

## QUANDO LA SPESA ... PESA!

### *Inflazione, Moneta, Credito, Banca Centrale Europea e politica monetaria (4)*

#### **Il Sistema europeo delle banche centrali (SEBC)**

Il Trattato di Maastricht (1992) ha istituito il **Sistema europeo delle banche centrali (SEBC)**, costituito dalla Banca centrale europea (BCE) e dalle banche centrali nazionali dei 27 Stati membri dell'Unione europea (Eurosistema), indipendentemente dall'adozione della moneta unica da parte di alcuni di questi Stati.

Dal 1° gennaio 1999, la Banca centrale europea (BCE) ha assunto la responsabilità della conduzione della politica monetaria per l'area dell'euro, che rappresenta la seconda maggiore economia al mondo dopo gli Stati Uniti (ranking FMI, WB e CIA).

L'area dell'euro è nata nel gennaio 1999, quando le banche centrali nazionali (BCN) di 11 Stati membri dell'Unione europea (UE) hanno trasferito alla BCE le proprie competenze in materia di politica monetaria. La Grecia vi ha aderito nel 2001, la Slovenia nel 2007, Cipro e Malta nel 2008, la Slovacchia nel 2009, l'Estonia nel 2011, la Lettonia nel 2014, la Lituania nel 2015 e la Croazia nel 2023.

Per aderire all'area dell'euro i paesi hanno dovuto soddisfare i criteri di convergenza; tale condizione si applicherà anche agli altri Stati membri dell'UE che in futuro adotteranno la moneta unica. I criteri di convergenza definiscono, sul piano economico e giuridico, i presupposti per partecipare con successo all'Unione economica e monetaria.

I criteri di convergenza o parametri di Maastricht, cioè i requisiti economici e finanziari che gli Stati dell'Unione europea devono soddisfare per l'ingresso nell'Unione economica e monetaria dell'Unione europea sono:

- 1. Stabilità dei prezzi.** Il tasso d'inflazione non può essere maggiore di 1,5 punti percentuali rispetto al tasso dei tre Stati membri che hanno conseguito i migliori risultati.
- 2. Finanze pubbliche sane e sostenibili.** Il paese non dovrebbe essere soggetto alla procedura per i disavanzi eccessivi.
- 3. Stabilità del tasso di cambio.** Il paese deve partecipare al meccanismo di cambio (ERM 2) per almeno due anni senza deviazioni di rilievo rispetto al tasso di cambio centrale dell'ERM 2 e senza svalutazioni del tasso di cambio centrale bilaterale della sua moneta nei confronti dell'euro nello stesso periodo.
- 4. Tassi d'interesse a lungo termine.** Il tasso d'interesse a lungo termine non dovrebbe essere maggiore di due punti percentuali rispetto al tasso dei tre Stati membri che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi.

Quando un paese non appartenente alla zona euro entra nell'ERM 2, la sua valuta nazionale è vincolata all'euro a un **tasso di cambio centrale** concordato con gli Stati membri della zona euro, con i paesi non appartenenti alla zona euro che già partecipano all'ERM2 e con la BCE e la partecipazione della Commissione. È quindi autorizzata una **fluttuazione della valuta entro il limite standard del 15%** al di sopra o al di sotto di questo tasso di cambio centrale concordato.

La partecipazione all'ERM2 è facoltativa, ma costituisce una tappa obbligatoria verso l'adesione alla zona euro. Dal 2018, per aderire all'ERM2 i paesi devono anche aver avviato una stretta cooperazione con il meccanismo di vigilanza unico della Banca centrale europea e aver attuato specifici impegni politici.

I candidati all'adesione alla zona euro devono inoltre garantire che la legislazione nazionale sia compatibile con il trattato e con lo statuto del sistema europeo di banche centrali (SEBC) e della BCE.

Il trattato e lo statuto prevedono l'indipendenza delle banche centrali.

## La Banca centrale europea

La base giuridica della politica monetaria unica è definita dal **Trattato sul funzionamento dell'Unione europea** e dallo **Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea**. Lo Statuto ha posto in essere la BCE e il Sistema europeo di banche centrali (SEBC) dal 1° giugno 1998. La Banca centrale europea costituisce il nucleo dell'Eurosistema e del SEBC. La BCE e le banche centrali nazionali svolgono in collaborazione i compiti ad esse conferiti. La BCE è dotata di personalità giuridica ai sensi del diritto pubblico internazionale.

Spetta alla BCE definire e attuare la politica monetaria per l'area dell'euro, svolgere le operazioni sui cambi, detenere e gestire le riserve ufficiali dei paesi dell'area dell'euro, promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento.

L'obiettivo prioritario della BCE è il controllo dell'andamento dei prezzi. Questo tipo di obiettivo si definisce mandato individuale, in opposizione al mandato duale della *Federal Reserve*, che promuove stabilità dei prezzi e piena occupazione. Nello specifico, l'obiettivo è assicurare che il tasso di inflazione di medio periodo non superi il 2%.

Gli altri obiettivi della BCE possono essere perseguiti solo se non compromettono l'obiettivo di controllo dell'inflazione; fra tali obiettivi vi sono la promozione della pace, i suoi valori e il benessere dei popoli, lo sviluppo sostenibile dell'Europa, basato su una crescita economica equilibrata e sulla stabilità dei prezzi, su un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale, e su un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell'ambiente, il progresso scientifico e tecnologico, il contrasto all'esclusione sociale e le discriminazioni e la promozione della giustizia e della protezione sociale, la parità tra donne e uomini, la solidarietà tra le generazioni e la tutela dei diritti del minore.

L'organizzazione della BCE, basata su quella della *Bundesbank* tedesca, prevede un comitato esecutivo, a cui capo siede il presidente della BCE (il governatore), e dal consiglio direttivo costituito dai membri del comitato esecutivo e dai rappresentanti delle altre banche appartenenti all'eurosistema (con l'esclusione dei rappresentanti delle banche centrali dei paesi non aderenti all'euro); dal momento che alcuni dei paesi appartenenti all'UE non hanno ancora aderito alla moneta unica, un consiglio generale e un consiglio di vigilanza, che si occupa di vigilare sugli enti creditizi. Esistono anche 12 direzioni generali (amministrazione, analisi economica, ecc).

Gli strumenti "classici" attraverso cui la SEBC e la BCE regolano l'offerta di moneta sono: la fissazione dei tassi d'interesse di *policy* (quello sulle operazioni di rifinanziamento principali, quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi *overnight* presso la banca centrale); le operazioni di mercato aperto; le operazioni su iniziativa delle controparti, per la gestione giornaliera della liquidità; le modifiche del coefficiente di riserva obbligatorio delle banche.

Le "operazioni di mercato aperto" si svolgono tramite acquisto (o vendita) di titoli in cui si crea (o assorbe) base monetaria. Solitamente sono operazioni a "pronti contro termine", cioè temporanee, in cui ad esempio nel primo periodo si compra una certa quantità di titoli e in un periodo successivo si vende la stessa o una diversa quantità dello stesso titolo, in modo tale da permettere una certa flessibilità nell'azione della banca centrale.

Questo tipo di operazione si inserisce nel principio di libero mercato adottato dall'Unione Europea. Le "operazioni di rifinanziamento principale" sono le operazioni più importanti della BCE: infatti la maggior parte della base monetaria offerta è fornita tramite questa modalità. Un altro strumento sono le *operazioni di rifinanziamento a più lungo termine*.

Le "operazioni su iniziativa delle controparti" sono due tipi di operazioni che rispettivamente iniettano o assorbono liquidità *overnight* (dal pomeriggio alla mattina del giorno dopo).

Il rifinanziamento marginale con cui una banca chiede un prestito ad un tasso prestabilito alla banca centrale, dietro garanzia, per una necessità di liquidità.

Il deposito marginale con cui una banca deposita solitamente un eccesso di liquidità ad un certo tasso stabilito dalla Banca centrale.

La differenza tra il tasso di rifinanziamento marginale e il tasso di deposito marginale dà luogo al cosiddetto "corridoio" in cui fluttua il tasso di interesse interbancario.

Un altro strumento è la "riserva obbligatoria", una percentuale dei depositi, titoli di debito e titoli del mercato monetario con scadenza inferiore ai due anni che le banche devono depositare presso la banca centrale. Quello che conta è che nel mese considerato sia tenuta in media la percentuale richiesta con la possibilità quindi per le banche di mobilitare la riserva per necessità di liquidità senza dover richiedere liquidità al mercato interbancario.

In seguito alla crisi che nel 2008 ha colpito l'economia mondiale, la BCE ha progressivamente assunto un ruolo più interventista, sia abbassando gradualmente i tassi d'interesse, sia avviando nuovi tipi di operazioni, spesso definite collettivamente "misure non convenzionali", in opposizione agli strumenti "classici". Queste nuove misure sono:

- *Long Term Refinancing Operation* (LTRO): due operazioni con cui, a partire dal dicembre 2011, la Banca centrale ha stanziato fondi, tramite aste a tasso fisso e a piena aggiudicazione, con scadenza a 36 mesi invece dell'usuale settimana, per oltre 1000 miliardi di euro:

- *Securities Markets Programme* (SMP): programma avviato nel maggio 2010 e proseguito fino al settembre 2012, consistente nell'acquisto sul mercato secondario di titoli del debito pubblico (fermo restando il divieto stabilito nei trattati europei di acquistare tali titoli sul mercato primario);

- *Outright Monetary Transactions* (OMT): programma di acquisto di titoli di stato sul mercato secondario annunciato nel settembre 2012. La principale differenza rispetto al SMP è che in questo caso, il programma può essere avviato solo se il Paese che ne usufruisce ha prima fatto richiesta di aiuto a uno dei cosiddetti "fondi salva-Stati" (il Fondo europeo di stabilità finanziaria prima e il Meccanismo europeo di stabilità dopo).

- *Targeted Long Term Refinancing Operations* (TLTRO): due serie di operazioni portate avanti nel giugno 2014 e nel marzo 2016, simili al LTRO ma mirate a privilegiare le banche che aumentano i prestiti a imprese e famiglie.

- *Asset Purchase Programmes* (APP): programmi di acquisto diretto di titoli avviati all'inizio del 2015 con l'obiettivo di stimolare l'inflazione.

Nel corso della crisi, l'attività della BCE è stata giudicata lenta o insufficiente. In particolare veniva chiesto alla Banca centrale di assumere il ruolo di prestatore di ultima istanza, ossia di acquistare direttamente titoli di stato dei Paesi sottoposti alla pressione dei mercati, per consentire un calo degli interessi, e di effettuare una politica *monetaria* espansiva, sull'esempio degli alleggerimenti quantitativi operati della *Federal Reserve*. L'acquisto di titoli di stato sul mercato e l'aumento degli attivi di bilancio della BCE hanno solo in parte soddisfatto queste richieste, in quanto l'aumento non è stato paragonabile a quello fatto registrare dalla *Fed* durante la crisi.

## La politica monetaria

La quantità di moneta in circolazione influisce sul livello delle variabili reali del sistema economico (investimenti, consumi, ecc.). Di qui, l'importanza della politica monetaria (una branca della politica economica), cioè dell'insieme di obiettivi, strumenti e azioni utilizzati dalla banca centrale per controllare l'offerta di moneta, ossia la quantità di moneta in circolazione nel sistema economico, e orientare i mercati finanziari verso determinati obiettivi di politica economica: livello predefinito del tasso di inflazione, dell'occupazione e del tasso di crescita dell'economia.

La politica monetaria può essere espansiva o restrittiva. La politica espansiva mira ad aumentare l'offerta di credito a imprese e consumatori al fine di facilitare investimenti produttivi e consumi. Consiste nella riduzione dei tassi di interesse e nell'aumento della quantità di moneta in circolazione. La politica espansiva, dunque, viene adottata per aiutare l'economia ad uscire da periodi di recessione o di crisi.

Al contrario, la politica restrittiva mira a ridurre consumi e investimenti e a raffreddare l'economia in generale. Consiste nell'aumento dei tassi di interesse e nella riduzione della quantità di moneta. La politica restrittiva viene adottata per controllare e/o contrastare l'aumento continuo del livello generale dei prezzi (inflazione).

La politica monetaria è asimmetrica; infatti mentre la politica restrittiva raggiunge, in genere, gli obiettivi assegnatele, la politica espansiva quasi mai da sola riesce a conseguire gli scopi prefissati ma richiede il ricorso contemporaneo agli strumenti della politica fiscale e/o di bilancio. La Bce ha fatto ampio ricorso alla politica monetaria restrittiva a partire dal 2022, quando l'inflazione raggiunse l'8,3% contro l'attuale 2,4%.

Gli strumenti della politica monetaria sono:

- 1) La manovra del tasso o saggio di sconto
- 2) La manovra del tasso o saggio delle anticipazioni contro pegno di titoli
- 3) La manovra del contingente di sconto
- 4) La manovra del contingente delle anticipazioni contro pegno di titoli
- 5) Le operazioni di mercato aperto (*quantitative easing*)
- 6) La manovra delle riserve obbligatorie (o legali)
- 7) Il controllo qualitativo del credito.

Il **tasso o saggio di risconto** (TUR) è il tasso applicato dall'istituto di emissione in qualità di banca delle banche sulle operazioni di finanziamento concesse alle banche ordinarie dietro risconto dei crediti soprattutto cambiari da queste detenuti nei confronti di altri soggetti (famiglie, imprese, ecc.). La misura del tasso di risconto influenza il livello dell'intera gamma dei tassi di interesse, come il tasso di sconto, praticato dalle banche commerciali alla clientela.

Il tasso di risconto è uno strumento di politica monetaria, mentre il tasso di sconto è un tasso che consente alle banche commerciali di realizzare un profitto. A seguito della entrata in funzione della BCE, il TUR è stato sostituito dal tasso ufficiale di riferimento pagato dalle banche quando prendono denaro in prestito dalla BCE (oggi pari al 3,40%). Altri tassi praticati dalla Banca Centrale Europea sono relativi alle operazioni di rifinanziamento marginale e ai depositi *overnight* presso la BCE stessa.

Il **tasso delle anticipazioni contro pegno di titoli** è il tasso praticato dalla banca d'emissione sulle operazioni con le quali le banche ordinarie si provvedono di fondi presso la banca centrale dietro consegna in pegno di titoli del debito pubblico sui quali continuano a riscuotere gli interessi. In questo caso, la convenienza delle banche a chiedere fondi all'istituto d'emissione e, quindi, gli effetti sulla circolazione di carta moneta e sulla creazione di moneta bancaria saranno inversamente proporzionali al tasso di interesse richiesto dalla banca centrale.

Il **contingente di risconto** consiste in un limite massimo all'ammontare delle operazioni di risconto concesse dalla banca d'emissione alle banche ordinarie.

Il **contingente delle anticipazioni contro pegno di titoli** consiste in un limite massimo alle operazioni di questo tipo. Come la manovra del contingente di risconto, anche questo tipo di massimale ha acquisito una rilevanza crescente nell'ambito della politica monetaria.

Le **operazioni di mercato aperto** consistono nell'acquisto e nella vendita di titoli obbligazionari e del debito pubblico sul mercato dei valori mobiliari da parte della banca centrale per aumentare o diminuire l'offerta di moneta. Nel primo caso, l'istituto d'emissione dà in cambio moneta che, così, viene messa in circolazione, nel secondo riceve in cambio moneta che, così, viene ritirata dalla circolazione.

Oggi si parla anche di **quantitative easing** (allentamento quantitativo o alleggerimento quantitativo o facilitazione quantitativa), in sigla QE, che è stato adottato da alcune banche centrali, come la BCE nel 2015, e prima ancora in altri Paesi, come il Giappone (2006), Stati Uniti e Regno Unito (2008) principalmente per contrastare l'inflazione eccessivamente bassa. Tecnicamente non presenta differenze sostanziali con le operazioni di mercato aperto.

La **manovra delle riserve obbligatorie (o legali)**, attraverso la modifica del coefficiente della riserva obbligatoria, consiste in un aumento o in una diminuzione della percentuale dei depositi che le banche ordinarie devono tenere in forma liquida o in titoli di Stato presso di sé o presso l'istituto d'emissione a seconda che la banca centrale voglia ridurre o aumentare l'offerta di moneta. L'intervento agisce sia sulla base monetaria che sulla misura del moltiplicatore dei depositi, che è il reciproco della riserva obbligatoria (o legale).

Il **controllo qualitativo del credito** tende ad orientare ed influenzare gli effetti del controllo quantitativo per evitare che quest'ultimo colpisca individui e gruppi che si intende salvaguardare (giovani, pensionati, ecc.) oppure settori, regioni ed aree che rivestono particolare importanza per l'economia del paese (imprese esportatrici, piccole e piccolissime imprese, ecc.) o presentano qualche motivo di priorità (aree depresse, elevato livello occupazionale, ecc.).

Ai fini della politica monetaria possono essere utilizzati anche controlli di tipo amministrativo tra cui il massimale sugli impieghi bancari ed il vincolo di portafoglio. Con il **massimale sugli impieghi**, la Banca centrale stabilisce, con riferimento ad un certo periodo, le percentuali massime di incremento degli impieghi consentite alle aziende di credito e, quindi, al credito che possono concedere alla clientela. Introdotto in Italia una prima volta nel 1973, attenuato nel 1978 e abolito nel 1983, fu ripristinato per due brevi periodi tra il 1985 e il 1986 e fra il 1987 e il 1988.

Il **vincolo di portafoglio** consiste in un obbligo imposto dalla banca centrale alle aziende di credito di investire una quota dell'incremento dei depositi in determinate categorie di titoli. Costituisce uno degli strumenti utilizzati per il controllo selettivo del credito. Nell'esperienza italiana, il vincolo di portafoglio fu imposto nel 1973 agli istituti di credito speciale, reso meno stringente nel 1978 ed infine revocato nel 1986.

Attualmente, la BCE fa ricorso quasi esclusivamente alla manovra del tasso ufficiale di riferimento, al quantitative easing, alle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine e alle *cd* misure non convenzionali.