendo significativamente alla stabilizzazione macroeconomia in contesti straordinari, ha sollevato preoccupazioni crescenti circa i potenziali effetti collaterali.
Con l'espressione "effetti collaterali" si fa riferimento a conseguenze indesiderate, spesso non previste dai decisori, che possono ridurre l'efficacia dell'intervento o generare implicazioni problematiche a livello nazionale e internazionale.
Se non adeguatamente monitorati e gestiti, tali effetti possono esporre le Banche centrali a critiche, minacciandone la legittimità e l'indipendenza.

Secondo le valutazioni raccolte da numerose istituzioni centrali, le principali criticità immediate riguardano il rischio di disintermediazione nei mercati finanziari, l'eccessiva dipendenza dal finanziamento della banca centrale, la compressione dei margini di interesse, con conseguente impatto sulla redditività bancaria, e una crescente propensione al rischio da parte degli intermediari.

Pur essendo in parte riconducibili anche a politiche convenzionali fortemente espansive, questi fenomeni risultano accentuati dagli strumenti non convenzionali per via dell'intervento diretto sui mercati e della notevole espansione dei bilanci delle banche centrali.

Alcuni effetti collaterali si distinguono anche per la loro natura qualitativa: gli interventi prolungati possono alterare in modo strutturale gli incentivi del settore privato, influenzando l'allocazione del credito, la concorrenza nei mercati e l'autonomia delle

decisioni aziendali. Per mitigare tali distorsioni, le banche centrali hanno spesso adattato la progettazione degli strumenti. Si pensi, ad esempio, ai programmi di prestito titoli impiegati per contrastare la scarsità di collateral di alta qualità nei mercati repo; alla flessibilità introdotta dalla Banca del Giappone nel controllo dei rendimenti sovrani per preservare la liquidità del mercato; oppure alle condizioni stringenti previste dalla BCE per il programma OMT, volte a limitare il rischio di comportamenti opportunistici da parte dei governi.

Tra gli effetti più discussi vi è la potenziale erosione della redditività bancaria in un contesto di tassi persistentemente bassi o negativi, che può tradursi in una minore propensione a erogare credito all'economia reale.

In questi casi, si è parlato di "tasso di inversione" (*reversal rate*), ossia il livello dei tassi oltre il quale ulteriori riduzioni diventano controproducenti. Questo punto critico varia nel tempo e dipende da fattori quali la struttura dei bilanci bancari, il peso dei tassi fissi rispetto a quelli variabili e la capacità delle banche di adattarsi.

Anche altri soggetti finanziari, come fondi pensione e compagnie assicurative, possono subire pressioni analoghe. Per fronteggiare questi rischi, le Banche centrali hanno integrato le politiche di tassi negativi con misure come il *tiering* e operazioni mirate di rifinanziamento.

Un ulteriore rischio riguarda l'incentivazione di comportamenti finanziari eccessivamente rischiosi, alimentati dalla convinzione che le autorità monetarie interverranno sistematicamente in caso di turbolenze.

In un'ottica lungo periodo, vi è anche il pericolo che risorse finanziarie finiscano per sostenere imprese inefficienti o "*zombie*"[70], rallentando i processi di aggiustamento e limitando la crescita potenziale. Questo rischio si acuisce quando le misure non convenzionali includono programmi di prestito settoriale o acquisti di asset privati. Tali strumenti, sebbene possano rispondere a obiettivi legittimi di stabilizzazione,

[70] Con il termine aziende zombie si fa riferimento ad aziende non più redditizie, che riescono a sopravvivere solo grazie a condizioni di credito molto favorevoli, ostacolando l'efficacia allocativa dell'economia.

rappresentano un'ingerenza nel processo allocativo di mercato e devono pertanto essere utilizzati con estrema cautela.

Anche sul piano fiscale e politico si profilano effetti collaterali rilevanti. Se governi o operatori di mercato iniziano a confidare sistematicamente nell'intervento della banca centrale, potrebbero sottovalutare i rischi o ritardare interventi necessari, come riforme strutturali o aggiustamenti di bilancio. In questi casi, il rischio di azzardo morale può compromettere l'efficacia dell'azione pubblica e aggravare la dipendenza dalle misure straordinarie.

Gli strumenti non convenzionali hanno inoltre suscitato un acceso dibattito per i loro effetti distributivi. È stato spesso sostenuto che favoriscano in misura sproporzionata i detentori di asset finanziari, contribuendo a un ampliamento delle disuguaglianze patrimoniali. Sebbene alcune evidenze indichino che tali politiche abbiano avuto un impatto positivo sul mercato del lavoro e, in parte, ridotto le disuguaglianze di reddito, gli effetti sulla distribuzione della ricchezza appaiono più incerti e dipendono dalla composizione patrimoniale delle famiglie.

Infine, una questione particolarmente delicata riguarda gli effetti internazionali. Le politiche monetarie ultra-espansive delle economie avanzate hanno spesso provocato afflussi di capitale verso i mercati emergenti, favorendo cicli di boom finanziari seguiti da brusche correzioni. Questi movimenti di capitale hanno accresciuto la volatilità e messo sotto pressione la stabilità macroeconomica di molte economie in via di sviluppo. Tali dinamiche hanno rilanciato il dibattito sulla necessità di un maggiore coordinamento internazionale e sull'opportunità di integrare le politiche monetarie con strumenti macroprudenziali più efficaci.

Per affrontare questi rischi, è essenziale che le Banche centrali operino in modo trasparente, ancorando le proprie decisioni a un mandato ben definito e comunicando con chiarezza obiettivi, strumenti e orizzonti temporali. Allo stesso tempo, è auspicabile una più stretta collaborazione con le autorità fiscali e di vigilanza, per garantire coerenza tra politiche pubbliche e stabilità economica nel lungo periodo.

4.3.3 Personalizzazione degli strumenti non convenzionali nel contesto economico-istituzionale

L'efficacia degli strumenti non convenzionali di politica monetaria dipende in modo cruciale dalla loro capacità di adattarsi alle caratteristiche specifiche dell'economia, al quadro istituzionale e giuridico di riferimento, nonché alla natura degli shock che ne rende necessario l'impiego. La progettazione di tali strumenti deve tenere conto non solo della tipologia dello shock, ma anche della struttura dei mercati finanziari e delle caratteristiche operative della banca centrale.

Non esiste, dunque, una configurazione standard valida in ogni contesto: è proprio la possibilità di calibrare gli interventi in funzione delle condizioni locali a determinarne l'efficacia.

In presenza di uno shock negativo alla domanda interna che renda vincolante il limite inferiore dei tassi d'interesse, la Banca centrale può optare per diverse soluzioni, tra cui l'acquisto di attività domestiche, l'introduzione di tassi negativi o l'uso della *Forward Guidance,* a seconda delle implicazioni macrofinanziarie specifiche. Qualora lo shock colpisca un particolare settore, come quello immobiliare, si può intervenire selettivamente attraverso l'acquisto di titoli garantiti da ipoteche, al fine di sostenere direttamente il comparto interessato.

In modo analogo, nelle piccole economie aperte (SOE), spesso esposte a flussi di capitale volatili, le pressioni di apprezzamento sul tasso di cambio possono essere contrastate con interventi mirati sui mercati valutari, volti a contenere spinte deflazionistiche e preservare la competitività esterna.

Negli scenari caratterizzati da interruzioni nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria, la tipologia di strumenti non convenzionali da implementare dipende ancora più direttamente dalla fonte specifica del problema. Qualora la perturbazione consista in una carenza generalizzata di finanziamenti in una determinata valuta, la risposta può

consistere nell'attivazione di linee di *swap* in valuta[71] tra Banche centrali, come dimostrato durante la crisi finanziaria globale del 2008.

Se invece la frammentazione del mercato si manifesta attraverso un aumento ingiustificato degli *spread* sui titoli di Stato, come avvenuto nell'area dell'euro durante la crisi del debito sovrano, l'intervento potrebbe richiedere un impegno credibile all'acquisto di titoli governativi, con condizioni mirate a contenere l'azzardo morale.

Anche la configurazione politica e istituzionale di un'economia gioca un ruolo determinante nella definizione delle modalità di intervento. In giurisdizioni dove il quadro operativo della banca centrale è caratterizzato da criteri restrittivi per l'accettazione del *collateral*[72], una carenza di attività di alta qualità potrebbe richiedere un temporaneo ampliamento dei criteri di eleggibilità per le operazioni di rifinanziamento. Analogamente, nei casi in cui la trasmissione della liquidità al mercato monetario sia ostacolata da una struttura di controparti eccessivamente ristretta, le banche centrali possono ampliare il novero degli operatori autorizzati ad accedere al proprio bilancio.

[71] Le linee di swap in valuta sono accordi bilaterali tra Banche centrali per fornire liquidità in valuta estera, tipicamente usati in situazioni di stress nei mercati finanziari internazionali.
[72] Con il termine collateral si fa riferimento a beni e strumenti finanziari accettati come garanzia nelle operazioni di prestito tra Banche centrali e intermediari finanziari.

Conclusioni

L'analisi sviluppata in questo elaborato ha ricostruito il percorso evolutivo degli strumenti di politica monetaria adottati dalla Banca Centrale Europea nel passaggio da una fase di crisi finanziaria ad una di relativa stabilizzazione.

Il presente elaborato ha esposto progressivamente i fondamenti teorici e gli obiettivi istituzionali della politica monetaria comune, gli strumenti convenzionali impiegati dalla Banca centrale prima delle turbolenze, le misure non convenzionali introdotti in risposta a condizioni straordinarie, e infine le strategie attuate per fronteggiare le crisi economiche recenti e traghettare l'Eurozona verso una nuova normalità monetaria.

Tale approccio ha evidenziato come la BCE sia passata da un utilizzo esclusivo degli strumenti tradizionali, incentrati principalmente sul controllo dei tassi di interesse di riferimento e sulle operazioni di mercato aperto, ad un approccio più complesso e innovativo, in cui gli strumenti aggiuntivi sono divenuti parte integrante dell'azione di politica monetaria.

La parte introduttiva ha richiamato le basi della politica monetaria dell'Eurosistema, delineando il mandato prioritario di stabilità dei prezzi e il funzionamento del quadro operativo pre-crisi. Successivamente, l'elaborato ha descritto gli strumenti convenzionali (come le *standing facilities*, le manovre sui tassi sulle riserve e le operazioni di mercato aperto) che storicamente hanno consentito alla BCE di influenzare la liquidità e i tassi a breve termine, perseguendo l'obiettivo di inflazione in condizioni normali di mercato. Tuttavia, con l'avvento della crisi finanziaria globale del 2008 e della successiva crisi del debito sovrano europeo, tali leve tradizionali si sono rivelate inadeguate di fronte a shock profondi e a tassi di interesse ormai prossimi allo zero. Come discusso nei capitoli centrali, il vincolo del limite inferiore dello zero (*zero lower bound*) sui tassi ufficiali ha spinto la BCE a esplorare strumenti non convenzionali, inaugurando una fase di sperimentazione senza precedenti.

In particolare, il terzo capitolo ha analizzato le caratteristiche e l'implementazione di misure quali il cosiddetto *Quantitative Easing* (QE), attuato attraverso programmi di

acquisto di titoli pubblici e privati, e la *Forward Guidance*, ossia la comunicazione preventiva sugli indirizzi futuri della politica monetaria.

Questi strumenti sono stati adottati in modo graduale ma deciso per contrastare pressioni deflazionistiche e ristabilire condizioni monetarie accomodanti quando i tassi ufficiali non potevano essere ulteriormente ridotti. Le evidenze esaminate mostrano che, tramite la *Forward Guidance*, la banca centrale può essere efficace anche a tassi zero nel fornire stimolo all'economia, influenzando le aspettative dei mercati sui tassi futuri e impegnandosi a mantenere i tassi "più bassi più a lungo" (*lower for longer*). Ciò ha rafforzato la credibilità dell'impegno della BCE nel sostenere la ripresa, a patto di garantire sufficiente chiarezza comunicativa e coerenza nelle azioni.

Parallelamente, i programmi di acquisto di attività finanziarie (come l'Asset Purchase Programme, APP, lanciato nel 2015) hanno contribuito ad allentare le condizioni finanziarie di medio-lungo termine: studi empirici indicano, ad esempio, che l'annuncio dell'APP ha ridotto in modo significativo i rendimenti dei titoli di Stato a lunga scadenza e innalzato le quotazioni bancarie, facilitando così la trasmissione monetaria tramite il riequilibrio dei portafogli. Tali misure non convenzionali, inizialmente concepite come straordinarie, sono dunque divenute elementi chiave dell'arsenale della BCE negli anni successivi alla crisi.

Il quarto capitolo ha quindi approfondito le risposte messe in atto dalla BCE nelle fasi più acute delle crisi e nella successiva fase di graduale normalizzazione. Dall'analisi emerge chiaramente come la BCE abbia saputo adattare e combinare gli strumenti a sua disposizione in relazione alla gravità e alla natura delle diverse crisi: dalle prime operazioni di emergenza per sostenere la liquidità del sistema bancario nel 2008-2009, alle misure eccezionali adottate durante la crisi dell'Eurozona (come le operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine, TLTRO, e gli annunci sul programma OMT per stabilizzare i mercati sovrani), fino alle politiche innovative dell'ultimo decennio caratterizzato da tassi pari o inferiori a zero.

L'uso prolungato di strumenti non convenzionali ha inaugurato una "nuova normalità" nella politica monetaria europea, in cui la dimensione del bilancio dell'Eurosistema e la

gestione delle aspettative rivestono un ruolo molto più rilevante rispetto al passato. Questo contributo mette in luce che tale trasformazione era in parte inevitabile in un contesto di tassi di interesse di equilibrio persistentemente bassi: diverse ricerche segnalano infatti un marcato declino secolare del tasso di interesse naturale nell'area euro, diminuito di circa 2 punti percentuali rispetto all'inizio degli anni 2000 e attestatosi su valori prossimi o inferiori allo zero nell'ultimo decennio (Christensen e Mouabbi, 2024). Un simile scenario di stagnazione secolare ha ridotto drasticamente lo spazio di manovra della politica monetaria tradizionale, consolidando l'orientamento ultra-accomodante della BCE e alimentando il dibattito accademico sulla "nuova normalità" di tassi bassi e sulle difficoltà di un pieno ritorno ai livelli pre-crisi.

In sintesi, il presente elaborato contribuisce a chiarire come e perché gli strumenti di politica monetaria della BCE si siano evoluti, offrendo una visione organica di tale evoluzione nel contesto post-crisi. La ricostruzione integrata di strumenti convenzionali e non convenzionali, supportata dal riferimento alla letteratura scientifica, accresce la comprensione delle logiche sottostanti le scelte di politica monetaria europea dell'ultimo decennio. Ad esempio, vengono richiamati gli studi sulla *Forward Guidance* e sul vincolo dello zero che spiegano la necessità di orientare anticipatamente le aspettative per aggirare i limiti dei tassi nominali, nonché le analisi sugli effetti dei programmi di acquisto di titoli nel ristabilire la trasmissione finanziaria e nel riancorare le aspettative d'inflazione. Inoltre, si è evidenziato il ruolo cruciale della credibilità dell'istituzione monetaria: l'efficacia delle politiche dipende in larga misura dalla fiducia che i mercati e il pubblico ripongono nella banca centrale. In mancanza di credibilità, persino strumenti avanzati come la *Forward Guidance* perdono incisività, come suggerisce l'evidenza che segnali di dissenso interno inducono i mercati a dubitare dell'impegno futuro della BCE (Linta *et al*, 2024).

Al contrario, un elevato grado di fiducia nell'operato della BCE tende ad ancorare più saldamente le aspettative di inflazione al target ufficiale, riducendo le incertezze e rendendo la politica monetaria più efficace nel guidare l'economia verso la stabilità dei prezzi.

Sul piano teorico, i risultati di questa ricerca confermano la necessità di ampliare i tradizionali modelli di politica monetaria per tenere conto dei contesti di tasso zero e dell'uso di strumenti non convenzionali. L'esperienza post-crisi della BCE suggerisce che gli strumenti di comunicazione e le manovre basate sul bilancio (*balance sheet policies*) non sono più opzioni straordinarie ma elementi strutturali del *toolkit* della banca centrale in determinate circostanze. Ciò ha implicazioni importanti per il dibattito accademico: ad esempio, induce a rivalutare il ruolo del tasso di interesse naturale come riferimento operativo, il peso delle aspettative nella trasmissione monetaria e i possibili *trade-off* tra stabilità dei prezzi e stabilità finanziaria all'interno delle strategie delle banche centrali. Dal punto di vista pratico e istituzionale, l'evoluzione delineata pone nuove sfide e opportunità. La BCE, ampliando il proprio raggio d'azione, è riuscita a scongiurare rischi di deflazione e frammentazione finanziaria nell'Eurozona, dimostrando capacità di innovazione nell'ambito del suo mandato. Tuttavia, l'uso prolungato di misure non tradizionali ha comportato anche effetti collaterali che richiedono attenzione: si pensi alle possibili distorsioni nei prezzi degli asset finanziari dovute ad acquisti massicci di titoli, ai comportamenti di *search for yield* che possono alimentare bolle sui mercati, all'impatto dei tassi negativi sulla redditività del settore bancario, o al rischio di assuefazione degli operatori a condizioni monetarie eccessivamente accomodanti. Ciò implica la necessità di calibrare con cautela l'orientamento monetario e, ove opportuno, di ricorrere a strumenti macroprudenziali complementari per mitigare tali rischi e salvaguardare la stabilità finanziaria complessiva. In definitiva, il dibattito sulla politica monetaria europea dovrà continuare a interrogarsi sull'equilibrio ottimale tra l'efficacia delle misure adottate e la minimizzazione degli effetti indesiderati, nonché sul coordinamento con le politiche fiscali nazionali in situazioni di crisi prolungata.

Bibliografia

Baker, J. C., 1999, *The European Central Bank: Powers, policies and problems*, *Managerial Finance*, Vol. 25.

Blanchard, O., 2009, *Macroeconomia*, Il Mulino, Bologna.

Borio, C., Disyatat, P., Juselius, M., 2017, *Rethinking potential output: Embedding information about the financial cycle*, *Oxford Economic Papers*, 69(3), pp. 655–677.

Chung, H., Kiley, M. T., Laforte, J. P., 2019, *Alternative Strategies: How Do They Work? How Might They Help?*, *Finance and Economics Discussion Series*, 2019-010, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Claeys, G., 2020, *The European Central Bank in the COVID-19 crisis: Whatever it takes, within its mandate*.

Cour-Thimann, P., Winkler, B., 2013, *The ECB's non-standard monetary policy measures: The role of institutional factors and financial structure*, *Oxford Review of Economic Policy*, pp. 765–803.

De Grauwe, P., 2018, *Economics of Monetary Union* (12ª ed.), Oxford University Press, Oxford.

De Haan, J., 1997, *The European Central Bank: Independence, accountability and strategy: A review*, *Public Choice*, Vol. 93, pp. 395–426.

De Haan, J., 2008, *The effect of ECB communication on interest rates: An assessment*, *Review of International Organizations*, Vol. 3, pp. 375–398.

de Haan, J., 2025, *No Way Back? ECB's Forward Guidance and Policy Normalisation*, Politics and Governance, vol. 13.

De Pooter, M., Martin, F., Pruitt, S., 2012, *The effects of official bond market intervention in Europe*, Federal Reserve Board of Governors.

Del Negro, M., Giannone, D., Giannoni, M. P., Tambalotti, A., 2018, *Global trends in interest rates*, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 866.

Di Pace, M., 2016, *L'economia e la politica economica*, Wolters Kluwer, Trento.

Dornbusch, R., Fischer, S., Startz, R., 2011, *Macroeconomia* (10ª ed.), McGraw-Hill, Milano.

European Central Bank, 2020, *Annual Report 2019*.

European Central Bank, 2021, *Annual Report 2020*.

European Central Bank, 2022, *Annual Report 2021*.

European Central Bank, 2023, *Annual Report 2022*.

European Central Bank, 2024, *Annual Report 2023*.

European Central Bank, 2025, *Annual Report 2024*.

Febrero, E., Uxò, J., Dejuàn, O., 2015, *The ECB during the financial crisis: Not so unconventional!*, *International Review of Economics*.

Filardo, A. J., Hofmann, B., 2014, *Forward Guidance at the Zero Lower Bound*, *BIS Quarterly Review*, March.

Giannone, D., Lenza, M., Pill, H., Reichlin, L., 2011, *Non-Standard Monetary Policy Measures and Monetary Developments*, *ECB Working Paper Series*, No. 1290.

Giavazzi, F., Amighini, A., 2009, *La crisi del 2007-2010*, Il Mulino, Bologna.

Hamilton, J. D., Harris, E. S., Hatzius, J., West, K. D., 2016, *The equilibrium real funds rate: Past, present, and future*, *IMF Economic Review*, 64(4), pp. 660–707.

Hartmann, P., Smets, F., 2018, *The European Central Bank's monetary policy during its first 20 years*, *Brookings Institutional Press*.

Holston, K., Laubach, T., Williams, J. C., 2017, *Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants*, *Journal of International Economics*, 108, pp. S59–S75.

Kiley, M. T., Roberts, J. M., 2017, *Monetary policy in a low interest rate world*, *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring, pp. 317–396.

Linta, T., 2024, *Forward Guidance and Credibility*, TSE Working Paper No. 24-1532, Toulouse School of Economics.

Lucas, R. E. Jr., 2011, *The U.S. Recession of 2007–201?*, *Milliman Lecture*, University of Washington, May 19.

Mankiw, N. G., Taylor, M. P., 2023, *Macroeconomia* (6ª ed.), McGraw-Hill, Milano.

Mojon, B., 2010, *The 2007–2009 Financial Crisis and the European Central Bank*, pp. 175–182.

Priftis, R., Vogel, L., 2017, *The macroeconomic effects of the ECB's evolving QE programme: A model-based analysis*.

Russo, A., 2017, *Stato e mercato. Storia del pensiero*, UTET Università, Torino.

Summers, L. H., 2014, *U.S. economic prospects: Secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound*, *Business Economics*, 49(2), pp. 65–73.

Szczerbowicz, U., 2012, *The ECB unconventional monetary policies: Have they lowered market borrowing costs for banks and governments?*, *CEPII*, No. 36.

Trichet, J. C., 2010, *State of the Union: The Financial Crisis and the ECB's Response between 2007 and 2009*, *Journal of Common Market Studies*.

Sitografia

Banca Centrale Europea, *Asset Purchase Programme (APP)*, https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html

Banca Centrale Europea, *Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)*, https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/ecb.faq_cspp.en.html

Banca Centrale Europea, *Explainers – APP*, https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/app.en.html

Banca Centrale Europea, *Explainers – TLTRO*, https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me/html/tltro.en.html

Banca Centrale Europea, *Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*, https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html

Banca Centrale Europea, *Speech by Jean-Claude Trichet*, 28 aprile 2009, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090428.en.html

Banca Centrale Europea, *What is the Asset Purchase Programme (APP)?*, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ebbox201704_02.en.pdf

Banca Centrale Europea, *Supervisory Annual Report 2024*, https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/other-publications/annual-report/html/ssm.ar2024~700cba1314.it.html

CONSOB, *Crisi finanziaria del 2007–2009*, https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009

CONSOB, *Crisi del debito sovrano 2010–2011*, https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011

CONSOB, *Crisi COVID-19*, https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-covid-19

Economist, *Should we worry about deflation?*, https://www.economist.com/free-exchange/2014/01/16/should-we-worry-about-deflation

Economist, *Why deflation is bad*, https://www.economist.com/the-economist-explains/2015/01/07/why-deflation-is-bad

ICE, *Rapporto sul commercio estero 2011–2012*, https://ebiblio.istat.it/digibib/Commercio/Commercio_Estero/ICE20112012/ICE20112012Rapporto.pdf

SUERF, *A European Star? The Natural Rate of Interest in the Euro Area*, https://www.suerf.org/publications/suerf-policy-notes-and-briefs/a-european-star-the-natural-rate-of-interest-in-the-euro-area

Università Cattolica, *Centro di ricerca LAM – Working Paper OM1/12*, https://centridiricerca.unicatt.it/lam-OM1-12.pdf

Toulouse School of Economics, *Forward Guidance Effectiveness in the Euro Area*, https://www.tse-fr.eu/sites/default/files/TSE/documents/doc/wp/2024/wp_tse_1532.pdf