

# La Politica Monetaria dell'Area Euro

- Inquadramento della politica monetaria nel più ampio quadro di politica economica
- L'UEM e il SEBC/Eurosistema
- Il legame fra moneta e inflazione, la Base Monetaria e il moltiplicatore, gli aggregati monetari
- Gli strumenti a disposizione della BCE
- Il meccanismo di trasmissione della politica monetaria
- Il comportamento e le scelte della BCE
- Conclusioni e riepilogo

# Politica monetaria e politica economica



# Fondamenti della politica economica

- La politica economica rappresenta l'insieme delle azioni deliberate dalle autorità pubbliche per orientare il sistema verso obiettivi di benessere sociale. Essa poggia su quattro pilastri fondamentali: l'efficienza allocativa, volta all'ottimizzazione delle risorse; l'equità redistributiva, per una corretta ripartizione della ricchezza; la stabilità, intesa come assenza di shock; e la crescita, ovvero l'incremento sostenibile del potenziale produttivo. La politica monetaria agisce principalmente sul pilastro della stabilità, creando le premesse per il successo degli altri tre.

# Efficienza allocativa vs Equità redistributiva

- Mentre l'efficienza allocativa riguarda la capacità del sistema di produrre beni e servizi al minimo costo per massimizzare il benessere aggregato, l'equità redistributiva interviene per correggere le disuguaglianze generate dal mercato. Spesso emerge una tensione tra questi due obiettivi: politiche eccessivamente redistributive potrebbero disincentivare l'efficienza produttiva. Il compito del policy maker è trovare un equilibrio fra i due.

# La doppia dimensione della stabilità

- La stabilità deve essere analizzata nella sua duplice veste: monetaria e finanziaria. La stabilità monetaria si traduce nel controllo delle dinamiche dei prezzi, evitando sia l'inflazione che la deflazione. La stabilità finanziaria riguarda invece la resilienza degli intermediari e dei mercati; senza un sistema bancario solido, la trasmissione monetaria si interrompe, rendendo vani gli sforzi della banca centrale per influenzare l'economia reale.

# Stabilità reale e crescita

- La stabilità reale punta a minimizzare l'output gap, ovvero lo scostamento tra il PIL effettivo e il PIL potenziale, evitando cicli di boom e recessioni che generano inefficienze. La crescita economica di lungo periodo, invece, è funzione della produttività totale dei fattori e dello stock di capitale e lavoro. La politica monetaria contribuisce a questo processo mantenendo un ambiente di bassi tassi di interesse reali e bassa inflazione, favorendo così gli investimenti produttivi che alimentano la crescita potenziale.

# Tripartizione della politica economica

- L'intervento pubblico si articola in una triade di politiche: fiscale, dei redditi e monetaria. La politica di bilancio gestisce la domanda aggregata attraverso la spesa e la tassazione; la politica dei redditi coordina le dinamiche salariali per preservare la competitività; la politica monetaria assicura la stabilità del valore della moneta. Un coordinamento efficace tra questi ambiti è essenziale: politiche fiscali eccessivamente espansive in presenza di vincoli monetari rigorosi potrebbero generare squilibri macroeconomici insostenibili.

# La politica di bilancio (fiscale)

- La politica fiscale è lo strumento con cui i governi influenzano l'economia attraverso la manovra delle entrate tributarie e della spesa pubblica. Essa agisce direttamente sui consumi e sugli investimenti, avendo un impatto immediato sulla domanda aggregata. In un'unione monetaria senza un bilancio centrale significativo, la responsabilità fiscale ricade sugli Stati membri, che devono bilanciare le esigenze di stimolo con il rispetto dei vincoli di sostenibilità del debito pubblico.

# La politica dei redditi e le parti sociali

- La politica dei redditi mira a contenere le pressioni inflazionistiche dal lato dell'offerta attraverso un'evoluzione dei salari coerente con l'andamento della produttività del lavoro. Questo coordinamento, spesso mediato dai governi in consultazione con le parti sociali, è cruciale per evitare "effetti di secondo round" (spiralì prezzi-salari) che obbligherebbero la Banca Centrale a interventi restrittivi per riportare l'inflazione sotto controllo.

# Autonomia della politica monetaria

- L'efficacia della politica monetaria è indissolubilmente legata all'indipendenza della Banca Centrale dal potere politico. Questa autonomia previene la tentazione dei governi di generare inflazione a breve termine per stimolare l'occupazione o ridurre il valore reale del debito. L'Eurosistema è strutturato per isolare il processo decisionale monetario dalle pressioni politiche, garantendo che l'obiettivo della stabilità dei prezzi rimanga la priorità assoluta di lungo termine.

# PIL e crescita industriale

- Per calibrare i propri interventi, i policy makers monitorano costantemente indicatori di output reale. Il PIL è il parametro principale, ma l'indice della produzione industriale offre una lettura più tempestiva della dinamica dei settori manifatturieri, spesso anticipatori delle tendenze cicliche. Questi indicatori permettono di valutare se l'economia sta operando al di sopra o al di sotto del proprio potenziale, guidando così la scelta delle autorità monetarie tra un orientamento espansivo o restrittivo.

# Misurazioni di Occupazione e Prezzi

- Accanto alla produzione, il mercato del lavoro fornisce segnali sulla salute dell'economia. Tassi di occupazione elevati indicano un'economia robusta, ma un mercato troppo rigido può generare pressioni salariali. Per quanto riguarda i prezzi, lo strumento di riferimento è l'Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo (IAPC), che garantisce la comparabilità dell'inflazione tra i diversi Stati membri, permettendo alla BCE di valutare la stabilità dei prezzi sull'intera area euro.

# I trade-off economici

- Il policy maker deve confrontarsi costantemente con l'impossibilità di ottimizzare simultaneamente tutti gli obiettivi economici, una realtà descritta dai c.d. trade-off. Il conflitto più noto è quello tra inflazione e disoccupazione (Curva di Phillips): nel breve periodo, tentare di ridurre la disoccupazione oltre il suo livello naturale può generare un aumento dell'inflazione. Riconoscere questi limiti è fondamentale per focalizzare la politica monetaria su ciò che può effettivamente controllare: il valore nominale della moneta.

# Globalizzazione e sfide del coordinamento internazionale

- In un contesto di mercati globalizzati e interconnessi, l'efficacia delle politiche economiche nazionali è parzialmente offuscata dalla mobilità internazionale di capitali e merci. Gli shock finanziari possono propagarsi istantaneamente attraverso le frontiere, rendendo indispensabile un coordinamento internazionale (es. G20, FMI) e una cooperazione tra Banche Centrali. Per l'Area Euro, questo significa anche che la politica monetaria della BCE deve tenere conto delle dinamiche globali.

# Aspettative ed “effetto annuncio”

- Il successo della politica monetaria dipende in gran parte dalla gestione delle aspettative. Se gli operatori economici anticipassero perfettamente una manovra espansiva, potrebbero adeguare i prezzi preventivamente, annullando l'effetto stimolante sulle variabili reali (neutralità di breve periodo indotta dalle aspettative). L' « effetto annuncio » è dunque uno strumento potente: la comunicazione di una Banca Centrale non serve solo a informare, ma a orientare attivamente il comportamento dei mercati prima ancora che le operazioni abbiano luogo.

# Una visione di medio periodo

- Wim Duisenberg, primo Presidente della BCE, ha impresso una visione strategica focalizzata sul « medio periodo ». La politica monetaria non deve reagire a fluttuazioni transitorie o « rumore » nei dati mensili, ma deve seguire una rotta coerente basata su fondamentali solidi. Questa impostazione richiede che la politica monetaria sia affiancata da politiche di bilancio prudenti, poiché deficit eccessivi finirebbero per minare la credibilità della stabilità monetaria complessiva.

# Sinergia tra politica economica e politica monetaria

- Esiste una complementarità profonda tra le riforme strutturali e la politica monetaria. Un'economia con mercati del lavoro e dei prodotti flessibili e competitivi risponde più rapidamente ai segnali dei tassi di interesse. Senza riforme che migliorino l'efficienza del sistema, l'impulso monetario rischia di disperdersi in attriti strutturali, riducendo l'efficacia della trasmissione e limitando il potenziale di crescita non inflazionistica.

# Vincoli Europei e Patto di Stabilità

- L'appartenenza all'Eurozona comporta la rinuncia alla sovranità monetaria nazionale e rende necessario un coordinamento fiscale rigoroso. Il Trattato di Lisbona e il Patto di Stabilità e Crescita (PSC) pongono vincoli precisi per prevenire l'azzardo morale degli Stati membri. L'obiettivo è assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche, evitando che il debito di un singolo paese possa destabilizzare l'intera unione attraverso tensioni sui tassi di interesse o richieste di salvataggio finanziario.

# Il pareggio di bilancio nella Costituzione Italiana

- In risposta alla crisi del debito sovrano, l'Italia ha rafforzato il proprio impegno verso la disciplina fiscale recependo il «fiscal compact» attraverso la Legge Costituzionale 1/2012. L'introduzione del principio del pareggio di bilancio nell'articolo 81 della Costituzione vincola tutte le amministrazioni pubbliche alla sostenibilità del debito, allineando l'ordinamento nazionale ai parametri di rigore richiesti dall'integrazione europea.

# Deroghe emergenziali: la clausola Covid-19

- La flessibilità delle regole europee è stata dimostrata nel marzo 2020 con l'attivazione della « General Escape Clause » del Patto di Stabilità. Di fronte a uno shock pandemico senza precedenti, la sospensione temporanea dei vincoli del 3% di deficit ha permesso agli Stati membri di attuare massicce misure di sostegno fiscale senza incorrere in procedure di infrazione, congelando temporaneamente il rigore normativo per preservare il tessuto economico e sociale del continente.

# Il principio di neutralità della moneta

- La dottrina economica si fonda sulla «dicotomia classica" e sulla neutralità della moneta nel lungo periodo. Secondo questa teoria, variazioni dell'offerta monetaria influenzano esclusivamente le grandezze nominali (prezzi, tassi di cambio nominali), mentre le variabili reali (PIL, occupazione) sono determinate solo da fattori reali quali tecnologia, capitale e dinamiche demografiche. La moneta non può creare ricchezza reale persistente.

# Dicotomia tra breve e lungo periodo

- L'impatto della politica monetaria è radicalmente diverso in base all'orizzonte temporale. Nel breve periodo, a causa di rigidità nominali (prezzi e salari « vischiosi »), le manovre sui tassi influenzano le variabili reali, agendo come stabilizzatore ciclico. Nel lungo periodo, tuttavia, svanita l'illusione monetaria e adeguatisi i prezzi, la moneta torna a essere « neutrale ». Per questo motivo, il mandato della BCE si concentra sulla stabilità dei prezzi, l'unica variabile su cui può esercitare un'influenza duratura.



# L'Unione Economica e Monetaria e il SEBC/Eurosistema



# Genesi dell'UEM: da Maastricht all'Euro

- L'Unione Economica e Monetaria non è solo un progetto tecnico, ma il culmine di un processo politico iniziato formalmente con il Trattato di Maastricht del 1992. Questo percorso ha definito le tappe per la creazione dell'Euro, culminate nel 1999 con l'avvio della politica monetaria unica. L'Euro rappresenta l'esito di una convergenza non solo monetaria, ma di una visione condivisa di stabilità e integrazione tra i popoli europei.

# Criteri di convergenza: inflazione

- Per garantire che l'Area Euro sia un'area monetaria ottimale, i paesi candidati devono rispettare rigorosi criteri di convergenza. Il criterio dei prezzi impone che un paese non abbia un tasso di inflazione superiore di oltre l'1,5% rispetto alla media dei tre Stati membri più virtuosi. Questo vincolo assicura che non vi siano divergenze strutturali nel potere d'acquisto che potrebbero mettere sotto pressione le economie dei paesi membri.

# Criteri di convergenza: finanza pubblica

- La stabilità dell'unione poggia sulla solidità fiscale. I parametri di Maastricht richiedono un deficit pubblico non superiore al 3% del PIL e un debito pubblico entro il 60% del PIL. Qualora il debito superi tale soglia, il trattato specifica che deve essere in "fase di decisa riduzione", ovvero deve diminuire a un ritmo soddisfacente verso il valore di riferimento per garantire che nessun membro rappresenti un rischio sistemico per la moneta comune.

# Il Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC)

- Il SEBC costituisce la cornice istituzionale allargata della politica monetaria dell'UE. Esso comprende la BCE e tutte le Banche Centrali Nazionali dei 27 Stati membri dell'Unione. Sebbene tutte le BCN partecipino a funzioni consultive e statistiche, il potere decisionale e l'attuazione della politica monetaria per l'Area Euro sono riservati esclusivamente all'Eurosistema.

# L'Eurosistema

- L'Eurosistema è il braccio operativo della politica monetaria nell'Area Euro, composto dalla BCE e dalle BCN dei paesi che hanno adottato la moneta unica. L'Eurosistema è l'entità che definisce e attua la politica monetaria, gestisce le riserve ufficiali e garantisce l'integrità dell'Euro. Si tratta del cuore pulsante della sovranità monetaria condivisa in Europa.

# Evoluzione del ruolo della BCE post-1999

- Dalla sua nascita, la BCE ha visto evolvere le proprie responsabilità oltre la gestione dell'inflazione. Un ruolo cruciale è quello assunto nella garanzia del fluido funzionamento dei sistemi di pagamento transfrontalieri. La liquidità deve poter circolare istantaneamente tra i paesi membri per evitare la frammentazione dei tassi di interesse interbancari, condizione necessaria affinché la politica monetaria sia veramente "unica" in tutta l'area.

# Il Meccanismo di Vigilanza Unico (SSM)

- In risposta alla crisi finanziaria dei mutui subprime e dei debiti sovrani, nel 2014 è nato il Meccanismo di Vigilanza Unico (SSM), che attribuisce alla BCE la supervisione diretta dei gruppi bancari significativi dell'Area Euro.

# Indipendenza della BCE

- La BCE ha personalità giuridica. Aderisce al principio del decentramento. Ha doveri di comunicazione e trasparenza. È indipendente dal potere politico: né la BCE, né le BCN, né i membri dei rispettivi organi decisionali possono sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni o dagli organi comunitari, dai governi degli Stati membri o da qualsiasi altro organismo. Lo Statuto prevede un mandato di lunga durata per i membri del Consiglio direttivo.

# Architettura di governance della BCE

- La governance della BCE è progettata per garantirne l'efficacia e l'indipendenza. Il capitale è sottoscritto dalle BCN secondo una chiave di ripartizione basata pariteticamente su popolazione e PIL nazionale. Gli organi decisionali sono il Consiglio Direttivo e il Comitato Esecutivo, strutture che assicurano che le decisioni riflettano gli interessi dell'intera Area Euro e non quelli di singoli stati membri.

Gli organi  
decisionali  
della BCE



# Funzioni del Consiglio Direttivo

- Il Consiglio Direttivo è il principale organo decisionale. È composto dai sei membri del Comitato Esecutivo e dai Governatori delle BCN dell'Area Euro. Esso ha la responsabilità esclusiva di formulare la politica monetaria, stabilendo i tassi di interesse "policy", gli obiettivi monetari e le modalità di esecuzione degli acquisti di attività, guidando strategicamente l'intero Eurosystem.

# Compiti del Comitato Esecutivo

- Il Comitato Esecutivo gestisce l'ordinaria amministrazione della BCE e l'attuazione pratica delle decisioni del Consiglio Direttivo. Composto da sei membri nominati per un mandato di otto anni non rinnovabili, per garantirne l'indipendenza, esso impartisce istruzioni operative alle BCN, assicurando che la politica monetaria sia implementata uniformemente e quotidianamente.

# Il Consiglio Generale

- Il Consiglio Generale è un organo transitorio che esisterà finché vi saranno Stati membri dell'UE con deroga (ovvero che non hanno ancora adottato l'euro). Svolge funzioni di coordinamento statistico, consultivo e prepara i rapporti sulla convergenza. È il ponte istituzionale che garantisce che i paesi fuori dall'Euro rimangano allineati agli standard dell'unione monetaria in vista di una futura adesione.

# Le BCN come “braccio operativo locale”

- Nonostante la centralizzazione decisionale a Francoforte, l'esecuzione delle operazioni di mercato è decentralizzata. Le Banche Centrali Nazionali fungono da braccio operativo: esse interagiscono direttamente con le banche commerciali del proprio territorio, gestendo le operazioni di rifinanziamento e la custodia delle riserve. Questa struttura coniuga l'unità strategica con la capillarità operativa necessaria in un sistema finanziario articolato e diffuso.



Il legame fra  
moneta e  
inflazione, la  
Base  
Monetaria e il  
moltiplicatore,  
gli aggregati  
monetari

# L'articolazione della strategia contro l'inflazione

L'obiettivo del mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo presuppone l'adozione e il perseguimento di una strategia articolata in fasi sequenziali:

- individuazione del legame tra moneta e livello dei prezzi (meccanismi di trasmissione), nonché delle modalità attraverso le quali gli strumenti disponibili e utilizzati si collegano con gli obiettivi (canali di trasmissione);
- definizione di uno schema di riferimento attraverso il quale procedere all'individuazione delle “variabili chiave” indispensabili al monitoraggio del rischio di inflazione, in base alle quali decidere eventuali manovre correttive;
- decisione circa tipo e livello di trasparenza pubblica della propria strategia.

# L'equazione degli scambi di Fisher

- Il nesso tra moneta e prezzi trova la sua espressione analitica nell'identità di Fisher:  $M \times V = P \times T$ . L'analisi monetaria assume che la velocità di circolazione ( $V$ ) e il volume delle transazioni ( $T$ ) siano stabili o determinati da fattori strutturali nel breve periodo. Di conseguenza, ogni incremento della massa monetaria ( $M$ ) deve necessariamente tradursi in un aumento del livello dei prezzi ( $P$ ). Questa equazione rimane la pietra angolare della teoria quantitativa della moneta.

# La Base Monetaria

- La Base Monetaria (M0) rappresenta il passivo diretto della Banca Centrale e costituisce la fondazione del sistema monetario. Essa si divide in due componenti: il circolante (banconote e monete) detenuto dal pubblico e le riserve delle banche commerciali depositate presso la Banca Centrale. È la forma di moneta a liquidità assoluta, sulla quale la BCE agisce per influenzare gli aggregati monetari più ampi attraverso il sistema bancario.

# Ciclo di creazione e distruzione della Base Monetaria

- La Base Monetaria viene creata quando la BCE acquista attività (come titoli di Stato o valuta estera) o eroga credito alle banche, accreditando i loro conti di riserva. Viceversa, la Base Monetaria viene "distruetta" quando la Banca Centrale vende titoli o quando gli istituti di credito rimborsano i finanziamenti ricevuti. Questo processo di immissione e drenaggio è lo strumento tecnico con cui si governa la quantità di liquidità nel sistema.

# La Moneta bancaria e il pubblico

- Sebbene la BCE controlli la Base Monetaria, la maggior parte della moneta utilizzata dai cittadini è "moneta bancaria", creata dalle banche commerciali attraverso il credito. Ogni prestito genera un deposito, che diventa moneta spendibile tramite strumenti elettronici o assegni. La Banca Centrale influenza questo processo indirettamente, rendendo più o meno costoso per le banche approvvigionarsi della Base Monetaria necessaria a coprire i propri obblighi di riserva e le richieste di contante.

# Analisi tecnica del Moltiplicatore

- Il moltiplicatore monetario quantifica la relazione tra moneta totale (M) e Base Monetaria (BM). Esso è funzione della propensione al circolante del pubblico e del coefficiente di riserva (obbligatoria e libera) delle banche. In periodi di crisi, il moltiplicatore può flettere se le banche decidono di accumulare riserve in eccesso invece di erogare credito, fenomeno che obbliga la Banca Centrale a espandere massicciamente la Base Monetaria per evitare la contrazione dell'offerta di moneta.

# Aggregato M1: Liquidità Primaria

- L'aggregato monetario M1 è la definizione più ristretta di moneta, comprendendo solo il circolante e i depositi a vista (conti correnti). Questi strumenti sono caratterizzati dalla massima liquidità, in quanto possono essere utilizzati immediatamente per i pagamenti senza costi di transazione.

# Aggregato M2: Liquidità Intermedia

- L'aggregato M2 include M1 più forme di risparmio prontamente convertibili: i depositi con scadenza prestabilita fino a due anni e i depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi. Questi strumenti offrono un rendimento ma mantengono un elevato grado di liquidità, rappresentando un risparmio/investimento che può essere trasformato in M1 in tempi molto brevi.

# Aggregato M3: Liquidità ampia

- M3 è l'aggregato più ampio, includendo M2, quote di fondi comuni monetari, pronti contro termine e titoli di debito fino a due anni. La BCE ha scelto M3 come indicatore strategico principale oggetto di monitoraggio poiché la sua dinamica è più stabile e meno soggetta a fluttuazioni erratiche rispetto a M1, offrendo un segnale più affidabile sulle tendenze inflazionistiche di lungo periodo.

# Strategia di Monetary Targeting (a due stadi)

- Storicamente, alcune Banche Centrali hanno adottato una strategia a due stadi: la fissazione di un obiettivo intermedio di crescita della moneta, ad es. M3, per influenzare l'obiettivo finale dell'inflazione. Questo approccio presuppone che la domanda di moneta sia stabile. Se la relazione tra aggregati monetari e prezzi è prevedibile, controllare la quantità di moneta diventa il modo più efficace per governare il livello dei prezzi.

# Strategia di Inflation Targeting (a uno stadio)

- Nell'inflation targeting, la Banca Centrale bypassa gli obiettivi intermedi monetari, calibrando i tassi di interesse direttamente in base alle previsioni di inflazione. L'obiettivo è dichiarato in modo esplicito e la Banca Centrale si impegna a riportare i prezzi verso tale valore, aumentando la trasparenza e la responsabilità verso il pubblico. Questo modello mette al centro la comunicazione e la gestione delle aspettative.

# Il Modello della BCE

- La BCE ha adottato una strategia originale basata su «due pilastri», pur avendo esplicitato un target dell'inflazione. L'analisi economica esamina le variabili reali e finanziarie per individuare rischi per la stabilità dei prezzi nel breve-medio periodo (es. costi salariali, tassi di cambio). L'analisi monetaria osserva M3 e l'andamento del credito per intercettare squilibri di lungo periodo. Questa combinazione garantisce che nessuna informazione rilevante venga trascurata nel processo decisionale.

# L'obiettivo fondamentale: la stabilità dei prezzi

- Il mandato primario dell'Eurosistema, sancito dai trattati, risiede nel mantenimento della stabilità dei prezzi. Tale obiettivo è essenziale per preservare il potere d'acquisto della moneta unica e garantire un ancoraggio solido delle aspettative di inflazione di medio periodo. La stabilità dei prezzi riduce l'incertezza economica, facilitando le decisioni di investimento e consumo, e rappresenta la condizione necessaria per una crescita economica sostenibile e per la tutela del risparmio dei cittadini dell'area euro.

# Funzioni ausiliarie dell'Eurosistema

- Oltre al mandato primario, l'Eurosistema assolve funzioni ausiliarie fondamentali per la stabilità finanziaria globale dell'area. Tra queste figurano la definizione e l'esecuzione delle operazioni sui cambi, in coerenza con l'orientamento della politica monetaria, e la gestione centralizzata delle riserve ufficiali di valuta estera degli Stati membri. Parallelamente, l'Eurosistema è garante dell'efficienza e della sicurezza dei sistemi di pagamento (come il circuito T2), assicurando che i flussi finanziari transfrontalieri avvengano senza attriti, sostenendo così l'integrità del mercato unico monetario.

# Gli strumenti a disposizione della BCE



# Panoramica generale

Nel quadro della propria strategia, la BCE punta a conseguire due risultati immediati:

- influenzare i tassi di interesse di mercato e avviare il meccanismo di trasmissione;
- segnalare il proprio orientamento agli operatori economici (banche, imprese, famiglie) i cui comportamenti dovrebbero essere coerenti.

Per conseguire questi obiettivi, la BCE non può ricorrere a strumenti coercitivi, ma deve operare (Trattato, art. 105) in conformità al principio di un'economia di mercato e in libera concorrenza, favorendo un'efficiente allocazione delle risorse; inoltre, le decisioni devono essere in grado di riflettersi nel modo più preciso e rapido possibile sui tassi a breve del mercato monetario (efficienza operativa). Gli strumenti di cui si avvale l'Eurosistema sono: i) le operazioni di mercato aperto; ii) le operazioni su iniziativa delle controparti; iii) la riserva obbligatoria.

# Operazioni di Rifinanziamento Principale (MRO)

- Le MRO sono il cuore dell'operatività ordinaria dell'Eurosistema. Si tratta di aste settimanali attraverso le quali le banche ottengono liquidità a fronte di garanzie (collaterale). Il tasso applicato alle MRO è il principale tasso di riferimento ("policy rate"), poiché segnala al mercato il costo del denaro desiderato dalla BCE e influenza direttamente i tassi interbancari a breve termine.

# LTRO: Supporto alla Liquidità a Lungo Termine

- Le operazioni a più lungo termine (LTRO) forniscono liquidità con scadenze generalmente trimestrali, sebbene in periodi di crisi siano state estese fino a tre anni. Il loro scopo è garantire che le banche abbiano una provvista di fondi stabile, riducendo la necessità di ricorrere al rifinanziamento settimanale e stabilizzando così il settore bancario nei momenti di incertezza sistemica.

# Interventi di regolazione mirata: Fine Tuning ed ELA

- Le operazioni di "fine tuning" sono interventi non regolari eseguiti dall'Eurosistema per gestire shock imprevisti della liquidità di mercato. Ben diversa è l'Assistenza per la Liquidità di Emergenza (ELA), che è una responsabilità delle singole Banche Centrali Nazionali verso istituti specifici in crisi. Sebbene l'ELA sia gestita localmente e sia in contropartita del bilancio della BCN che eroga il finanziamento, la BCE mantiene un potere di non-obiezione per garantire che tali interventi non interferiscano con la politica monetaria unica.

# Operazioni ad iniziativa delle controparti o Standing facilities

- Le Standing Facilities permettono alle banche di gestire squilibri di liquidità dell'ultimo minuto. Il rifinanziamento marginale consente di ottenere liquidità illimitata per una notte a un tasso superiore (TRM) a quello di mercato, fungendo da "tetto". Il deposito presso la Banca Centrale permette di parcheggiare eccessi di liquidità a un tasso inferiore (TDO), fungendo da "pavimento" per i tassi interbancari.

# Il corridoio dei tassi e lo €STR

- I tassi TRM e TDO formano un "corridoio" che limita la volatilità dei tassi overnight. Il tasso di riferimento del mercato interbancario è lo €STR (Euro Short-Term Rate), che ha sostituito l'EONIA. Lo €STR riflette il costo effettivo della provvista di fondi non garantita per le banche ed è monitorato dalla BCE per verificare che gli impulsi di politica monetaria siano trasmessi correttamente al mercato monetario.

# La Riserva Obbligatoria

- Le banche devono detenere l'1% di determinati passivi presso la propria BCN. La caratteristica fondamentale è la "mobilizzabilità": l'obbligo deve essere rispettato come media dei saldi giornalieri lungo un "periodo di mantenimento« di 6-7 settimane. Questo meccanismo permette alle banche di assorbire deficit giornalieri di liquidità senza dover ricorrere immediatamente alle standing facilities, stabilizzando i tassi di interesse e riducendo la volatilità sul mercato interbancario.

Il  
meccanismo  
di  
trasmissione  
della politica  
monetaria



# Trasmissione Fase 1: dai tassi policy ai tassi overnight

- La prima fase della trasmissione monetaria avviene sul mercato monetario. Quando la BCE modifica i propri tassi policy, l'impatto sul tasso €STR e sugli altri tassi overnight è pressoché immediato. Poiché questi tassi rappresentano il costo opportunità per gli scambi tra banche, essi influenzano a cascata l'intera curva dei rendimenti, dai tassi a breve fino a quelli a lungo termine (attraverso le aspettative).

# Trasmissione Fase 2: tassi interbancari

- In questa fase, i cambiamenti dei tassi di mercato vengono trasfusi nelle condizioni applicate dalle banche alla clientela retail. Le banche adeguano i tassi sui prestiti (mutui, finanziamenti alle imprese) e sui depositi. La velocità e l'intensità di questa trasmissione dipendono dalla struttura del sistema bancario nazionale, dal grado di concorrenza e dalla prevalenza di contratti a tasso fisso o variabile.

# Trasmissione Fase 3: mercati bancari/finanziari

- Le variazioni dei tassi influenzano i prezzi dei titoli (obbligazioni e azioni), creando un "effetto ricchezza" che incide sui consumi. Inoltre, sebbene la BCE non abbia un obiettivo di cambio, i tassi influenzano l'attrattività dell'Euro; un aumento dei tassi può apprezzare la moneta, riducendo i prezzi delle importazioni ma rendendo meno competitive le esportazioni. Il tasso di cambio è monitorato come una variabile chiave della trasmissione, non come un target.

# Trasmissione Fase 4: investimento e consumo

- Le decisioni finali di investimento e consumo dipendono dai tassi reali. Un aumento dei tassi raffredda la domanda aggregata, portando imprese e famiglie a rimandare le spese. Questo calo della pressione sulla capacità produttiva induce, con un ritardo temporale stimato tra i 18 e i 24 mesi, un rallentamento della crescita dei prezzi, realizzando infine l'obiettivo della stabilità monetaria.

# Trasmissione Fase 5: livello dei prezzi

- La variazione di consumi e investimenti altera l'equilibrio precedente e, in particolare, il rapporto tra domanda e offerta di beni e servizi: ne consegue che, a parità di altre condizioni, allorché la domanda supera l'offerta, possono emergere spinte al rialzo dei prezzi; inoltre, le variazioni della domanda aggregata possono influenzare il costo sia del lavoro sia dei beni intermedi, incidendo sui processi di formazione dei salari e dei prezzi.

# Il comportamento e le scelte della BCE

---



# Primo decennio della BCE

- Nel periodo 1999-2003 la BCE ha utilizzato la manovra dei tassi in sintonia con l'andamento congiunturale. Nel triennio successivo la minore crescita del PIL è alla base di una politica espansiva con tassi di interesse costanti e al minimo. A partire dal 2005, il PIL ha fatto registrare significativi ritmi di crescita per poi subire un rallentamento quando l'aumento del prezzo del petrolio si è riflesso sulla dinamica inflattiva: di conseguenza, i tassi policy hanno subito variazioni al rialzo.

# Gestione delle crisi: 2008-2021

- Dalla crisi dei subprime del 2008 alla crisi dei debiti sovrani del 2011, fino allo shock pandemico, la BCE ha agito come baluardo di stabilità. È passata dalla gestione ordinaria a un ruolo di prestatore di ultima istanza nel mercato interbancario, fornendo liquidità illimitata a tasso fisso (Fixed Rate Full Allotment) per evitare il blocco del sistema finanziario, impatti devastanti sull'economia e il collasso dell'unione monetaria. Dal 2014 al 2022 ha operato con tassi policy pari o prossimi allo 0%.

# Meccanismi del Quantitative Easing (APP)

- Attraverso l'Asset Purchase Programme (APP), la BCE ha iniziato ad acquistare massicciamente titoli sul mercato secondario. Questa operazione non mira solo ad abbassare i tassi a breve, ma comprime i rendimenti a lungo termine (effetto "durata") e incoraggia gli investitori a spostarsi verso attività più rischiose (ribilanciamento del portafoglio), stimolando così l'offerta di credito all'economia reale quando i tassi convenzionali sono già ai minimi.

# La Risposta Pandemica (PEPP)

- Il PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) è stato lanciato nel 2020 con una dote di 1.850 miliardi di euro per contrastare i rischi legati al Covid-19. La sua forza risiede nella flessibilità: a differenza dell'APP, il PEPP ha consentito acquisti mirati dove la tensione sui mercati era maggiore, garantendo così una trasmissione uniforme della politica monetaria in tutta l'Eurozona.

# La gestione della fiammata inflazionistica e il rientro dal QE

- Tra il 2022 e il 2025, l'aumento dei prezzi energetici e delle materie prime ha spinto la BCE a interrompere gli acquisti di titoli e ad alzare i tassi di interesse per riportare l'inflazione verso il target del 2%. La politica di restrizione ha avuto successo nel ridurre l'inflazione headline (dal picco a due cifre nel 2022 al 2,2% a marzo 2025). In sintesi, la BCE ha gestito lo shock bellico passando rapidamente da un QE finalizzato a sostenere l'economia post-Covid a una stretta monetaria per frenare un'inflazione causata dai costi energetici, riuscendo a stabilizzare i prezzi nel biennio 2024-2025.

# La strategia di comunicazione degli orientamenti futuri

- La forward guidance (o forward policy guidance) è uno strumento "non convenzionale" di politica monetaria che consiste in una strategia di comunicazione pubblica da parte di una Banca Centrale. Il suo obiettivo principale è influenzare le aspettative dei mercati riguardo ai futuri tassi di interesse e, di conseguenza, il costo del denaro. Oltre alla Fed, anche la BCE ha adottato questa strategia nel luglio 2013, annunciando che i tassi sarebbero rimasti bassi per un "prolungato periodo di tempo". Da metà 2022 sia la Fed che la BCE hanno abbandonato la forward guidance.

# Conclusioni e riepilogo



# Obiettivi di Apprendimento - la Politica Monetaria Europea

- La politica monetaria si configura come l'asse portante del coordinamento economico all'interno dell'Unione Europea, operando in stretta sinergia con le direttrici fiscali e strutturali per garantire la stabilità macroeconomica. È fondamentale inquadrare l'azione della Banca Centrale Europea non come un intervento isolato, ma come un esercizio di mandato istituzionale volto a preservare l'integrità della moneta unica. Abbiamo analizzato l'interazione tra obiettivi strategici, assetto operativo e canali di trasmissione della politica monetaria europea.

# Obiettivi di Apprendimento - Quadro istituzionale

- Abbiamo fornito una comprensione ampia del ruolo della politica monetaria nel contesto della politica economica generale. Gli obiettivi includono la definizione delle funzioni del Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC), la comprensione delle fonti normative che regolano l'Unione Economica e Monetaria (UEM) e la distinzione tra le competenze della BCE e quelle delle singole Banche Centrali Nazionali (BCN). Abbiamo acquisito la capacità di inquadrare la governance dell'Eurosistema come garante della stabilità del valore della moneta.

# Obiettivi di Apprendimento - Meccanismi Operativi

- L'analisi riguardante la dimensione tecnica e operativa dell'implementazione monetaria comporta la capacità di delineare il funzionamento pratico degli impulsi monetari, partendo dalla gestione della liquidità bancaria fino alla comprensione dei complessi canali di trasmissione che influenzano le variabili reali. Sono stati esaminati gli strumenti convenzionali e non convenzionali a disposizione della BCE, permettendo di comprendere come le decisioni di politica monetaria si propaghino attraverso il sistema finanziario per influenzare l'economia reale e, in ultima istanza, il livello generale dei prezzi.

# Teoria del Legame Moneta-Inflazione

- Il fondamento logico dell'azione della Banca Centrale risiede nella correlazione di lungo periodo tra l'espansione della massa monetaria e la dinamica inflazionistica. Tuttavia, l'analisi moderna riconosce che la moneta non è l'unico indicatore di liquidità nel sistema; l'innovazione finanziaria ha introdotto numerosi "sostituti" della moneta che possono alterare la velocità di circolazione e la domanda di liquidità. Di conseguenza, il monitoraggio della stabilità dei prezzi richiede una valutazione sofisticata di molteplici aggregati per intercettare potenziali squilibri prima che si traducano in spinte inflattive.

# Monitoraggio degli Aggregati e Base Monetaria

- Per governare l'offerta di moneta, l'autorità monetaria categorizza la liquidità in aggregati (M1, M2, M3) basati sul grado di spendibilità immediata. Al centro di questo sistema si pone la Base Monetaria (moneta ad alto potenziale), emessa direttamente dalla Banca Centrale. Attraverso l'intermediazione del sistema bancario, la base monetaria viene trasformata in moneta disponibile per il pubblico sotto forma di depositi e crediti, alimentando il flusso di finanziamento all'economia reale.

# La dinamica del Moltiplicatore Monetario

- L'efficacia con cui la Base Monetaria si traduce in offerta di moneta complessiva è regolata dal moltiplicatore monetario. Questo parametro non è statico, ma riflette le scelte endogene degli operatori: il desiderio del pubblico di detenere circolante rispetto ai depositi e la propensione delle banche commerciali a erogare credito o a mantenere riserve in eccesso. Anche i vincoli normativi, in primis il coefficiente di riserva obbligatoria, agiscono come variabile che la Banca Centrale manovra per influenzare la capacità di creazione monetaria del sistema.

# Strategia e Scelte degli Strumenti

- La BCE adotta una "manovra a uno stadio" per il perseguimento dei propri obiettivi, dove gli strumenti operativi sono calibrati direttamente per influenzare le condizioni monetarie e, di riflesso, l'inflazione. La scelta degli strumenti — dalle operazioni di mercato aperto alla gestione delle riserve — dipende dalla valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi.

# Panoramica degli strumenti a disposizione dell'Eurosistema

- L'assetto operativo dell'Eurosistema si articola in tre categorie fondamentali. Le operazioni di mercato aperto sono utilizzate per gestire la liquidità strutturale e segnalare l'orientamento della politica; le operazioni su iniziativa delle controparti (Standing Facilities) offrono o drenano liquidità overnight per limitare la volatilità dei tassi interbancari; infine, il regime di riserva obbligatoria stabilizza la domanda di liquidità. Questo mix di strumenti consente alla BCE di esercitare un controllo capillare sui tassi di interesse a breve termine, che rappresentano il primo anello del meccanismo di trasmissione.

# Il Valore della credibilità istituzionale

- La credibilità è l'asset intangibile più prezioso di una Banca Centrale, poiché un'elevata reputazione permette di ancorare le aspettative inflazionistiche riducendo il costo necessario per correggere spinte inflattive. Nel corso dei primi 10 anni di attività, la BCE è riuscita a conseguire due risultati importanti: contenimento dell'inflazione e affermazione della propria reputazione di saper perseguire con determinazione l'obiettivo prefissato. Questo capitale reputazionale rende la trasmissione degli impulsi monetari più fluida e prevedibile per i mercati.

# L'Era delle “misure non convenzionali”

- Di fronte a shock sistemici e alla vicinanza dei tassi al limite inferiore (zero lower bound), la BCE ha implementato misure non convenzionali come le TLTRO (operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine) e il Quantitative Easing (QE). Quest'ultimo, attuato attraverso l'acquisto di titoli sul mercato secondario, ha permesso di iniettare liquidità direttamente nel sistema finanziario, riducendo i tassi a lungo termine e garantendo che il canale del credito rimanesse pervio anche in condizioni di forte stress di mercato.

# Nuova Strategia del 2021: Simmetria al 2%

- La revisione della strategia di politica monetaria della BCE del 2021 ha introdotto un obiettivo di inflazione simmetrico del 2% nel medio periodo. Questa simmetria significa che scostamenti negativi (inflazione troppo bassa) sono ora considerati altrettanto indesiderabili di quelli positivi. Questo cambiamento rispetto alla formula "vicino ma sotto il 2%" rimuove ogni ambiguità sulla determinazione della BCE nel contrastare le spinte deflattive, fornendo un ancoraggio più chiaro per le aspettative del mercato.

# Limiti e Futuro

- La politica monetaria è uno strumento potente ma non autosufficiente. Per garantire prosperità a lungo termine, essa deve essere supportata da politiche fiscali responsabili e riforme strutturali che aumentino la flessibilità economica. Guardando al futuro, la BCE è chiamata a governare le sfide della digitalizzazione finanziaria e del cambiamento climatico, con il progetto dell'euro digitale che rappresenta la prossima frontiera per mantenere la moneta unica sicura ed efficiente nell'era globale.