



CAMMINO DIRITTO

Rivista di informazione giuridica
<https://rivista.camminodiritto.it>



LA GESTIONE DELLA POLITICA MONETARIA IN EUROPA E IL RUOLO SVOLTO DALLA BCE DURANTE LA CRISI FINANZIARIA

Le scelte di politica monetaria sono state affidate alla Banca Centrale Europea, che ha dunque il compito di gestire l'offerta e la quantità di moneta in circolazione. Importanti interventi sono stati attuati dalla BCE durante la crisi finanziaria a sostegno dell'economia, come il quantitative easing.

di **Alessandro Nardò**
IUS/05 - DIRITTO DELL'ECONOMIA
Estratto dal n. 2/2019 - ISSN 2532-9871

Direttore responsabile
Raffaele Giaquinto

Publicato, Giovedì 7 Febbraio 2019

Sommario: 1. Premessa; 2. La Banca Centrale Europea: 2.1 La composizione; 2.2 La politica monetaria: obiettivi perseguiti, il Meccanismo di Trasmissione e le principali differenze con la FED; 3. Gli strumenti operativi convenzionali; 4. Gli strumenti operativi non convenzionali; 5. La gestione della crisi finanziaria; 6. Conclusioni.

1. Premessa

Possiamo definire la politica monetaria come il potere affidato ad un soggetto (una banca centrale o il governo di una nazione) di gestire la liquidità e l'offerta di moneta all'interno del sistema economico. A partire dal 1° Gennaio 1999 con l'adozione dell'Euro come moneta unica dell'eurozona, la definizione e l'attuazione delle scelte di politica monetaria sono state affidate alla Banca Centrale Europea (BCE). In seguito all'istituzione di tale organismo internazionale, si è di fatto avuta la perdita della sovranità monetaria di ogni Paese appartenente all'euro-zona e la possibilità per ciascuno di essi di svalutare liberamente la propria moneta come avveniva in passato, soprattutto durante un periodo di crisi economica. Si pensi ad esempio alla svalutazione della lira durante lo scoppio delle crisi petrolifere del 1973 e del 1979. Oltre alla BCE, operano altri due importanti organismi sovranazionali quali l'Eurosistema e il Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC). Una delle principali differenze tra Eurosistema e SEBC risiede nel diverso numero di Banche Centrali Nazionali (BCN) che compongono l'uno o l'altro organo. Alla formazione dell'Eurosistema concorrono la BCE più tutte le BCN dei Paesi aderenti all'area-euro (l'Eurosistema rappresenta la sede principale in cui sono svolte le funzioni di central banking dell'area euro)¹. L' Eurosistema svolge diversi compiti che lo rendono di fatto il "braccio operativo" della BCE. Tali compiti riguardano: la definizione ed l'attuazione della politica monetaria, interventi sul mercato dei cambi, la gestione delle riserve ufficiali degli Stati membri e la promozione del regolare sistema di pagamento; attività di vigilanza prudenziale². Alla formazione del SEBC concorrono la stessa BCE più tutte le BCN dei Paesi appartenenti all'Unione Europea. Per questo motivo, il SEBC costituisce l'aggregato più ampio. Come la BCE, il SEBC e l'Eurosistema godono di autonomia decisionale anche se le loro scelte sono attuate considerando gli indirizzi provenienti direttamente dalla BCE.

2. La Banca Centrale Europea

2.1 La composizione

A differenza del SEBC e dell'Eurosistema, la BCE è un ente dotato di personalità giuridica. La BCE è composta da un Comitato Esecutivo, un Consiglio Direttivo e un

Consiglio Generale. Il Comitato Esecutivo è formato da sei membri scelti tra i capi di Stato dei Paesi che hanno adottato la moneta unica. Tra i compiti affidati ai membri del Comitato Esecutivo ricordiamo: la nomina del Presidente e del Vicepresidente della BCE (attualmente il presidente della BCE è Mario Draghi) il cui mandato è di otto anni e non è rinnovabile a scadenza; la preparazione delle riunioni del Consiglio Direttivo; l'attuazione delle scelte di politica monetaria da parte dell'Eurosistema e che sono messe in pratica dalle varie BCN; l'esercizio di poteri speciali delegati dal Consiglio Direttivo; la gestione degli affari correnti della BCE³. Il Consiglio Direttivo è formato dai membri del Comitato Esecutivo più tutti i governatori delle BCN dei Paesi che hanno adottato l'Euro. Si occupa principalmente di fissare gli indirizzi di politica monetaria e coordinare l'attività dell'Eurosistema. Il Consiglio Generale si occupa principalmente di fornire indirizzi e consigli ai Paesi che hanno richiesto di far parte dell'area-euro⁴. Tuttavia, il Consiglio Generale viene considerato da alcuni come l'organo meno importante della BCE.

2.2 La politica monetaria: obiettivi perseguiti, principali differenze con la FED e il Meccanismo Unico di Trasmissione

Il primo obiettivo perseguito dalla BCE è la stabilità dei prezzi ovvero il controllo dell'inflazione, che deve attestarsi su un valore prossimo ma non superiore al 2%⁵. Controllare l'inflazione implica alcuni vantaggi: ad esempio favorisce la crescita economica; incentiva l'erogazione e la circolazione del credito⁶; favorisce gli investimenti e la competizione tra i vari soggetti ed operatori economici. Oltre che la lotta all'inflazione, la politica monetaria persegue altri obiettivi come ad esempio mantenere alto il livello di occupazione, la stabilità nel mercato dei cambi; la stabilità dei tassi d'interesse; la stabilità nei mercati finanziari e lo sviluppo economico. La BCE opera secondo un mandato definito gerarchico ovvero principalmente si preoccupa di stabilizzare il livello dei prezzi e, solo dopo aver raggiunto tale obiettivo, persegue i restanti. Al contrario la Federal Reserve System (FED) opera secondo un mandato definito duale cioè, pone gli obiettivi della politica monetaria tutti allo stesso livello. La FED può essere comunemente definita come la "BCE degli Stati Uniti d'America", pur essendo strutturata in maniera diversa. Essa infatti è composta dal Federal Reserve Banks (FRB), il Consiglio dei Governatori del Federal Reserve System, il Federal Open Market Committee (FOMC), il Federal Advisory Council e circa 2000 banche commerciali membri⁷. Un altro aspetto importante da analizzare riguardo la BCE è il grado d'indipendenza e di autonomia rispetto alle BCN e agli altri istituti europei. Vi è in primis un'indipendenza istituzionale della BCE (ma anche della BCN e dei membri dei vari organi decisionali) nel ricevere indirizzi dai capi di stato e di governo che possano, in qualche maniera, influenzare le scelte di politica monetaria. Oltre che indipendente dal punto di vista istituzionale, la BCE gode di indipendenza personale relativa cioè alla durata del mandato dei membri della BCE ovvero mandato di 8 anni non rinnovabile. Ulteriori forme di indipendenza della BCE rispetto agli altri organismi

internazionali risiedono nel carattere funzionale-operativo (ad esempio la BCE è il solo ente giuridico che ha il potere di stampare moneta legale), finanziario (redige un bilancio separato rispetto a quello dell'Unione Europea e il capitale della BCE è costituito dai versamenti fatti direttamente dalle BCN) e organizzativo⁸. Il Meccanismo di Trasmissione della politica monetaria è l'insieme dei canali e degli strumenti operativi di cui si avvale la BCE, per raggiungere gli obiettivi prefissati influenzando l'economia nel suo complesso. Possiamo definire questo *modus operandi* con l'espressione "meccanismo a cascata". La BCE, cioè, mette in atto una serie di strumenti operativi convenzionali e non di politica monetaria, intervenendo sugli obiettivi di medio termine (gestendo ad esempio i tassi d'interesse che incidono sull'offerta di credito e la quantità di moneta in circolazione) al fine di agire direttamente sugli obiettivi di lungo periodo.

3. Gli strumenti operativi convenzionali

Tra gli strumenti operativi convenzionali di politica monetaria a disposizione della BCE includiamo: le operazioni di mercato aperto (OMA), operazioni su iniziativa delle controparti e le riserve obbligatorie. Le OMA sono poste in essere dalle BCN su iniziativa della BCE e riguardano operazioni di acquisto e/o vendita di strumenti finanziari per immettere o ridurre la liquidità nel sistema, gestendo allo stesso tempo i tassi d'interesse nel breve periodo. Sono operazioni definite pronti c/termine (vendita di strumenti finanziari con obbligo o patto di riacquisto a scadenza per la controparte emittente) ed è la stessa BCE a disciplinarne il loro funzionamento. Si distinguono in operazioni di rifinanziamento principali (aste standard, con frequenza e scadenza settimanale); operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (aste standard, con frequenza mensile e scadenza trimestrale); operazioni di tipo fine tuning, poste in essere per gestire improvvise fluttuazioni di liquidità nel sistema; operazioni di tipo strutturale che riguardano aste standard che consentono acquisti e vendite definitivi sul mercato secondario⁹. Nelle operazioni su iniziativa delle controparti, sono le stesse BCN che richiedono alla BCE di parteciparvi. Si distinguono tra operazioni di tipo marginale e depositi presso le banche centrali. Le operazioni su iniziativa delle controparti hanno scadenza overnight (il giorno successivo) ma per prenderne parte, le BCN devono presentare idonee garanzie rappresentate da strumenti finanziari a fronte dell'operazione posta in essere. Il titolo infatti viene trasferito temporaneamente alla BCE. Attraverso le operazioni di deposito una banca versa i propri fondi direttamente alla banca centrale nazionale con scadenza e un tasso d'interesse prestabilito overnight¹⁰. Mediante le riserve obbligatorie, le BCN hanno l'obbligo di versare direttamente alla BCE una certa somma di denaro rappresentata da una quota parte del loro patrimonio. Tale parte è rappresentata da un aggregato di bilancio formato da depositi a vista, depositi con scadenza inferiori a 24 mesi, depositi rimborsabili con un preavviso inferiori a 24 mesi e titoli di debito con scadenza originaria sino a 24 mesi¹¹. La liquidità del sistema viene gestita variando il coefficiente da depositare presso le BCN: se si vuole aumentare l'offerta di moneta si ridurrà tale

coefficiente in modo da aumentare la disponibilità finanziaria della banca. Al contrario, si aumenta tale coefficiente se si vuole ridurre la liquidità all'interno del sistema.

4. Gli strumenti operativi non convenzionali

Oltre agli strumenti convenzionali di politica monetaria appena descritti, la BCE ha a disposizione altri strumenti per gestire e definire la politica monetaria. Tali strumenti vengono comunemente definiti strumenti operativi non convenzionali e tra essi si richiamano: il Quantitative Easing (QE), Credit Easing, Covered Bond Purchased Programme (CBPP), Long Term Refinancing Operation (LTRO), Targeted Long Term Refinancing Operation (TLTRO), Outright Monetary Transaction (OMT), European Financial Stability Mechanism (EFSM) e l'European Stability Mechanism (ESM). Per Quantitative Easing (QE) si intende l'azione diretta di una banca centrale (in questo caso la BCE) rivolta all'acquisto di titoli di stato di Paesi che sono in particolari situazioni di difficoltà. Si tratta dunque, di uno strumento di politica monetaria a carattere espansionistico, rivolto essenzialmente ad aumentare la base monetaria soprattutto durante un periodo di crisi economica. La Bce, quindi, acquistando direttamente dalle banche i titoli di stato, ne fa aumentare il prezzo ed immette liquidità all'interno del sistema bancario. Per tali acquisti, la BCE applica un tasso d'interesse molto basso (Credit Easing) al fine di poter favorire l'erogazione e la circolazione del credito a famiglie e imprese. In virtù di questa politica accomodante della BCE, tali soggetti otterranno non solo più credito ma anche un risparmio di risorse finanziarie dovuto al riconoscimento di un minore tasso d'interesse a scadenza del prestito. Si ottiene, dunque, un aumento dei consumi e degli investimenti che stimola la crescita economica e l'occupazione. Con l'aumento dei prezzi, la BCE raggiunge un livello d'inflazione prossimo ma non superiore al 2%¹². Il QE è stato lanciato ufficialmente dalla BCE nel Marzo 2015 ed inizialmente ha riguardato l'acquisto di titoli di stato per un importo complessivo di 60.000.000.000 € al mese, salito successivamente a 80.000.000.000 € al mese nel 2016, per poi diminuire nuovamente a 60.000.000.000 € al mese nel 2017, 30.000.000.000 € a gennaio 2018 e 15.000.000.000 € a ottobre/dicembre 2018. Contestualmente la BCE, ha mantenuto invariati i tassi d'interesse fino all'estate del 2019 e per tutto il periodo necessario¹³. La scelta di interrompere il QE è stata confermata dallo stesso Presidente della BCE Mario Draghi il quale ha dichiarato che «[...] dopo un'attenta valutazione dei progressi fatti, la cui conclusione verso l'aggiustamento dell'inflazione verso l'obiettivo è sostanziale [...]» e in ogni caso la BCE «[...] è pronta a rivedere i propri strumenti di politica monetaria per assicurare il necessario livello di stimolo monetario. Gli acquisti di QE non stanno sparendo ma restano parte degli strumenti di politica monetaria che potranno essere utilizzati in particolari frangenti»¹⁴. Attraverso le CBPP (Covered Bond Purchased Programme), la BCE, a fronte di una garanzia, compra direttamente i debiti bancari anziché rifinanziare direttamente le banche. In questo modo non solo garantisce più liquidità nel sistema ma favorisce anche l'erogazione di credito a famiglie e imprese. Le

LTRO (Long Term Refinancing Operation) costituiscono una variante alle operazioni di mercato aperto a più lungo termine, perchè il rifinanziamento viene esteso a 36 mesi anzichè 3 mesi come avviene nelle OMA. La particolarità delle TLTRO (Targeted Long Term Refinancing Operation) risiede nel fatto che esse sono riservate alle banche nella misura iniziale del 7% dei prestiti effettuati. Tale limite aumenta in funzione dell'aumentare dei prestiti erogati nel periodo di riferimento¹⁵. Le OMT (Outright Monetary Transaction) riguardano operazioni di acquisto definitivo da parte della BCE di titoli di Stato a condizione che i Paesi che ne hanno fatto richiesta, si impegnino ad attuare riforme strutturali, politiche di austerità e richiedere l'intervento dell'EFSF o dell'ESM. Ad oggi, le OMT non sono mai state attuate. L'ESM (European Stability Mechanism) o Fondo Salva Stati è un meccanismo di risoluzione delle crisi riservato ai Paesi dell'euro-zona. Consiste nell'immettere all'interno del mercato, strumenti finanziari con l'obiettivo di raccogliere risorse finanziarie da destinare ai Paesi che ne hanno fatto richiesta. La cifra massima stanziabile è di circa 500.000.000.000 €. L'EFSM (European Financial Stability Mechanism) che ha sostituito nel 2013 l'EFSF, è un meccanismo che consente alla Commissione Europea di raccogliere fino a 60.000.000.000 € sui mercati finanziari da erogare ai Paesi in difficoltà. La particolarità del EFSM consiste nel presupposto che i Paesi richiedenti paghino direttamente gli interessi passivi contratti dalla Commissione Europea a tassi d'interesse agevolati¹⁶.

5. La gestione della crisi finanziaria europea

Diverse sono le cause che hanno portato allo scoppio nel 2008 della crisi finanziaria negli Stati Uniti, la cui chiara ed evidente manifestazione si è avuta con il fallimento della Lehman Brothers, storica banca americana. Una delle cause principali è da ricercare nella concessione, da parte degli istituti di credito, dei cosiddetti mutui subprime ovvero mutui concessi a soggetti con un basso merito creditizio e la cui capacità di rimborso e solvibilità è fortemente compromessa. Nel giro di poco tempo, la crisi finanziaria si è diffusa anche in Europa, mettendo a serio rischio la stabilità economica e la stessa esistenza dell'Unione Europea. Uno dei Paesi europei maggiormente colpiti è stata la Grecia a causa del suo elevato debito pubblico che ha rischiato di mandare in default l'intera nazione. Nel 2010, dopo incessanti trattative tra lo stato greco, la BCE, l'Unione Europea e il Fondo Monetario Internazionale (FMI), che insieme formano la Troika, si è deciso di approvare un pacchetto di aiuti triennali per un valore complessivo di 110.000.000.000 € a patto che lo Stato greco si impegnasse ad attuare pesanti riforme strutturali e un rigoroso controllo della spesa pubblica. Per contrastare la speculazione finanziaria, la BCE è intervenuta attraverso il SMP (Security Market Programme) per migliorare l'efficienza e l'operatività dei mercati finanziari¹⁷. Dopo la Grecia, paesi come la Spagna, il Portogallo, l'Irlanda e nel 2011 l'Italia, hanno avanzato richiesta di partecipazione all'EFSF, EFSM e EFM per fronteggiare la crisi finanziaria che si era abbattuta sui loro debiti sovrani e sulla loro economia. In un simile contesto, è stato

evidenziato un indicatore economico conosciuto fino ad allora solamente dagli economisti e dagli addetti ai lavori: lo spread finanziario. Con tale espressione si intende la differenza di rendimento, in termini di interesse, fra un titolo di stato di un Paese che gode di ottima solvibilità e il rendimento di un titolo di stato che, al contrario, non ha una buona capacità di rimborso¹⁸. Dire ad esempio che lo spread tra BTP/Bund è pari a 300 punti base, significa che l'Italia paga in termini percentuali, il 3% in più di interessi sui suoi titoli di stato rispetto agli omologhi titoli tedeschi. Data la sua notevole importanza, lo spread può essere definito come " il termometro dell'economia". Questo perchè, se ad esempio lo spread BTP/Bund aumenta, lo Stato italiano è costretto a riconoscere un maggiore tasso d'interesse sui titoli emessi per incentivare gli investitori a comprare i suoi titoli. Inoltre, uno spread elevato implica che le banche hanno maggiore difficoltà ad accedere al credito, poichè i datori di fondi richiederanno un tasso d'interesse maggiore. Di conseguenza, le banche richiederanno un tasso d'interesse maggiore ai propri clienti per coprire le perdite subite. Questo ovviamente non fa bene all'economia, perchè un maggiore tasso d'interesse aggrava ed accresce ulteriormente il debito pubblico nazionale e distorce gli investitori ad investire le loro risorse finanziarie nel nostro Paese. Nell'estate del 2011, lo spread BTP/Bund raggiunse il record storico di 574 punti base e una tale situazione non solo aggravò la situazione finanziaria italiana ma mise in pericolo la tenuta e la stessa esistenza della moneta unica. Per fronteggiare tale situazione, i Paesi dell'UE firmarono ed adottarono il Fiscal Compact, ovvero un accordo con cui si obbligarono i Paesi aderenti, da un lato, a raggiungere il pareggio di bilancio (divieto di conseguire una spesa pubblica in misura maggiore dello 0,5% delle entrate conseguite) e, dall'altro lato, ad intraprendere un percorso di riduzione del debito pubblico in misura pari a 1/20 l'anno. Contestualmente la BCE è intervenuta utilizzando i diversi strumenti di politica non convenzionali a sua disposizione, come descritto nel precedente paragrafo. L'elezione di Mario Draghi alla presidenza della BCE rappresenta un momento fondamentale nella gestione della crisi finanziaria. Dal momento del suo insediamento a Francoforte nel 2011, infatti, Mario Draghi è corso in aiuto dell'economia lanciando, in prima abbattuta, le LTRO per un valore complessivo di circa 1.000 miliardi di euro con l'intenzione di aumentare la quantità di moneta in circolazione e favorire l'erogazione di credito bancario a famiglie e imprese¹⁹. Nonostante questo primo importante intervento di politica monetaria non convenzionale, la speculazione e la turbolenza sui mercati finanziari non si ridusse e Mario Draghi in un celebre discorso pronunciò queste parole: «[...] within our mandate, the ECB is ready to whatever it takes to preserve the Euro and believe me, it will be enough[...]»²⁰. Il suo "whatever it takes" ebbe subito un effetto positivo sui mercati finanziari, tanto che un commentatore del Financial Times le descrisse come "le tre parole più efficaci della storia dopo, quelle di Giulio Cesare veni, vidi, vici"²¹. Dopo queste parole infatti, i titoli di stato italiani e spagnoli collocati sui mercati secondari registrarono un improvviso incremento rispettivamente del +48% e del +43% rispetto ai titoli collocati da Francia e Germania²².

6. Conclusioni

In conclusione, possiamo affermare che la presenza di una banca centrale come la BCE che ha il potere di gestire l'offerta di moneta sul mercato è fondamentale in quanto può agire in maniera tempestiva e autonoma per gestire particolari situazioni di difficoltà e stress finanziario. Prima dell'introduzione dell'euro e della BCE, infatti, ciascun Paese europeo godeva di una propria sovranità monetaria ed aveva la possibilità di svalutare e stampare liberamente la propria moneta se lo riteneva necessario. Tuttavia, l'evidenza empirica mostra come la sola stampa di moneta non è la soluzione migliore per finanziare ad esempio il deficit pubblico perchè essa crea inevitabilmente inflazione e conduce la gente a liberarsi della moneta nazionale per comprare valuta estera. Basta prendere in esame, ad esempio, la situazione di iper-inflazione (inflazione maggiore di 3 cifre decimali) e di crisi economica in cui versa il Venezuela. D'altra parte, alcune misure europee adottate durante la crisi finanziaria possono essere oggetto di critica. Le politiche di austerità e di rigore economico si sono dimostrate strumenti inefficaci, come è stato recentemente dichiarato dal Presidente della Commissione Europea Jean-Claude Juncker il quale ha evidenziato che l'austerità verso la Grecia è stata " piuttosto avventata" . Ad avviso di chi scrive, quando si è in uno stato di recessione e di crisi economica non bisogna ricorrere all'austerità ma, al contrario, bisogna immettere liquidità nel sistema economico ed incentivare soprattutto l'erogazione del credito e la spesa pubblica per investimenti seguendo la "logica keynesiana" e senza richiedere in cambio tagli drastici di bilancio. Con la Grecia, al contrario, si è scelto volontariamente la strada opposta, basata cioè su tagli alla spesa pubblica, alla sanità, all'istruzione e alla previdenza sociale che hanno portato di fatto portato, come risultato finale, ulteriore impoverimento e perdita della dignità personale.

Note e riferimenti bibliografici

1 Cfr.: Mishkin S.F. et alii., Istituzioni e Mercati Finanziari (edizione italiana a cura di Forestieri R.), ottava edizione, Pearson Italia S.p.A., Milano, 2015, p.189.

2 Ibidem.

3 Ivi, p.191.

4 Ibidem.

5 Per stabilità dei prezzi ci si riferisce alla lotta all'inflazione e alla deflazione. Nel primo

caso si intende un aumento del livello generale dei prezzi. L'inflazione si misura attraverso il calcolo dell'IPC (Indice dei Prezzi al Consumo) dato dal rapporto fra il prezzo di un paniere di beni e servizi dell'anno corrente e il prezzo di un paniere di beni e servizi dell'anno base. Per l'area euro si calcola IPCA (Indice Prezzi al Consumo Armonizzato). Nel secondo caso, al contrario, si intende una diminuzione generalizzata del livello dei prezzi.

6 I datori di fondi prestano il loro denaro ad un tasso d'interesse inferiore. Essi infatti sono sicuri che a scadenza, il denaro loro rimborsato non perderà valore per effetto dell'aumento dei prezzi.

7 Ivi, p.194.

8 Ivi, pp. 196 e 197. Per un ulteriore approfondimento si consulti il Trattato di Maastricht del 1993.

9 Cfr.: Tabella 10.1, Istituzioni e Mercati Finanziari..., cit., p.234.

10 Cfr.: Ruozi R. et alii, Economia della banca, terza edizione, EGEA S.p.A, Milano, 2016, pp.301 e 302.

11 Ivi, p.297.

12 Cfr.: Link.

13 Cfr.: Link.

14 Ibidem.

15 Mishkin S.F. et alii., Istituzioni e Mercati Finanziari..., cit., pp.216 e 217.

16 Cfr.: Dell'Atti A., Miglietta F., Il sistema bancario e la crisi finanziaria, Cacucci Editore, Bari, 2014, p.122.

17 Ivi, pp.121 e 122.

18 Per esempio si confronta un titolo obbligazionario tedesco a scadenza decennale

(Bund) con titolo un BTP italiano di pari struttura finanziaria.

19 Ivi, pp.126 e 127.

20 "Con il nostro mandato, la BCE è pronta, ad ogni costo, a preservare l'Euro e credetemi, sarà sufficiente".

21 Ivi, p.128.

21 Cfr.: [Link](#).
