
LA POLITICA MONETARIA

(misure convenzionali)

Antonio Lo Nardo

Divisione di Analisi e ricerca economica territoriale

Banca d'Italia, Sede di Palermo

SCALETTA

- ❑ Perché la stabilità dei prezzi è cosa buona
- ❑ La quantità di moneta
- ❑ La Banca Centrale Europea e la Banca d'Italia
- ❑ Gli obiettivi della politica monetaria
- ❑ Lo strumentario
- ❑ I limiti

COMUNICATO STAMPA

10 aprile 2019



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Decisioni di politica monetaria

Nella riunione odierna il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha deciso che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,00%, allo 0,25% e al -0,40%. Il Consiglio direttivo si attende che i tassi di interesse di riferimento della BCE si mantengano su livelli pari a quelli attuali almeno fino alla fine del 2019 e in ogni caso finché sarà necessario per assicurare che l'inflazione continui stabilmente a convergere su livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio termine.

Il Consiglio direttivo intende continuare a reinvestire, integralmente, il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del programma di acquisto di attività per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui inizierà a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE, e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.

Il Presidente della BCE illustrerà i motivi di tali decisioni nella conferenza stampa che avrà luogo questo pomeriggio alle ore 14.30 (ora dell'Europa centrale).

Inflazione

aumento del livello medio complessivo dei prezzi di beni e servizi

Deflazione

diminuzione del livello medio complessivo dei prezzi

Nota bene

Questi indicatori non si riferiscono al prezzo di uno specifico bene, ma

- alla media dei prezzi
- di un ampio insieme di beni (**paniere**)
- in un certo arco temporale
- per una certa popolazione di riferimento.

PERCHÈ È PREFERIBILE LA STABILITÀ DEI PREZZI

La **stabilità** dei prezzi:

- Consente migliori scelte di consumo e di investimento

L'**inflazione** eccessiva:

- Riduce il valore della moneta e quindi il potere d'acquisto
- Aumenta il costo del credito per la componente dovuta al rischio di inflazione
- Distorce il meccanismo del prelievo fiscale (drenaggio)
- Provoca una redistribuzione arbitraria della ricchezza

La **deflazione**:

- Scoraggia consumi e investimenti

TEORIA QUANTITATIVA DELLA MONETA

$$M \times V = P \times Q$$

M = Quantità di moneta in circolazione

V = Velocità di circolazione della moneta, cioè quante volte un'unità di moneta viene scambiata nell'unità di tempo

P = indice dei prezzi

Q = Quantità di beni e servizi scambiati

Es. 10 mila euro \times V = 50 euro \times 600 oggetti \rightarrow V = 3

Con Q costante e V costante \rightarrow se aumento M, sale P

FATTORI CHE INFLUENZANO LA DINAMICA DEI PREZZI

- ❑ Nel «**breve periodo**» (che a seconda dei contesti può durare da qualche mese a due anni) la variazione del livello generale dei prezzi dipende da cambiamenti (shock) reali che inducono espansioni o contrazioni della domanda aggregata (esempio: aumento del prezzo del petrolio).
- ❑ Nel «**lungo periodo**» il livello generale dei prezzi dipende dalle variabili monetarie (offerta di moneta e tassi di interesse a breve termine).
 - Quindi: per garantire la stabilità dei prezzi nel lungo periodo è necessario **governare l'offerta di moneta**
 - La **Banca Centrale** è il soggetto deputato a tale compito

LE LEVE DELLA POLITICA MONETARIA

La **quantità di moneta** in circolazione dipende in ultima istanza dall'ammontare del circolante (banconote) in circolazione e delle riserve bancarie

La regolazione avviene tramite la fissazione dei **tassi di interesse** ai quali le banche centrali prestano fondi alle banche commerciali e remunerano i depositi da esse effettuati

Siccome le banche utilizzano i tassi fissati dalle banche centrali come base per determinare i tassi sui prestiti e sui depositi, le banche centrali hanno un controllo mediato sui tassi di interesse a breve termine nell'economia (es. prestiti bancari) e quindi sulla quantità di moneta

LA POLITICA MONETARIA IN ITALIA E IN EUROPA

- ❑ 1999 Avvio dell'area dell'euro
 - ❑ passaggio dalla lira all'euro
 - ❑ condivisione della responsabilità della politica monetaria

- ❑ 1998 istituita la **Banca centrale europea**, che insieme alle banche centrali nazionali dei paesi euro, forma l'**Eurosistema**, responsabile di condurre la politica monetaria unica

- ❑ **Obiettivo**: stabilità dei prezzi, definita come «**un aumento sui dodici mesi dello IAPC per l'area dell'euro inferiore ma prossimo al 2% nel medio termine**».

- ❑ Perché inferiore ma prossimo al 2%?
 - ❑ margine di sicurezza contro la deflazione
 - ❑ è utile mantenere un'inflazione che consenta aggiustamenti reali senza necessità di ridurre i prezzi nominali



Consiglio direttivo

organo decisionale supremo, comprende i Governatori delle BCN dei paesi che hanno adottato l'euro e tutti i membri del Comitato esecutivo della BCE.

Comitato esecutivo

responsabile per l'attuazione delle decisioni attraverso l'assetto operativo. È composto dal Presidente e dal Vicepresidente della BCE e da altri quattro membri nominati dal Consiglio Europeo.



Consiglio direttivo



Comitato esecutivo



Consiglio generale

La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema



Il ruolo della Banca d'Italia

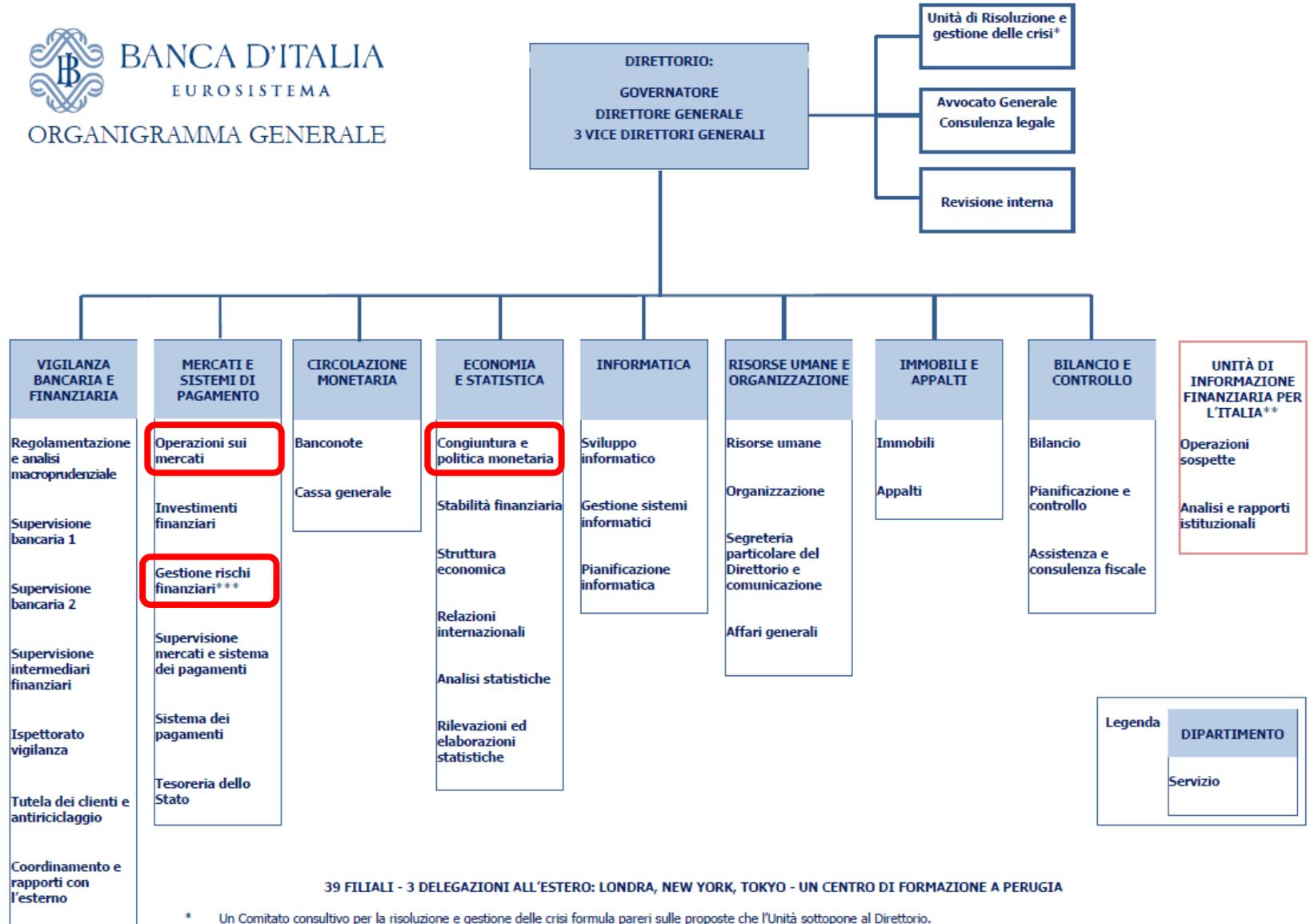
La Banca d'Italia concorre a formulare la politica monetaria per l'area dell'euro attraverso la partecipazione del Governatore al Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE).

In virtù dei principi di decentramento operativo e sussidiarietà stabiliti a livello europeo, la Banca d'Italia partecipa all'attuazione della politica monetaria.



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

ORGANIGRAMMA GENERALE



39 FILIALI - 3 DELEGAZIONI ALL'ESTERO: LONDRA, NEW YORK, TOKYO - UN CENTRO DI FORMAZIONE A PERUGIA

* Un Comitato consultivo per la risoluzione e gestione delle crisi formula pareri sulle proposte che l'Unità sottopone al Direttorio.



Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti

Depositi presso la banca centrale

(Tassi generalmente inferiori a quelli di mercato)

Operazioni di rifinanziamento marginale

(Tassi generalmente superiori a quelli di mercato)

Operazioni di mercato aperto

Operazioni di rifinanziamento principali

(Scadenza: una settimana)

Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine

Operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*)

Operazioni di tipo strutturale

Riserva obbligatoria

AGGREGATO SOGGETTO A RISERVA
Depositi, titoli di debito e titoli del mercato monetario

ALIQUOTA DI RISERVA
Per la maggior parte delle voci comprese nell'aggregato soggetto a riserva

REMUNERAZIONE
La riserva obbligatoria è remunerata al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema



1. Le operazioni di mercato aperto

Le operazioni di mercato aperto sono effettuate su iniziativa della BC

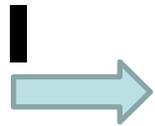
- ✓ il prestito avviene contro deposito di garanzie
- ✓ le operazioni temporanee sono il principale strumento di mercato
- ✓ la forma tecnica usuale è quella dell'asta
- ✓ criteri per definire garanzie e controparti idonee

2. Le operazioni su iniziativa delle controparti

Le banche che hanno carenza di liquidità/fondi in eccesso possono rivolgersi alla BC e attivare le operazioni di rifinanziamento marginale/di deposito a richiesta

- durata *overnight* e importo illimitato (per il rifinanziamento marginale, contro adeguate garanzie)

- tassi penalizzanti rispetto al mercato



costituiscono **il limite massimo e minimo per il tasso di interesse overnight** del mercato monetario (il c.d. corridoio)

La gestione delle garanzie

L'Eurosistema eroga finanziamenti solo a fronte di **attività finanziarie adeguate** (art. 18 dello Statuto del SEBC)

Il concetto di **adeguatezza** implica:

- che l'Eurosistema sia tutelato contro il rischio di perdite
- che un ampio novero di controparti disponga di garanzie sufficienti per ottenere la liquidità necessaria

Pertanto:

- la lista delle attività è molto ampia e comprende attività negoziabili e non
- è previsto un sistema di controllo dei rischi basato su *rating* e *haircut*

Le attività idonee devono rispondere a requisiti di merito di credito e ad altre caratteristiche finanziarie determinate nell'ambito del quadro di riferimento per la valutazione della qualità creditizia predisposto dall'Eurosistema (*Eurosystem Credit Assessment Framework ECAF*) applicato uniformemente da tutte le BCN.

3. La riserva obbligatoria

La BCE richiede agli istituti di credito di detenere riserve su conti costituiti presso le banche centrali nazionali nell'ambito del regime di riserva obbligatoria dell'Eurosistema (ROB).

- l'ammontare da detenere è determinato in relazione all'aggregato soggetto a riserva (definito in base ad alcune voci di bilancio)
- il rispetto dell'obbligo è determinato in base alla media dei saldi di fine giornata per il periodo di mantenimento (sei settimane)
- alla riserva obbligatoria è riconosciuta una remunerazione pari al tasso sulle ORP medio del periodo di mantenimento

Finalità

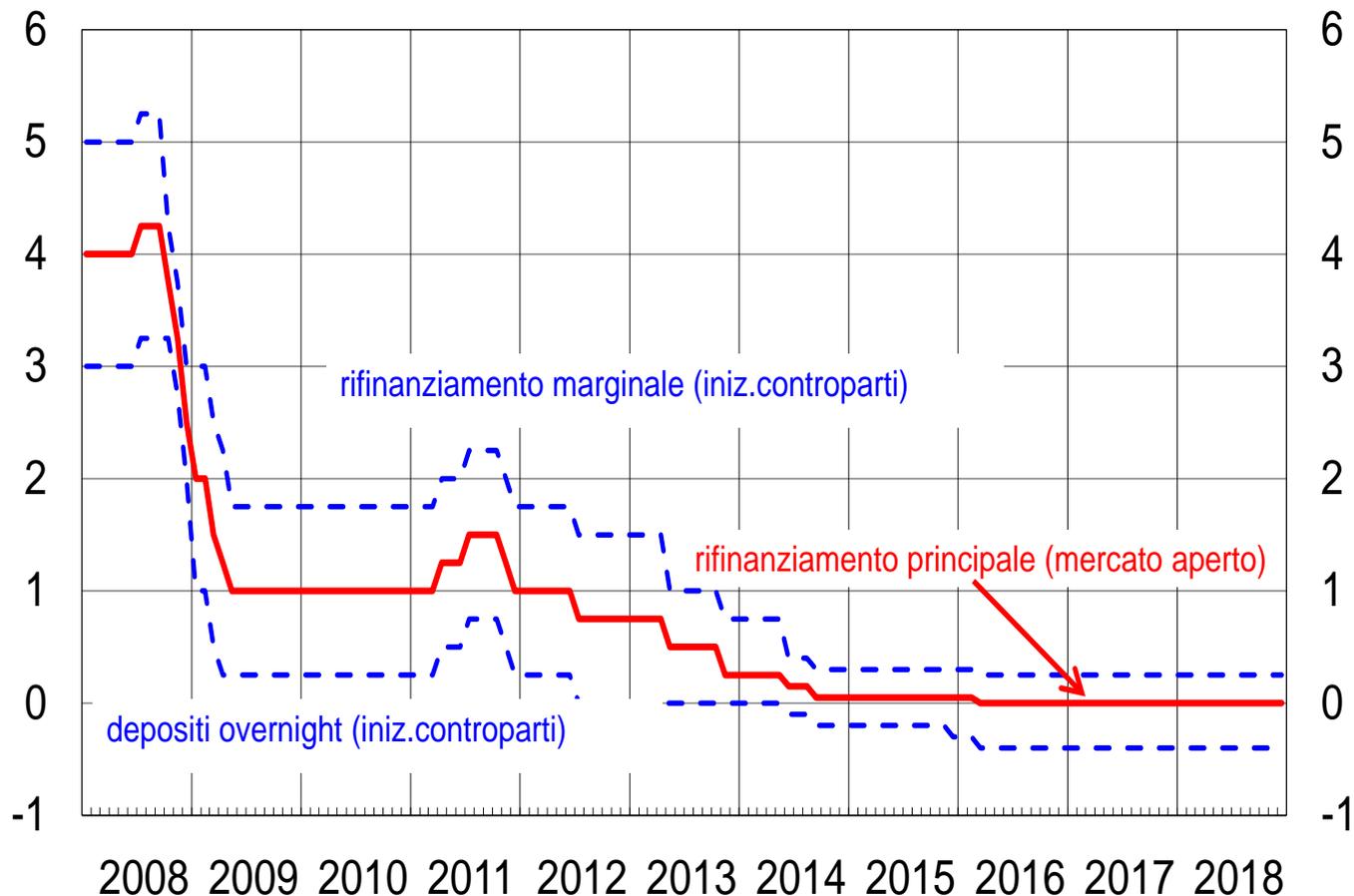
- ✓ ampliare il fabbisogno strutturale di liquidità
- ✓ stabilizzare i tassi di interesse di mercato, grazie al meccanismo della mobilitazione

IL CORRIDOIO DEI TASSI

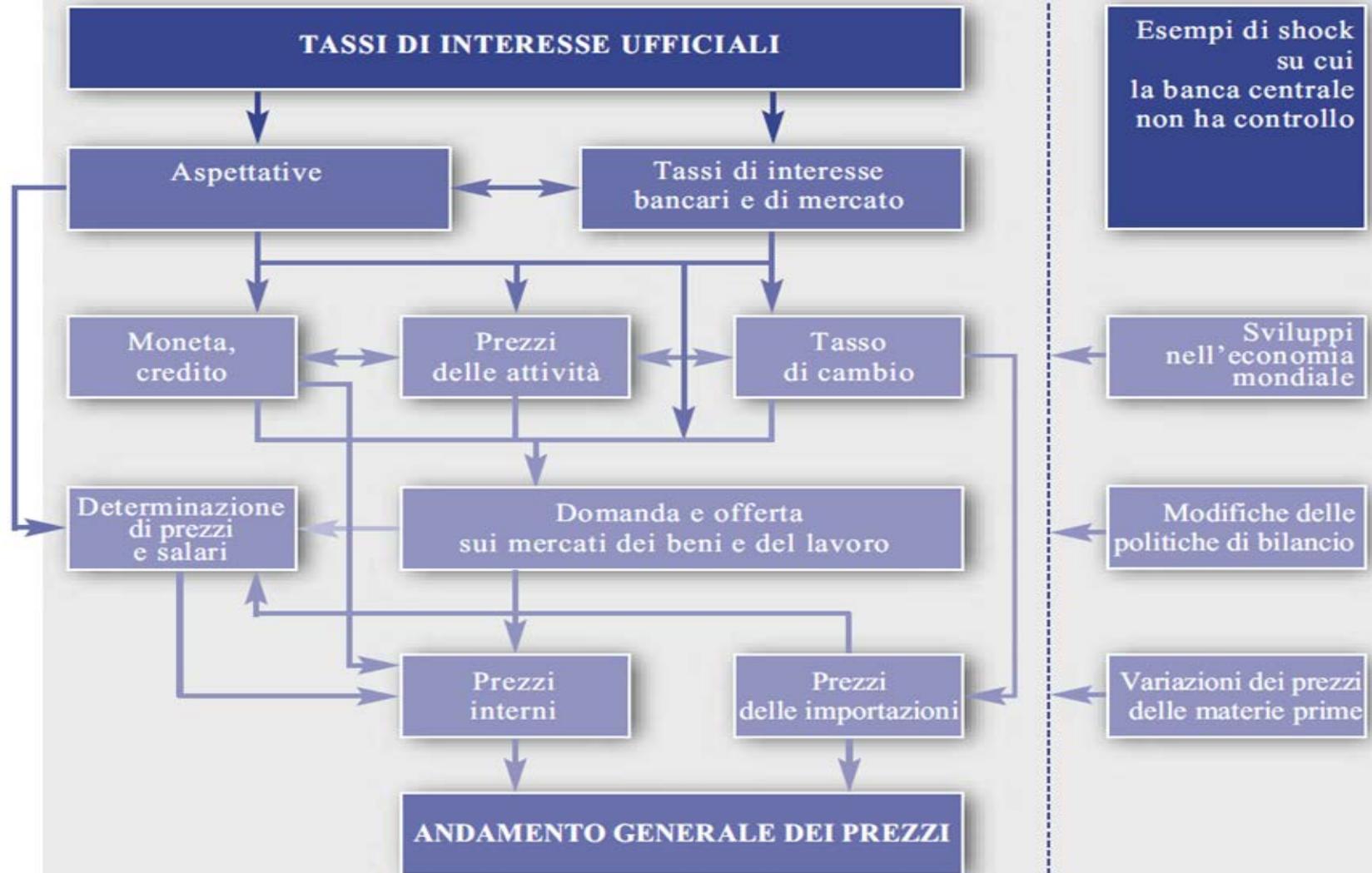
Strumenti

- OPERAZIONI DI MERCATO APERTO
- OPERAZIONI SU INIZIATIVA DELLE CONTROPARTI
- RISERVA OBBLIGATORIA

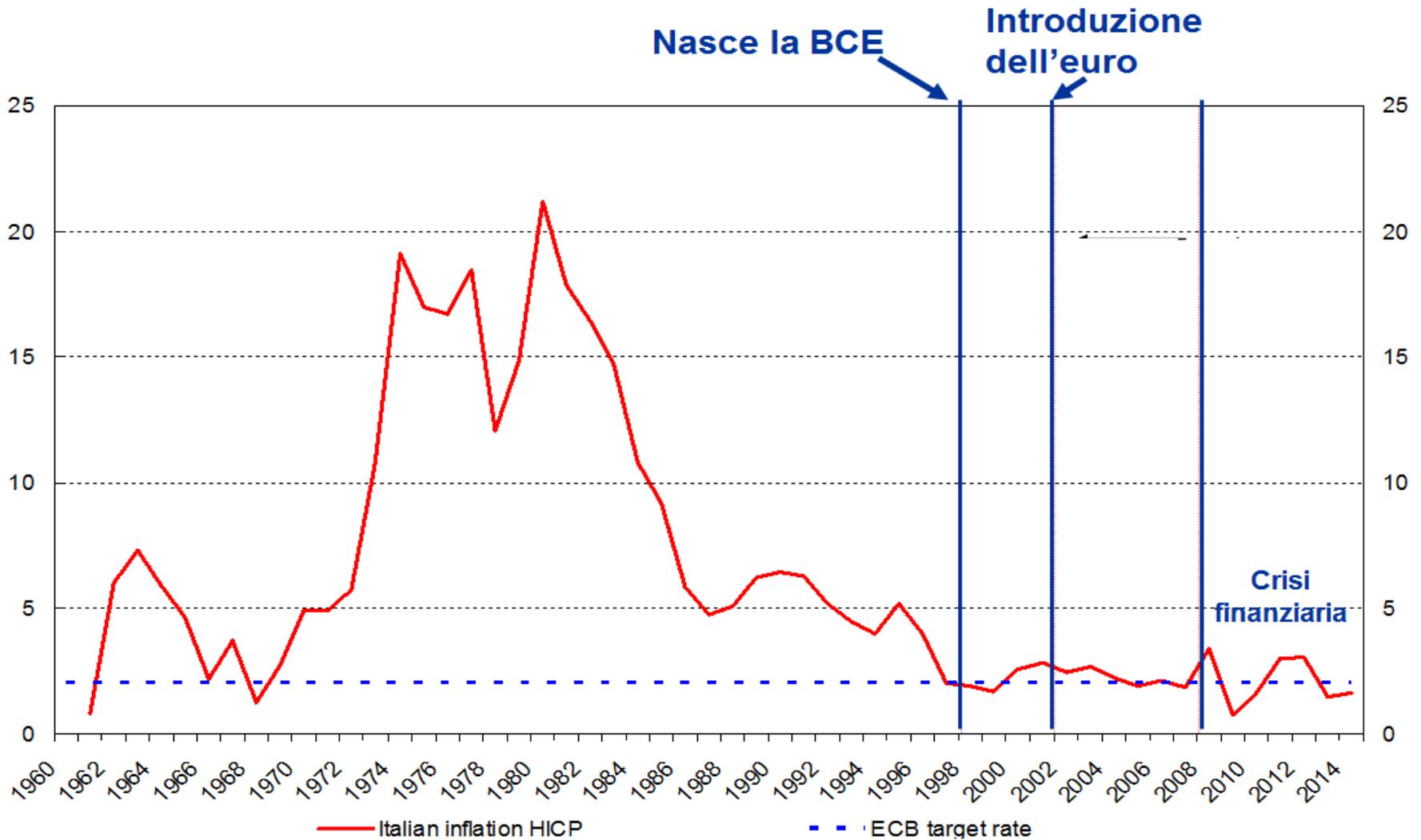
Tassi



La trasmissione della politica monetaria

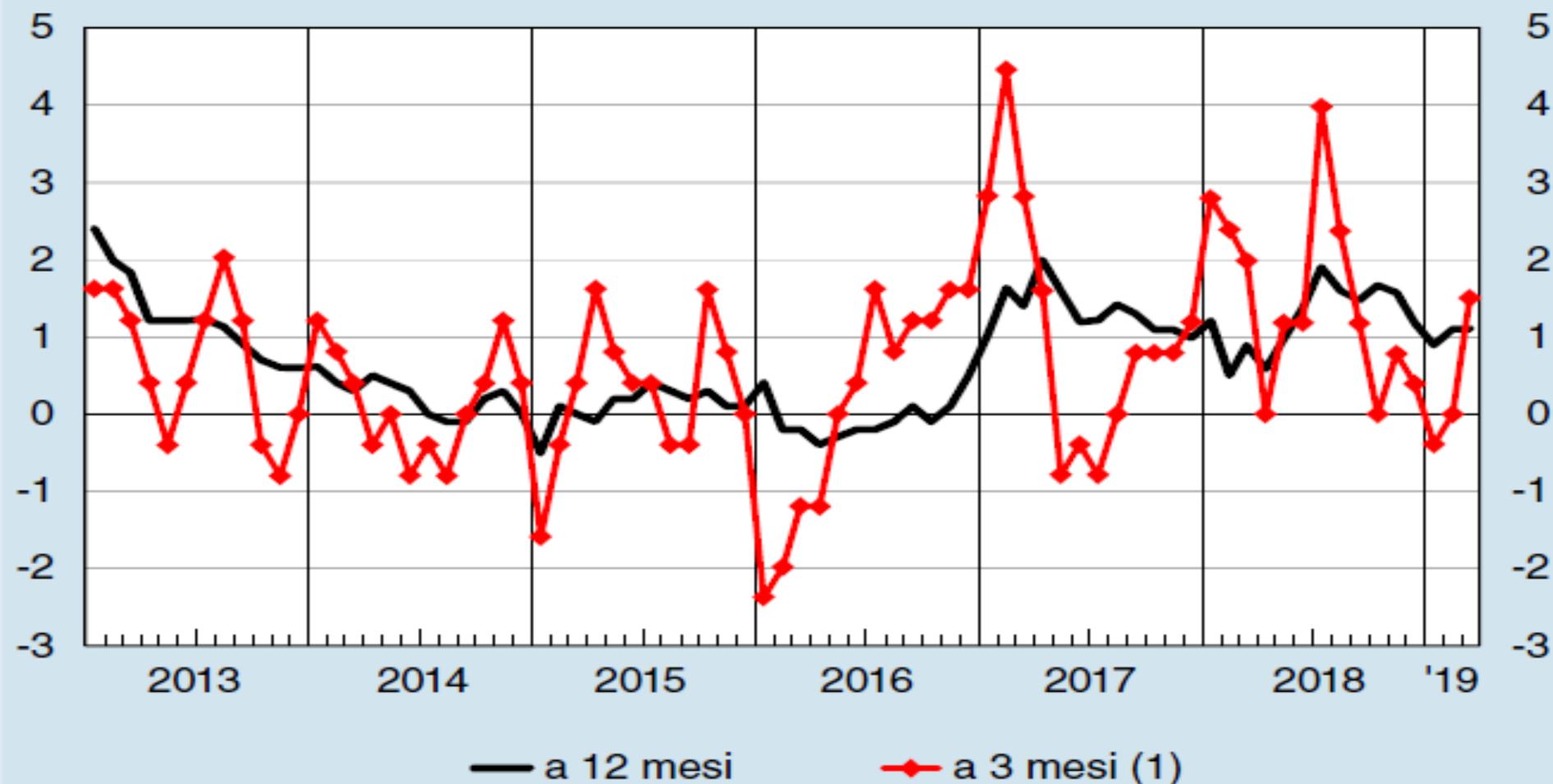


LA DISCESA DELL'INFLAZIONE IN ITALIA



Inflazione al consumo

(dati mensili;
variazioni percentuali)



IL COMUNICATO STAMPA DELLA BCE DEL 10 APRILE 2019)

Nella riunione odierna il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha deciso che i tassi di interesse sulle operazioni di **rifinanziamento principali**, sulle operazioni di **rifinanziamento marginale** e sui **depositi** presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,00%, allo 0,25% e al -0,40%. Il Consiglio direttivo si attende che i tassi di interesse di riferimento della BCE si mantengano su livelli pari a quelli attuali almeno fino alla fine del 2019 e in ogni caso finché sarà necessario per assicurare che l'inflazione continui stabilmente a convergere su livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio termine.

Il Consiglio direttivo intende continuare a reinvestire, integralmente, il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del programma di acquisto di attività per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui inizierà a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE, e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.

Riassumendo

Da cosa dipendono:	...nel breve periodo	...nel lungo periodo
A) le variabili monetarie (prezzi)	<i>da fattori reali (domanda/offerta)</i>	<i>dalla politica monetaria (quantità di moneta, tassi di interesse)</i>
B) le variabili reali (attività produttiva)	<i>dalla politica monetaria (quantità di moneta, tassi di interesse)</i>	<i>-dalle tecnologie -da fattori demografici -da fattori strutturali (infrastrutture, riforme)</i>

La politica monetaria durante la crisi: gli strumenti non convenzionali

Patrizia Passiglia

**Divisione Analisi e ricerca economica territoriale
Banca d'Italia**

Palermo, 22 maggio 2019

Le fasi della crisi

I. Crisi finanziaria globale (dal 2008):

- crisi di liquidità sui mercati interbancari
- fallimento della banca Lehman Brothers, crisi di fiducia e aumento rischio di controparte
- collasso degli scambi sul mercato interbancario, segmentazione, difficoltà di *funding* per le banche

II. Crisi del debito sovrano (2010- 2012):

- timori circa la sostenibilità del debito in alcuni paesi dell'area euro («periferici»)
- frammentazione dei flussi transfrontalieri privati tra paesi «core» e «periferici»

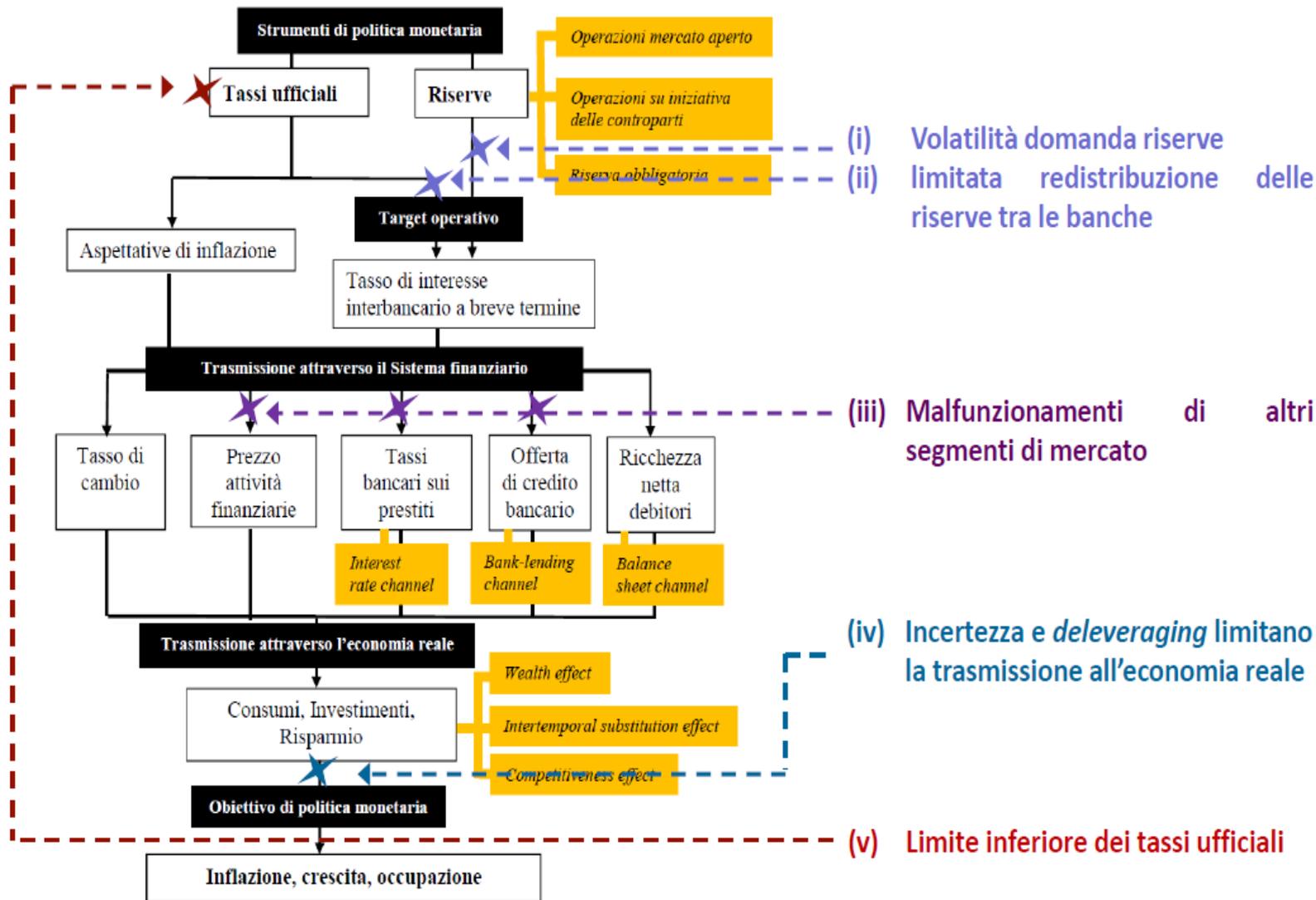
Per i paesi «periferici»:

- aumento dei rendimenti delle obbligazioni sovrane per il rischio di ridenominazione
- difficoltà di *funding* per le banche e aumento del costo della raccolta
- *credit crunch*
- propagazione della crisi a famiglie e imprese

III. Crisi economica e rischio deflazione (2013-2015):

- contrazione dei bilanci bancari (*deleveraging*)
- rischio stagnazione, calo dell'inflazione realizzata e attesa

Il meccanismo di trasmissione della politica monetaria in tempo di crisi



La politica monetaria durante la crisi

Quali problemi?

- **trasmissione:** malfunzionamento di alcuni segmenti del mercato
- **strumento:** limite inferiore dei tassi di interesse ufficiali



Le soluzioni

politiche non convenzionali che implicano un forte segnale (comunicazione) e/o una forte espansione e ricomposizione del bilancio, finalizzate a:

- «tranquillizzare» e aumentare la liquidità in specifici segmenti di mercato
- abbassare i tassi a lungo termine e fornire stimolo monetario

MISURE NON CONVENZIONALI DI POLITICA MONETARIA



POLITICA MONETARIA

Obiettivo

- **Mantenere/ripristinare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria**

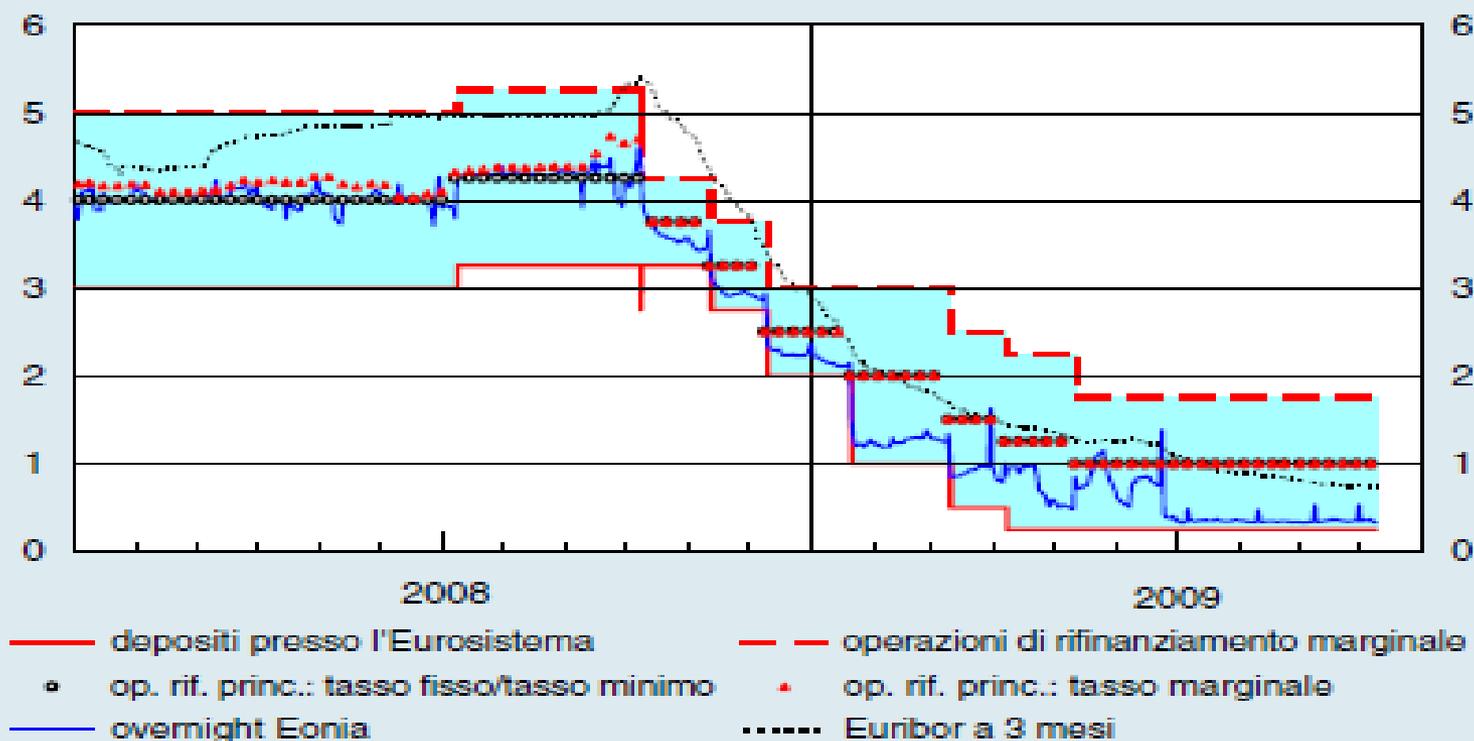
Strumenti

- **Erogazione di liquidità a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti**
- **Ampliamento dell'elenco delle attività stanziabili in garanzia**
- **Erogazione di liquidità a più lungo termine**
- **Erogazione di liquidità in valuta estera**
- **Variazione del coefficiente di riserva obbligatoria**
- **Acquisti definitivi di determinati titoli di debito**

Il quadro operativo della BCE consente una flessibilità molto ampia per far fronte a circostanze impreviste.

Crisi finanziaria globale

Tassi d'interesse ufficiali e dei mercati monetario e finanziario nell'area dell'euro (dati giornalieri; valori percentuali)



Gli interventi della BCE

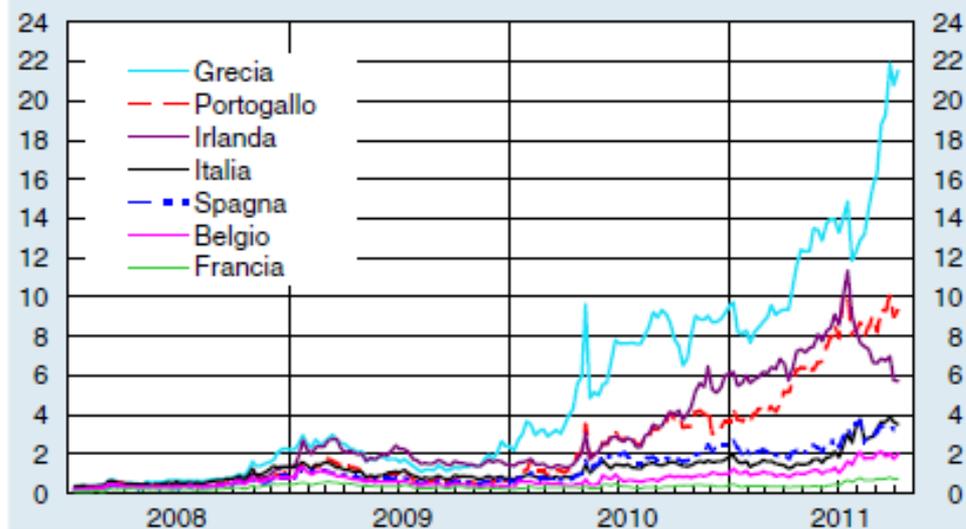
- riduzione dei tassi di interesse ufficiali (MRO all'1% a maggio del 2009)
- modalità delle operazioni di rifinanziamento
 - fondi illimitati e tasso fisso
 - aumenta la frequenza ed estensione della durata delle operazioni a più lungo termine (LTRO)
- erogazioni di liquidità in valuta (soprattutto USD)
- ampliamento delle garanzie stanziabili (*collateral*)
- acquisti di obbligazioni bancarie garantite (*Covered bond purchase programme, CBPP1*) da luglio 2009 a giugno 2010

Crisi del debito sovrano

Nel 2010 si iniziano ad osservare segnali di tensione nel mercato dei titoli di stato di alcuni paesi dell'area dell'euro (PIG).

Da luglio 2011 la crisi del debito sovrano si estende a Italia e Spagna (PIIGS) e in novembre la situazione dei mercati finanziari peggiora.

Differenziali di interesse tra titoli di Stato decennali e il corrispondente titolo tedesco
(dati di fine settimana; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg. L'ultimo dato disponibile si riferisce al 7 ottobre.

Gli interventi BCE (1/2)

- a maggio del 2010 viene attivato il *Securities Market Programme (SMP)*; acquisti di titoli pubblici sul mercato secondario), nessun target dichiarato e la liquidità immessa veniva sterilizzata; si è concluso a settembre 2012
- ad ottobre del 2011 viene deciso il secondo programma di acquisto di obbligazioni garantite (*CPBB2*) attivo fino a ottobre 2012
- a dicembre 2011 e febbraio 2012 si effettuano due operazioni di rifinanziamento a lungo termine a tre anni (*LTRO a 3 anni*) rimborsabili dopo almeno 12 mesi

Gli interventi BCE (2/2)

- si amplia il novero di attività stanziabili in garanzia nelle operazioni di rifinanziamento
- è ridotta dal 2 all'1 % l'aliquota della riserva obbligatoria.

A metà del 2012 le tensioni nei mercati dei titoli raggiungono un nuovo picco e si diffonde il timore di disgregazione dell'unione monetaria o rischio di ridenominazione.

- ad agosto/settembre 2012 a seguito del «*whatever it takes*» di Draghi vengono definite le operazioni monetarie a titolo definitivo (*Outright monetary transactions – OMT*), mai adoperate e subordinate all'adozione di programmi di aggiustamento macroeconomico.

Finalità di alcune misure

- **SMP**: contrastare le disfunzioni in termini di liquidità e spessore rilevate in alcuni segmenti di mercato ritenuti rilevanti per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria (di fatto gli interventi hanno riguardato le obbligazioni sovrane nei paesi «periferici»)
- **OMT**: scindere connessione rischio sovrano/rischio bancario e contrastare rischio ridenominazione

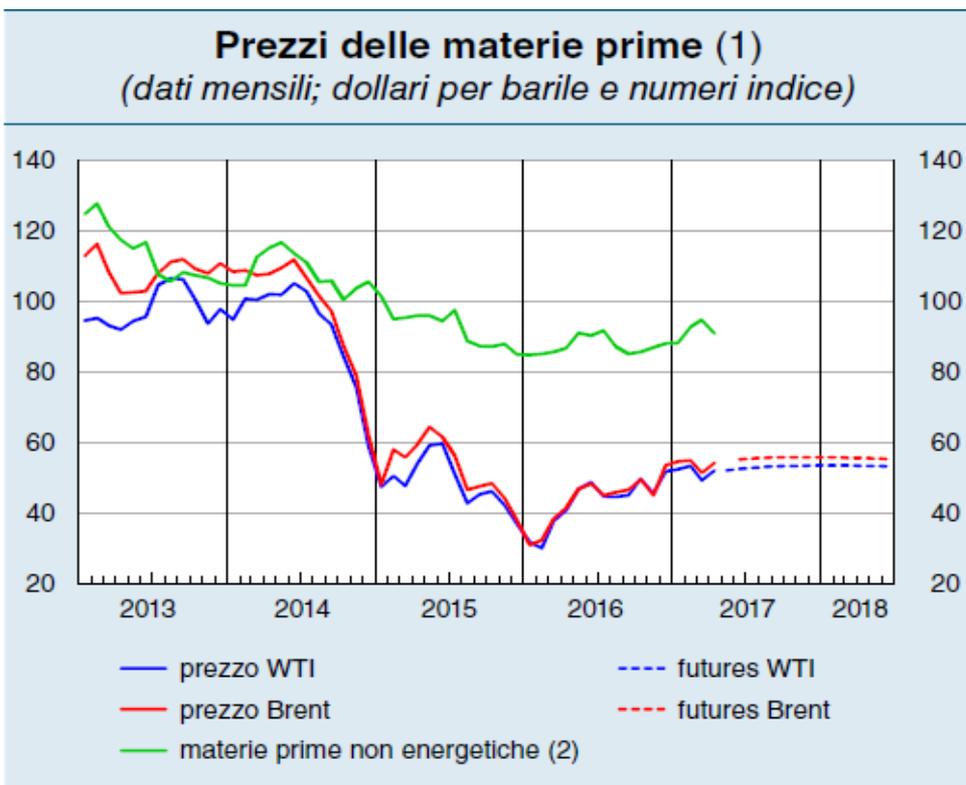
Efficacia della comunicazione



Tra il discorso di Londra e metà settembre lo spread dei rendimenti dei titoli di Stato decennali italiani e spagnoli rispetto al rendimento dei Bund tedeschi diminuisce di 100 punti base, quello portoghese di 180.

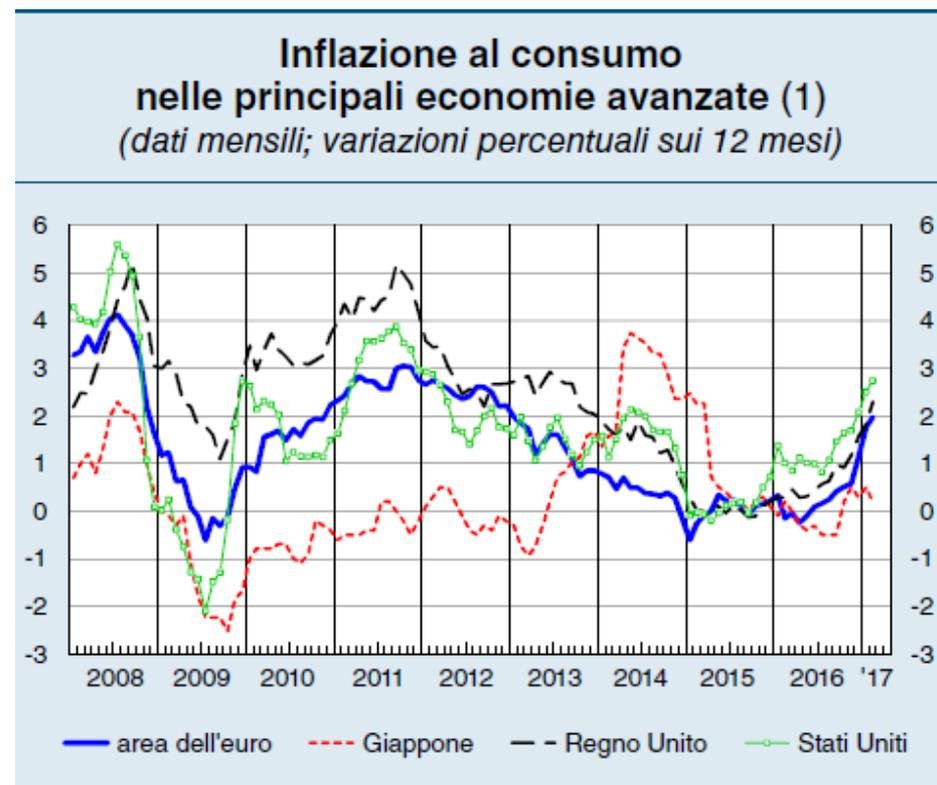
Crisi economica e rischio deflazione

Inflazione stabilmente **al di sotto dell'1% dal 2014** in poi e con trend al ribasso, influenzato anche dall'andamento del prezzo del petrolio.



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

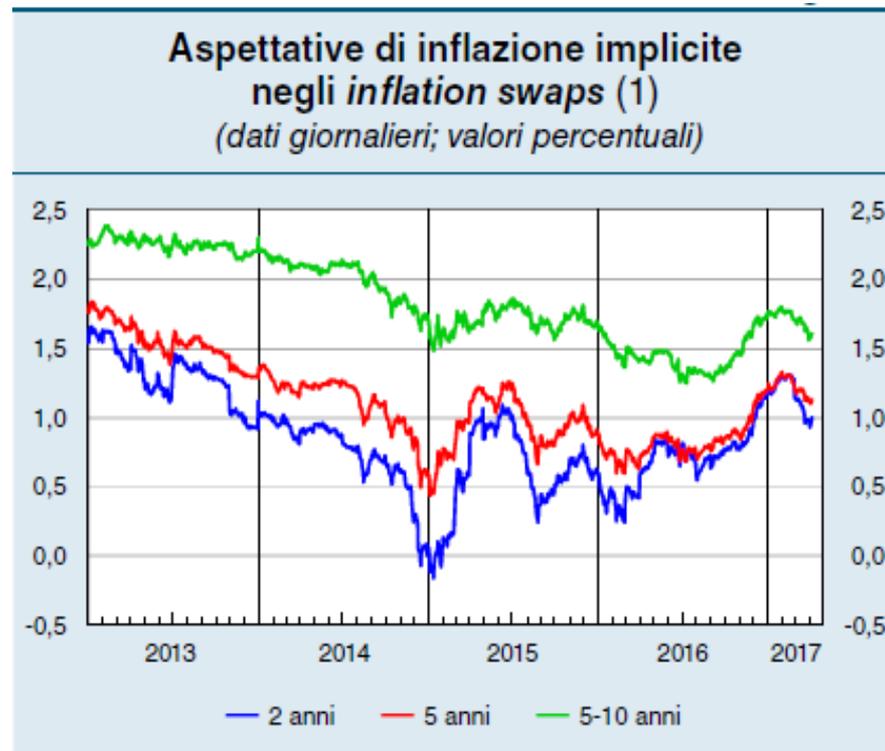
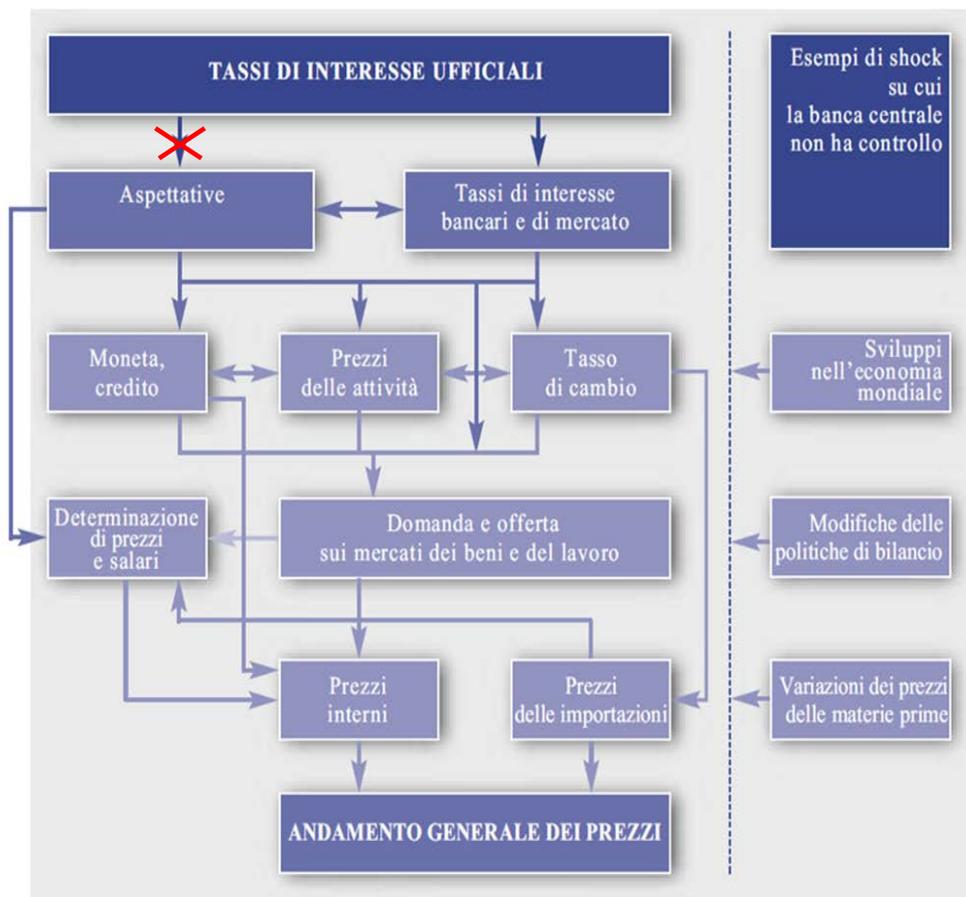
(1) Per i prezzi a pronti, dati medi mensili fino al dicembre 2016; l'ultimo dato si riferisce al 7 aprile. – (2) Indice Goldman Sachs delle materie prime non energetiche (gennaio 2010=100).



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito, prezzi al consumo armonizzati.

Aspettative di inflazione in riduzione dal 2013



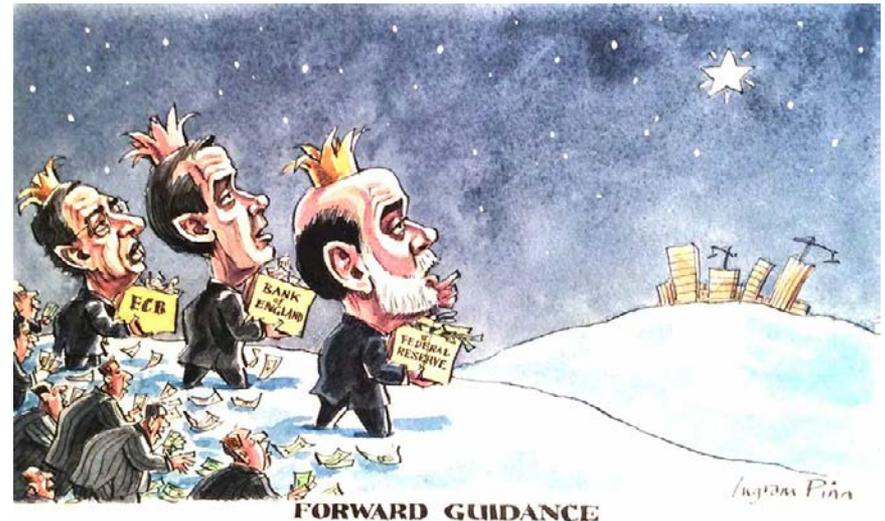
Fonte: Bloomberg.

(1) Tassi di inflazione attesi impliciti nei contratti di *inflation swaps* con durata a 2 anni, a 5 anni e a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti.

Gli interventi BCE (1/3)

- nel 2013 vengono ridotti due volte i tassi ufficiali (MRO allo 0,25 %)
- vengono fornite indicazioni prospettiche sul futuro andamento dei tassi ufficiali (**forward guidance**):

the ECB “expects the key interest rates to remain at present or lower levels for an extended period of time. This expectation is based on the overall subdued outlook for inflation extending into the medium term, given the broad-based weakness of the economy and subdued monetary dynamics” (July 2013)



La Forward Guidance

Caratteristiche

- di tipo qualitativo (assenza di precisi riferimenti in termini temporali o di livello dei tassi)
- subordinata al verificarsi di determinate condizioni macroeconomiche

Finalità

- contrastare la volatilità registrata nel mercato monetario
- accrescere il grado di accomodamento monetario attraverso il canale delle aspettative

Gli interventi BCE (2/3)

Ma il calo dell'inflazione non si arresta, spinto anche dalla riduzione del prezzo del petrolio. Si prosegue con:

- a giugno 2014 oltre la riduzione dei tassi ufficiali (**tasso sui depositi presso la BCE per la prima volta negativo**) vengono annunciate le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (**TLTRO - da settembre 2014 a giugno 2016**)
- a settembre 2014 viene deciso un ulteriore taglio dei tassi; vi è l'annuncio di due programmi di acquisto di attività del settore privato non finanziario: terzo programma di acquisto di obbligazioni bancarie garantite (**CBPP3 da ottobre**) e del programma di acquisto di titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione (**ABSPP da novembre**)

Gli interventi BCE (3/3)

- a gennaio 2015 viene annunciato il **quantitative easing**: ai programmi di acquisto di ABS e obbligazioni garantite viene aggiunto il programma di acquisto dei titoli pubblici (**Public Sector Purchase Programme – PSPP**)
- a giugno 2016 si acquistano anche le obbligazioni emesse da privati non bancari (**Corporate sector purchase programme – CSPP**)

Nel suo complesso il programma di acquisti si chiama:

Expanded Asset Purchase Programme (APP)

e prevede dei target di acquisti mensili che sono stati modificati nel tempo.

- a marzo 2016 ulteriore riduzione dei tassi (tasso MRO pari a 0%; tasso sui depositi presso la BCE pari -0,40%)
- da giugno 2016: una nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (**TLTRO II da giugno 2016 a marzo 2017**)

Principali finalità delle diverse misure

TLTRO e TLTRO II

- sostegno al credito attraverso diversi canali tra cui:
 - la riduzione del costo della raccolta per le banche
 - la riduzione del costo del credito per famiglie e imprese

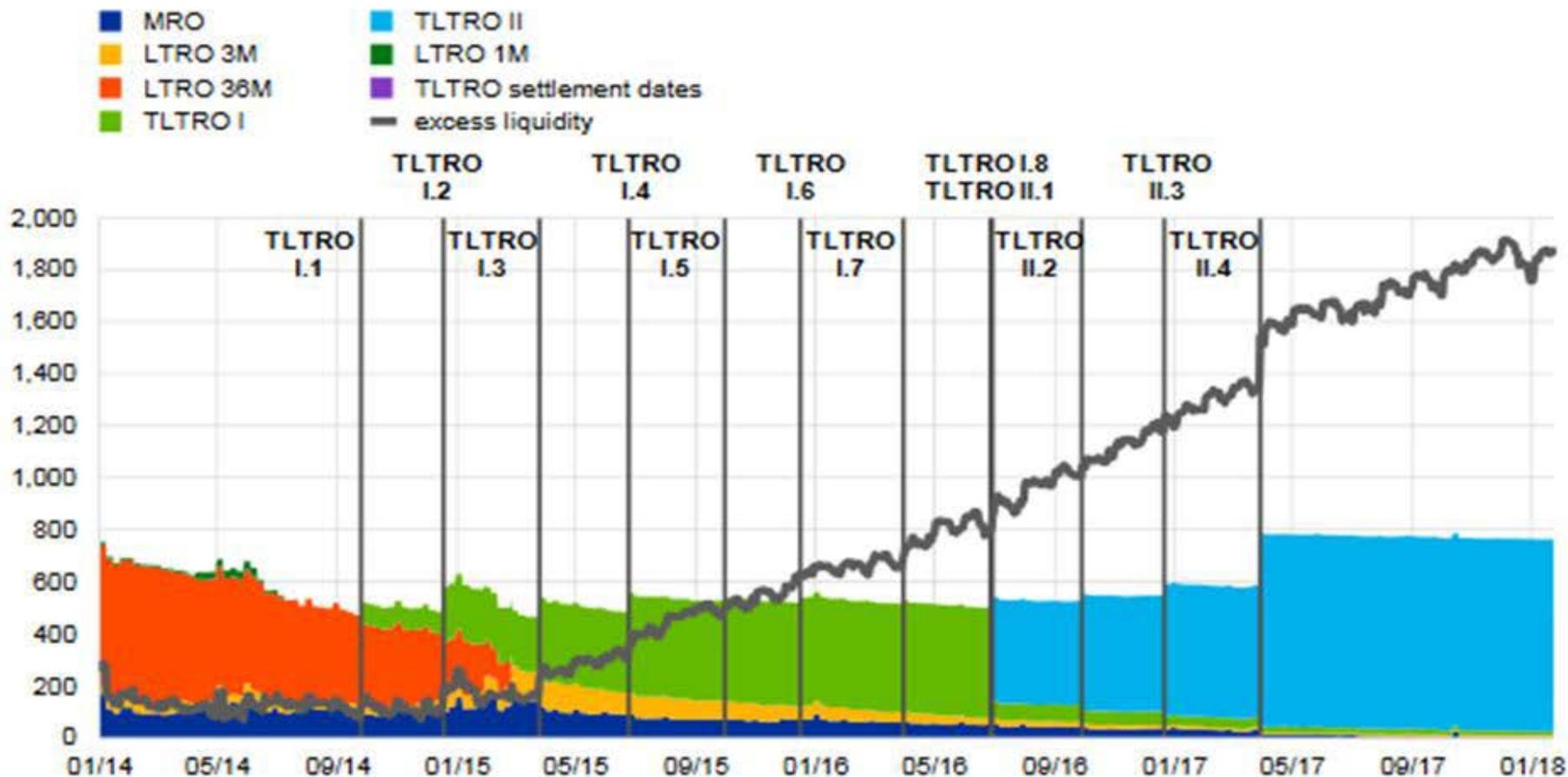
CBPP, ABSPP e CSPP

- ripristinare il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria riattivando alcuni specifici mercati
- modifica del portafoglio degli agenti economici
- sostenere il processo di erogazione del credito all'economia reale

PSPP

- immettere liquidità nel sistema e ridurre i tassi di interesse anche più a lungo termine
- espandere il bilancio dell'Eurosistema

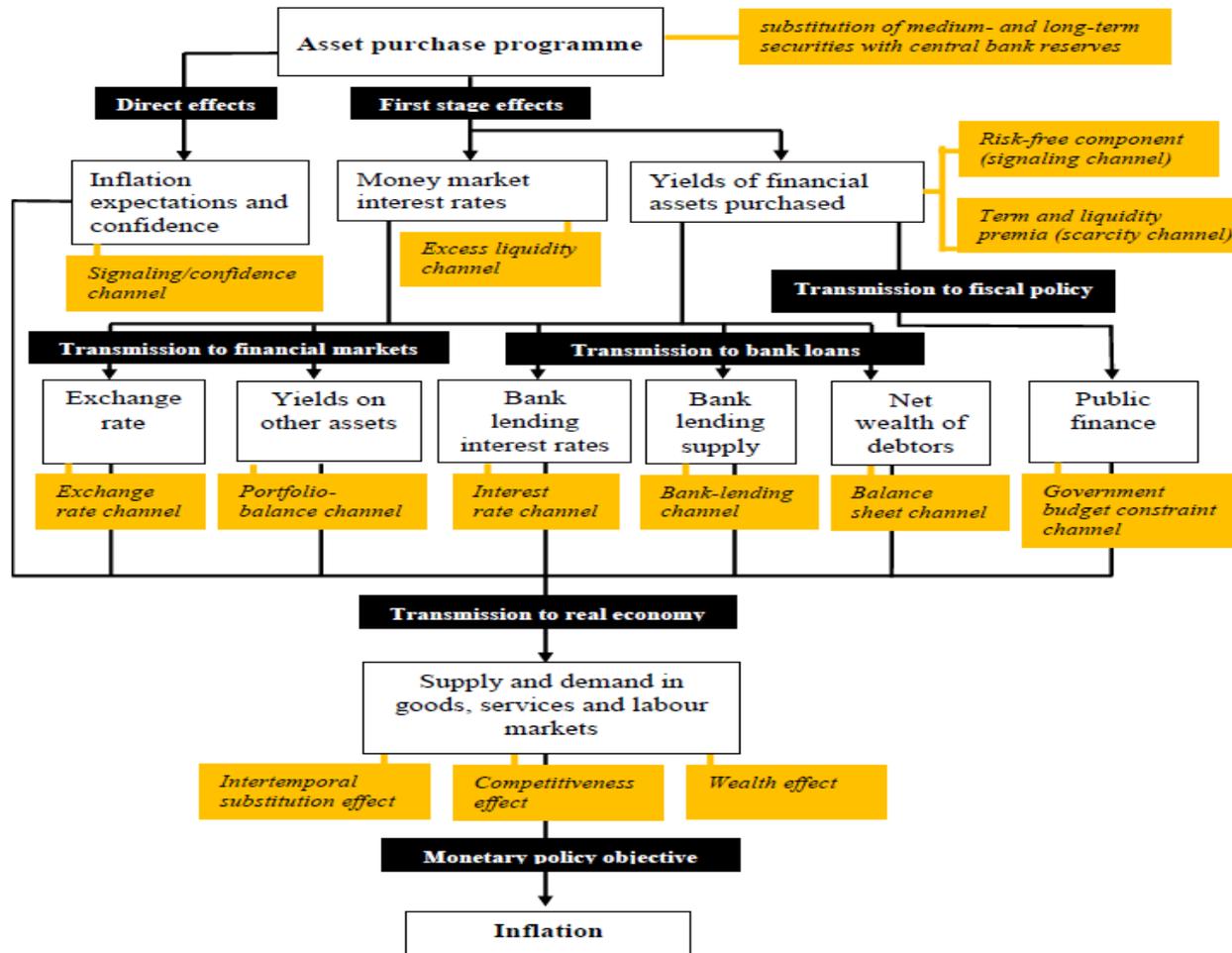
(EUR billions)



Source: ECB.

Notes: The vertical black lines indicate TLTRO settlement dates. "LTRO 1M" stands for the one-maintenance period operation that was discontinued in June 2014.

Canali di trasmissione dell'APP



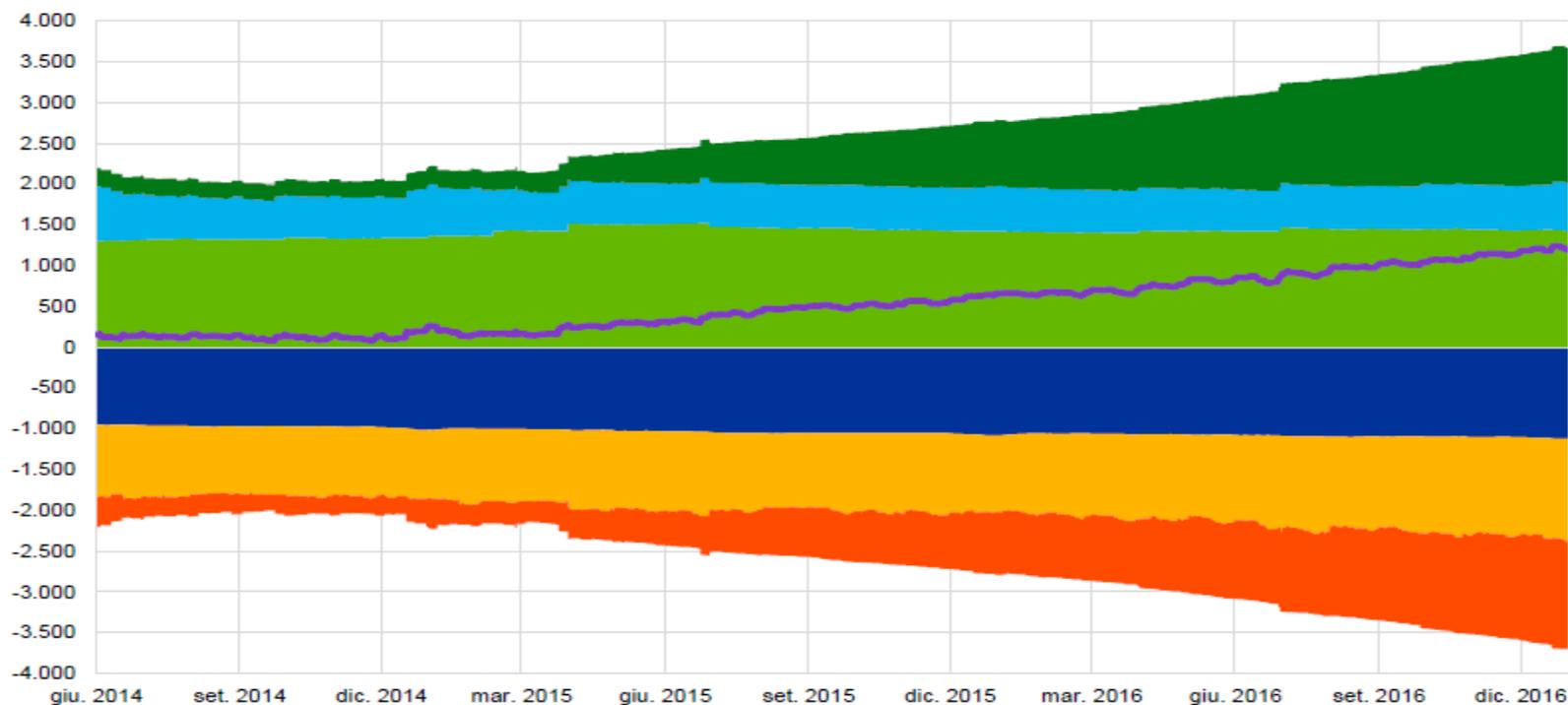
Source: adapted from Cova and Ferrero (2015).

Figure 7. Channels of transmission of asset purchases

Evoluzione del bilancio consolidato dell'Eurosistema

(miliardi di euro)

- banconote in circolazione
- altre passività
- operazioni di assorbimento della liquidità totali
- attività non finalizzate a operazioni di politica monetaria
- rifinanziamenti a favore di istituzioni creditizie dell'area dell'euro legate a operazioni di politica monetaria
- titoli detenuti a fini di politica monetaria
- liquidità in eccesso



Fonte: BCE.

Note: le cifre positive si riferiscono alle attività e le cifre negative alle passività. La linea della liquidità in eccesso è presentata come cifra positiva, sebbene si riferisca alla somma delle seguenti voci passive: saldo dei conti correnti in eccesso rispetto all'obbligo di riserva e ricorso a operazioni di deposito.

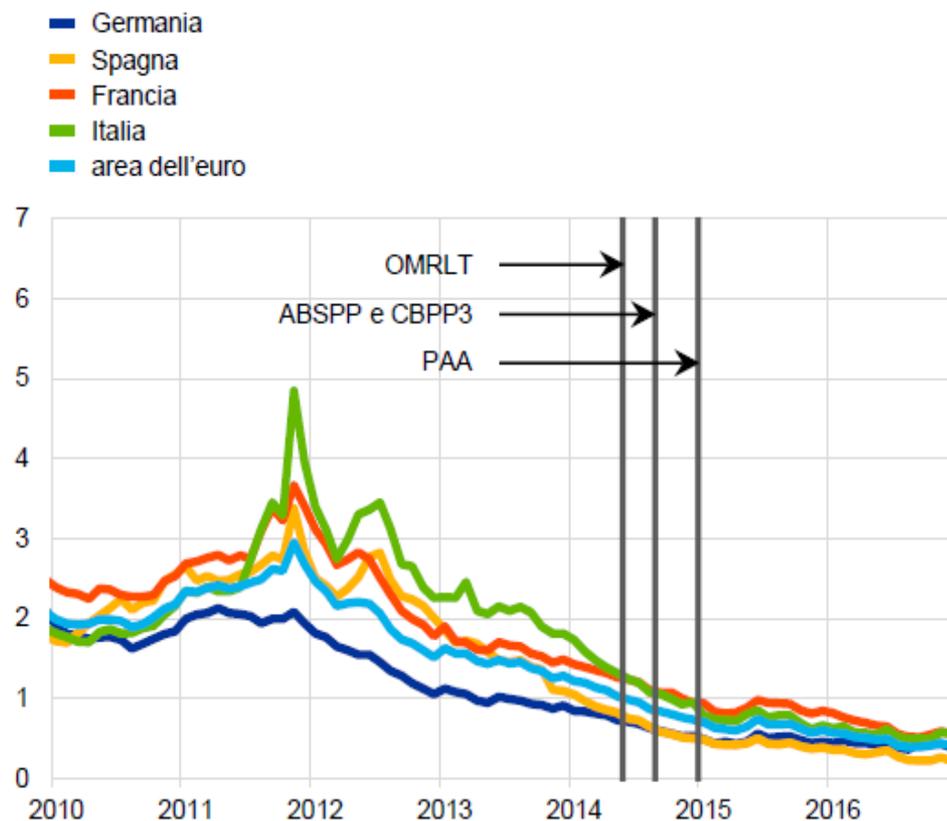
Efficacia delle misure di politica monetaria

Il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche è sceso considerevolmente.

Le banche hanno anche sostituito le provviste di mercato a breve termine più costose con fondi TLTRO (e hanno inoltre utilizzato l'opzione di passaggio dalle TLTRO-I alle più convenienti TLTRO-II)

Costo composito del finanziamento tramite debito per le banche

(costo composito dei depositi e del finanziamento di mercato non collateralizzato mediante ricorso al debito; valori percentuali in ragione d'anno)

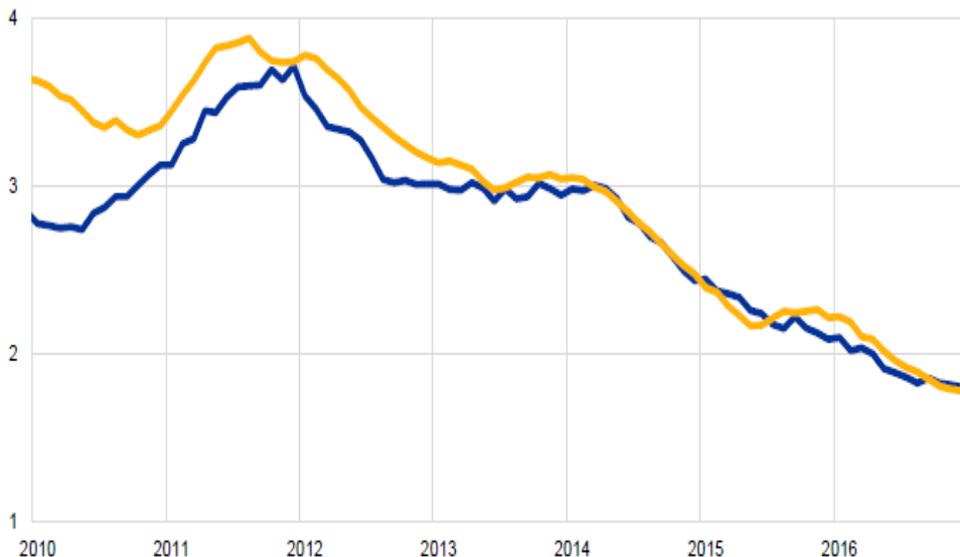


Efficacia delle misure di politica monetaria

Tassi compositi sui prestiti bancari alle società non finanziarie e alle famiglie

(valori percentuali in ragione d'anno)

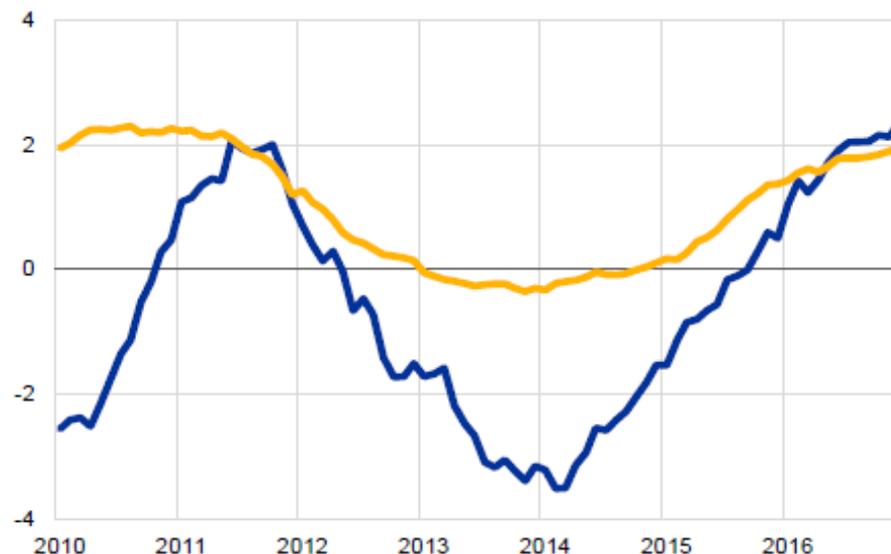
■ società non finanziarie
■ famiglie (acquisto di abitazioni)



Prestiti delle IFM alle SNF e alle famiglie

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)

■ prestiti alle società non finanziarie
■ prestiti alle famiglie



Fonte: BCE.

Nota: l'indicatore del tasso composito sui prestiti bancari è calcolato aggregando i tassi a breve e a lungo termine tramite una media mobile a 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni.

Fonte: BCE.

La trasmissione dello stimolo monetario alle condizioni di affidamento delle banche e all'erogazione del credito è stata rilevante. Si è registrata una notevole riduzione dei tassi di interesse; le imprese e le famiglie dell'area hanno beneficiato di condizioni di prestito più favorevoli.

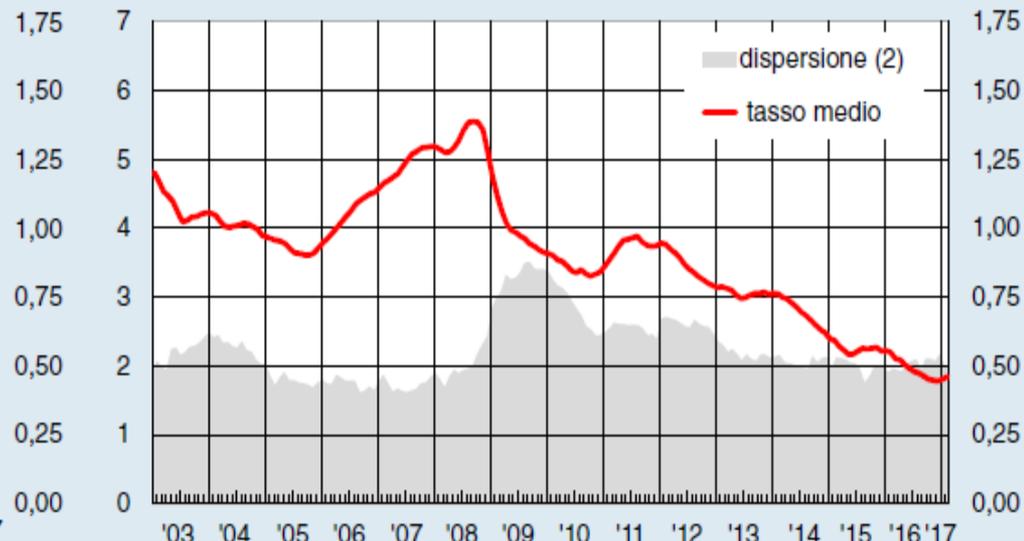
Livello e dispersione del costo del credito nell'area dell'euro (1)

(valori percentuali)

(a) prestiti alle società non finanziarie



(b) prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni



Fonte: BCE.

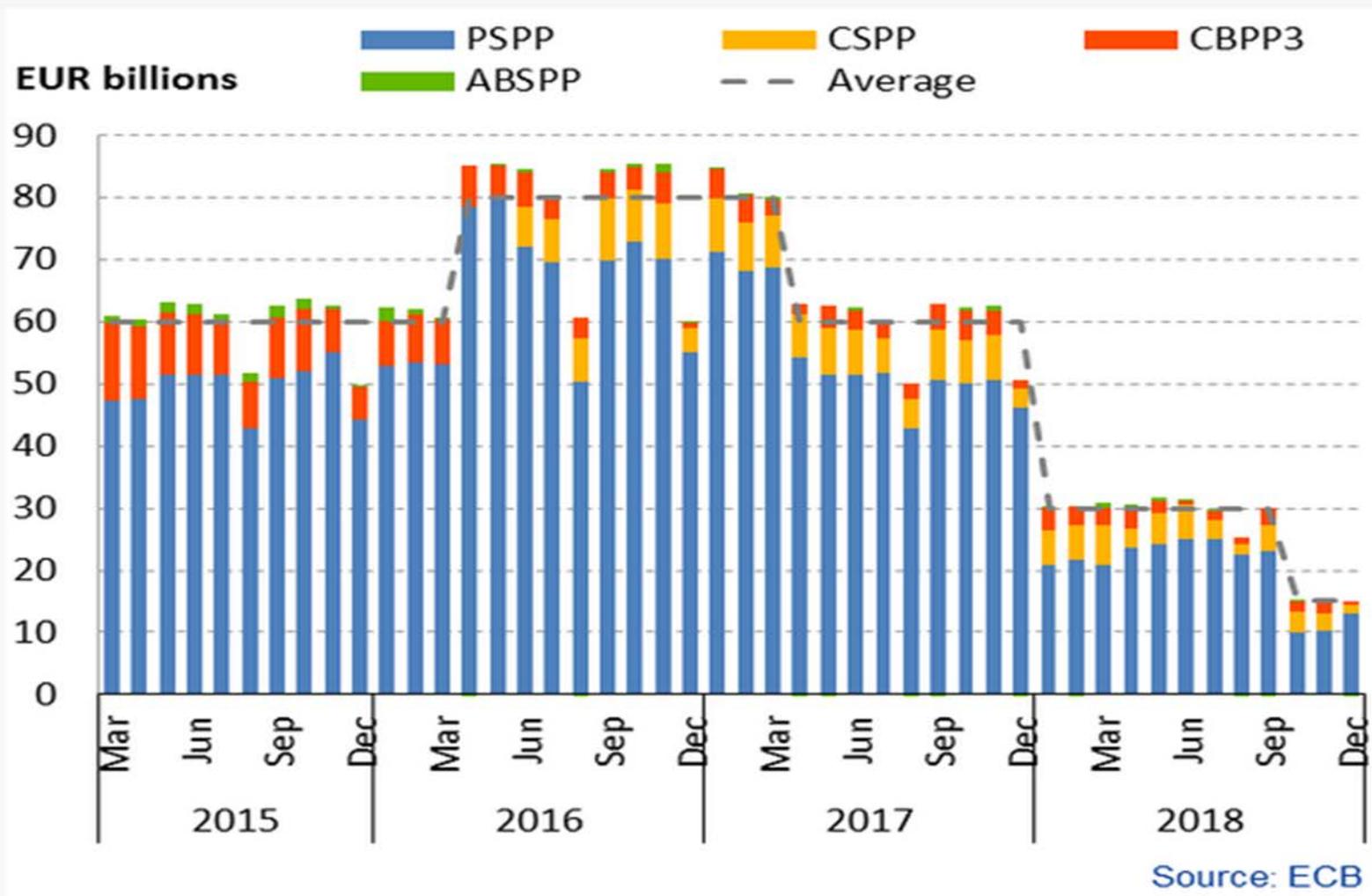
(1) Media ponderata dei tassi di interesse sui nuovi prestiti a breve e a medio-lungo termine, con pesi pari alla media mobile a 24 mesi dei flussi di nuove erogazioni; per le società non finanziarie sono inclusi i finanziamenti in conto corrente. – (2) Deviazione standard del tasso medio per 13 paesi dell'area dell'euro. Scala di destra.

Le ultime decisioni e la situazione attuale (1/3)

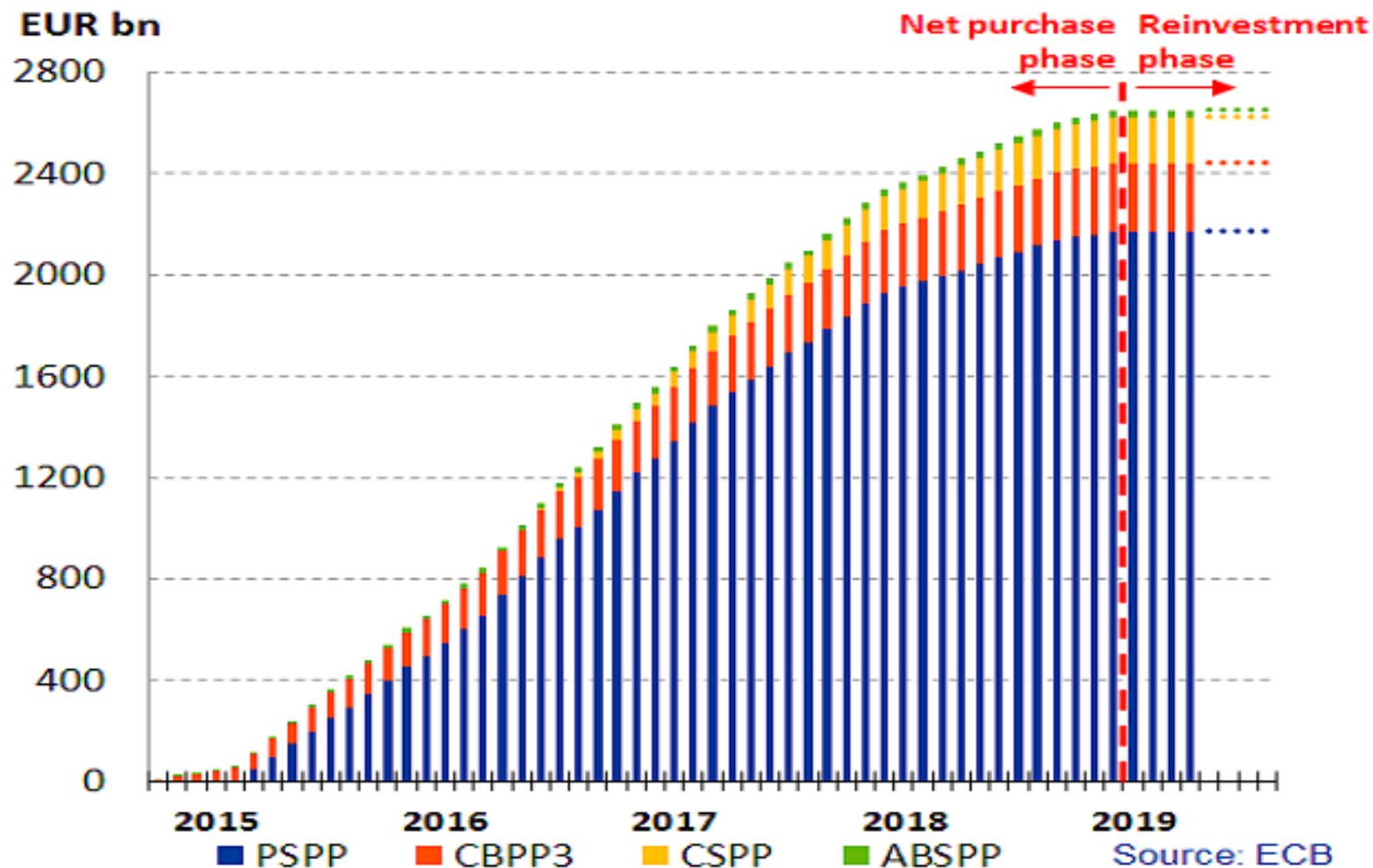
- *L'Expanded Asset Purchase Programme (APP)* dopo graduali riduzioni dei target mensili di acquisto:
 - 80 mld aprile 2016 - marzo 2017
nella fase di «Ricalibrazione delle misure di politica monetaria»
 - 60 mld aprile 2017 – dicembre 2017
 - 30 mld gennaio 2018 – settembre 2018
 - 15 mld ottobre 2018 – dicembre 2018a dicembre del 2018 è stato interrotto.

Si continua a reinvestire, integralmente, il capitale rimborsato sui titoli in scadenza del programma di acquisto di attività indicando che questo avverrà per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui si inizierà a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE, e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario

– History of APP net asset purchases



APP cumulative net purchases



Le ultime decisioni e la situazione attuale (2/3)

- I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,00%, allo 0,25% e al -0,40%. Il Consiglio Direttivo si attende che i tassi di interesse di riferimento della BCE si mantengano su livelli pari a quelli attuali almeno fino alla fine del 2019 e in ogni caso finché sarà necessario per assicurare che l'inflazione continui stabilmente a convergere su livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio termine
- Le operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema continueranno a essere condotte mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo richiesto finché ciò sarà necessario e almeno fino alla fine del periodo di mantenimento delle riserve che avrà inizio a marzo 2021

Le ultime decisioni e la situazione attuale (3/3)

- a **marzo del 2019** è stato deciso dal Consiglio che sarà introdotta una nuova serie di **operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO III)** trimestrali, a partire da settembre 2019 fino a marzo 2021, ciascuna con scadenza a due anni. Queste nuove operazioni contribuiranno a preservare condizioni favorevoli del credito bancario e l'ordinata trasmissione della politica monetaria

Nell'ambito delle **TLTRO III**, le controparti potranno ottenere finanziamenti per un importo pari fino al 30% dello stock di prestiti idonei al 28 febbraio 2019 con tasso indicizzato al tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali per la durata di ciascuna operazione. Come il programma di TLTRO in essere, le TLTRO III incorporeranno incentivi al fine di preservare condizioni creditizie favorevoli.

Efficacia delle misure di politica monetaria



Inflazione stabilmente al di sotto dell' 1% dal 2014 al 2016.

Nei primi mesi del 2017 raggiunge il 2%: il rialzo dell'inflazione è interamente attribuibile all'accelerazione delle componenti più volatili (beni energetici e beni alimentari freschi).

Ad ottobre 2018 raggiunge il 2,3% e ad aprile 2019 è pari all'1,7%.

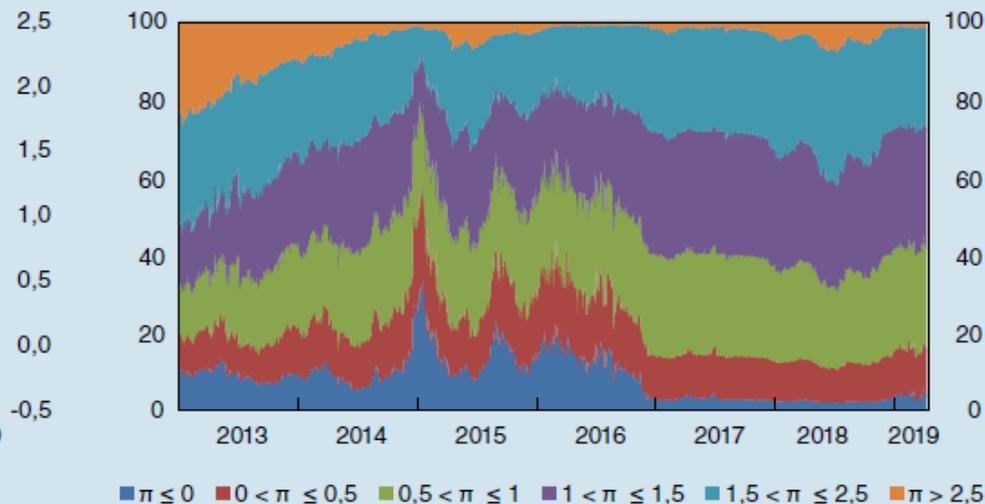
Aspettative di inflazione

(dati giornalieri; valori percentuali)

(a) aspettative di inflazione implicite nei contratti derivati (1)



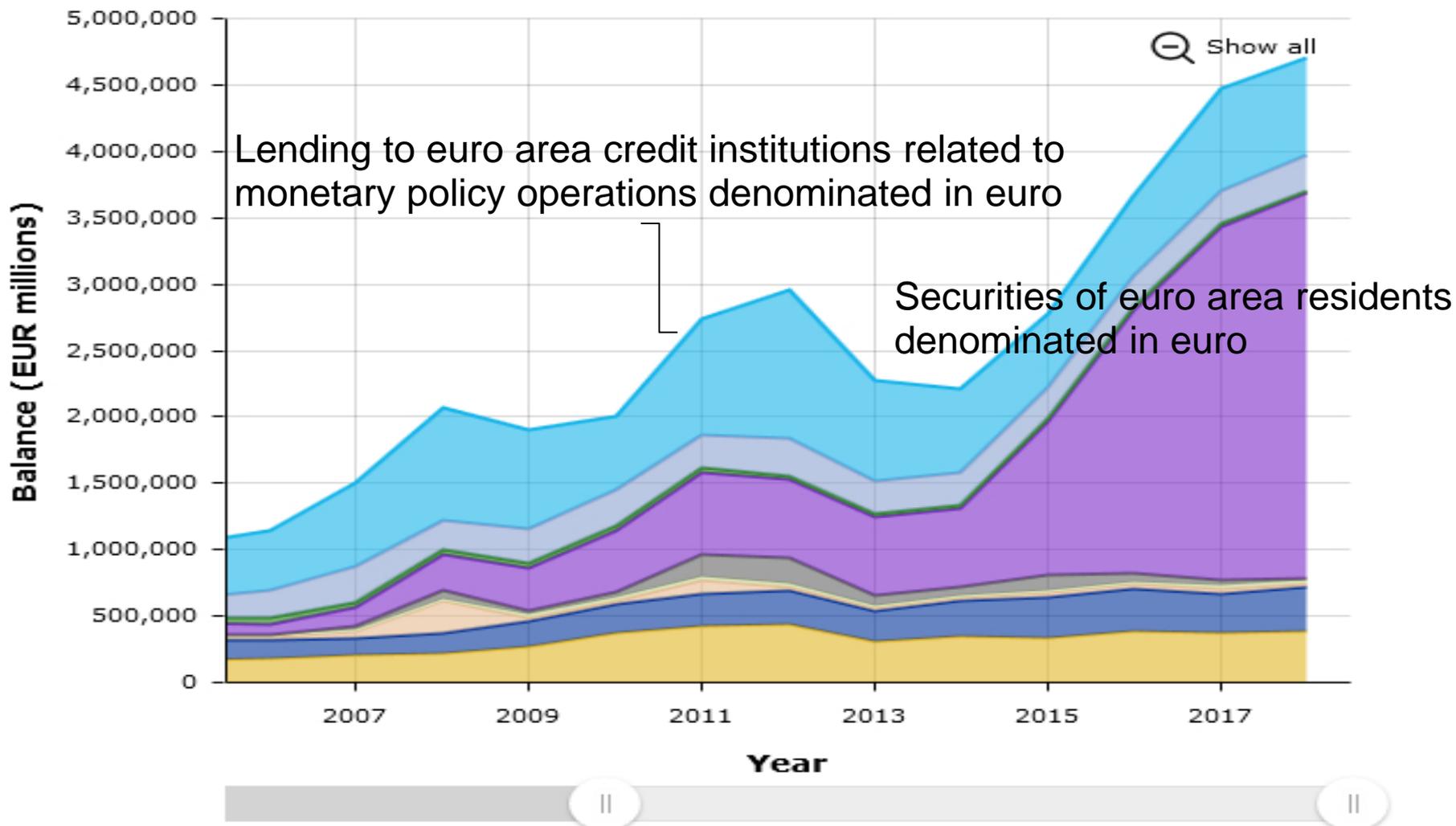
(b) distribuzione di probabilità dell'inflazione media su un orizzonte di 5 anni (2)



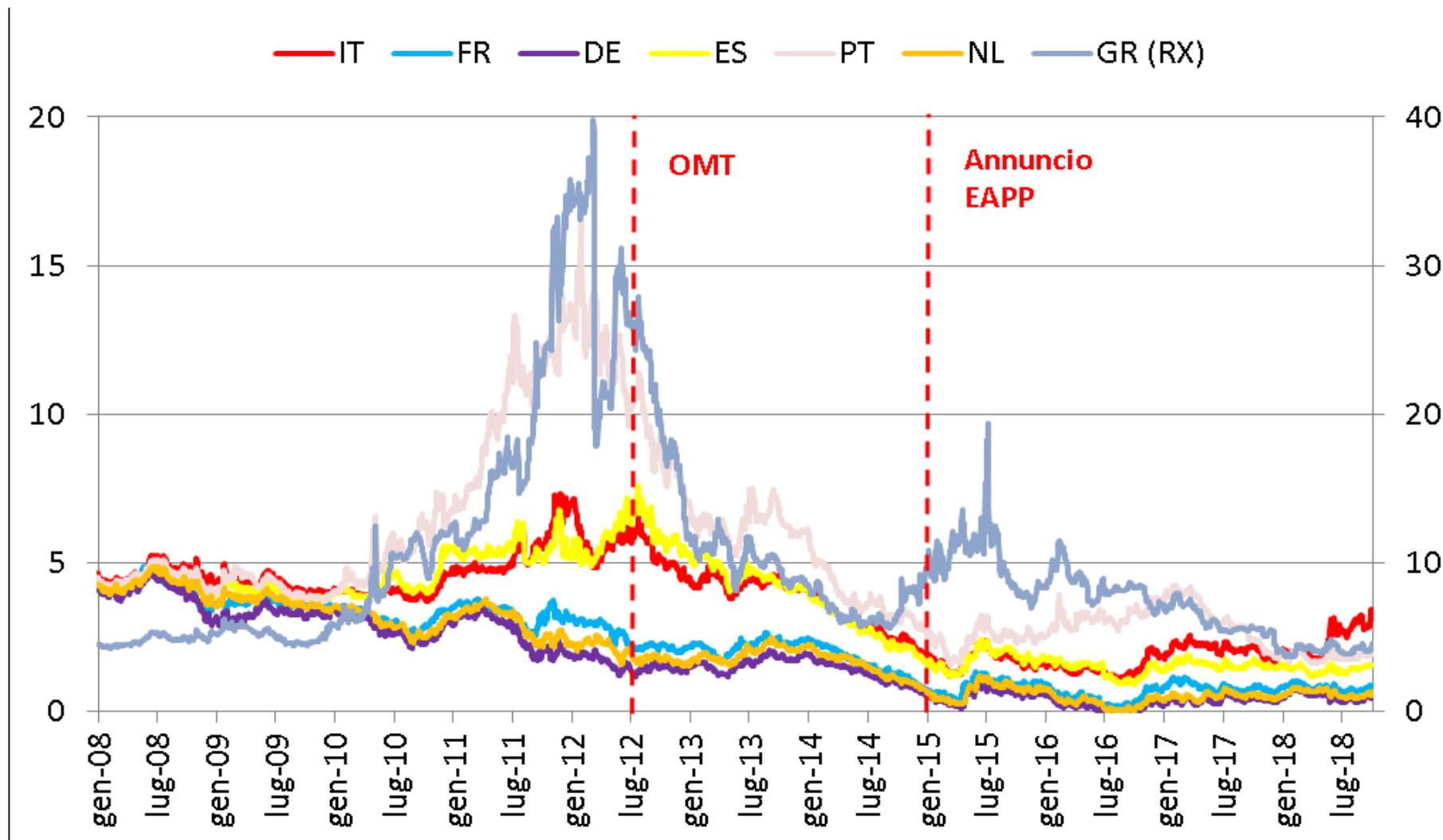
Fonte: Bloomberg.

(1) Tassi di inflazione attesi impliciti nei contratti di *inflation swaps* con durata a 2 anni, a 5 anni e a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti. – (2) Distribuzione di probabilità neutrale al rischio (*risk-neutral*) dell'inflazione nell'area dell'euro nei prossimi 5 anni, implicita nei prezzi delle opzioni sul tasso di inflazione (cfr. S. Cecchetti, F. Natoli e L. Sigalotti, *Tail comovement in option-implied inflation expectations as an indicator of anchoring*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1025, 2015). Le probabilità *risk-neutral* (π) riflettono sia l'inflazione attesa sia i premi per il rischio. La figura mostra l'evoluzione delle probabilità che l'inflazione, nei prossimi 5 anni, si collochi in diversi intervalli di valore.

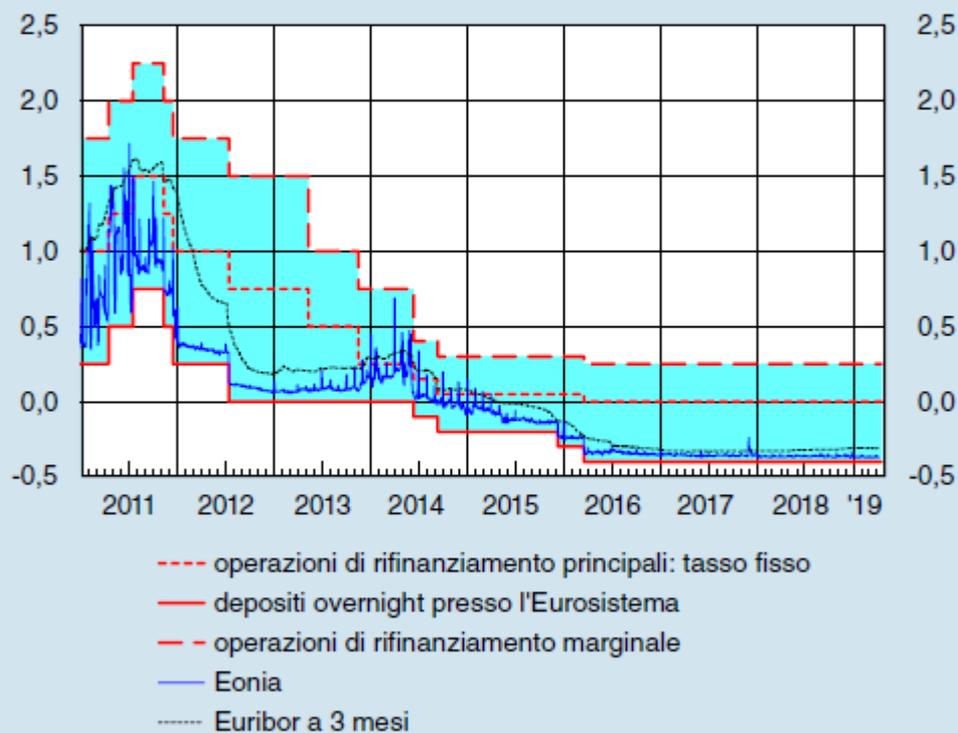
Bilancio consolidato dell'Eurosistema - Attività



Rendimenti governativi a 10 anni – benchmark reuters



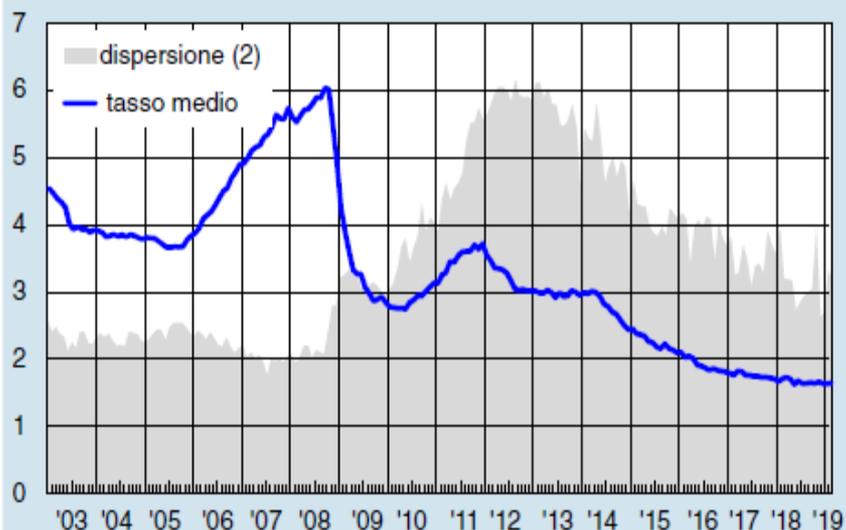
Tassi di interesse ufficiali e del mercato monetario nell'area dell'euro (dati giornalieri; valori percentuali)



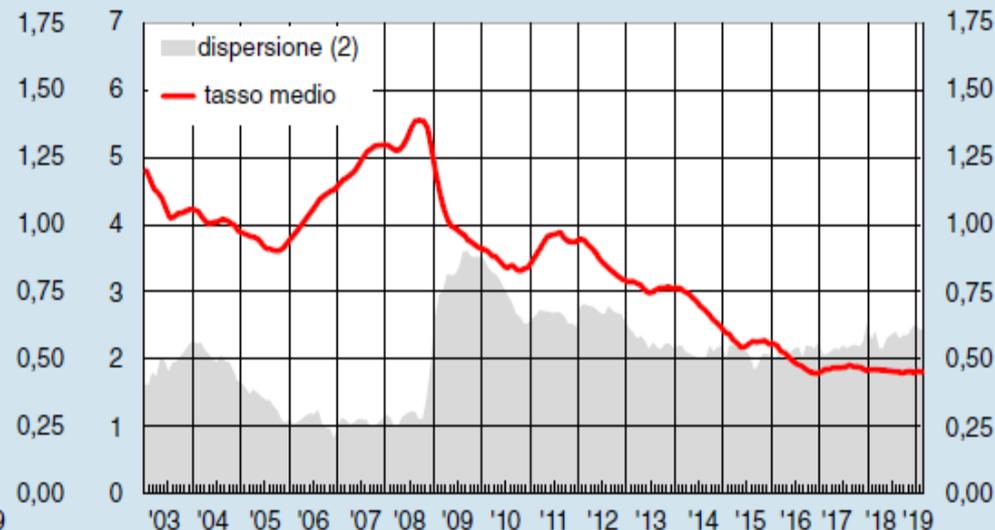
Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.

Costo del credito nell'area dell'euro (1) (valori percentuali)

(a) prestiti alle società non finanziarie



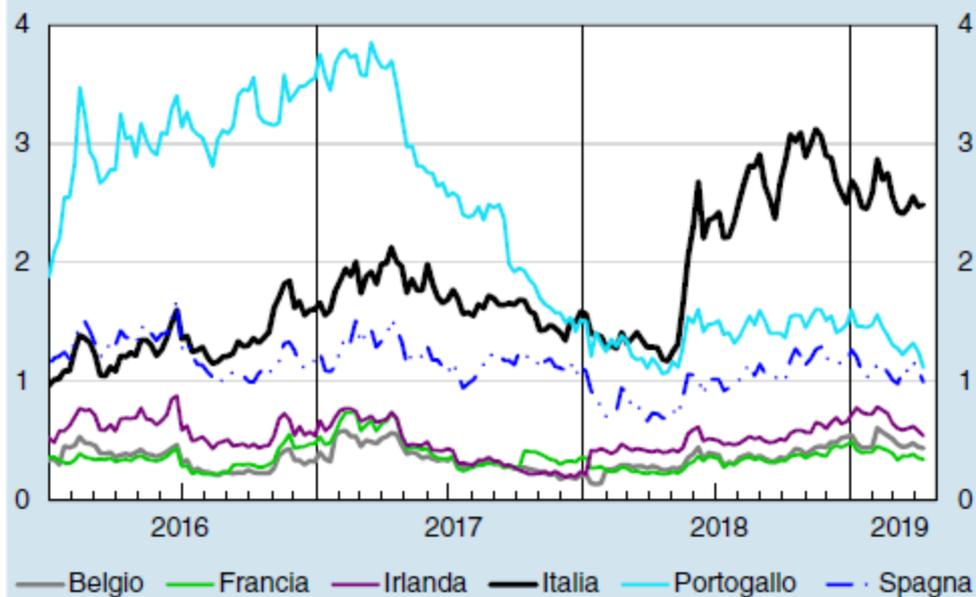
(b) prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni



Fonte: BCE.

(1) Media ponderata dei tassi di interesse sui nuovi prestiti a breve e a medio-lungo termine, con pesi pari alla media mobile a 24 mesi dei flussi di nuove erogazioni; per le società non finanziarie sono inclusi i finanziamenti in conto corrente. – (2) Deviazione standard del tasso medio per 12 paesi dell'area dell'euro. Scala di destra.

Differenziali di interesse tra titoli di Stato decennali e il corrispondente titolo tedesco (dati di fine settimana; punti percentuali)

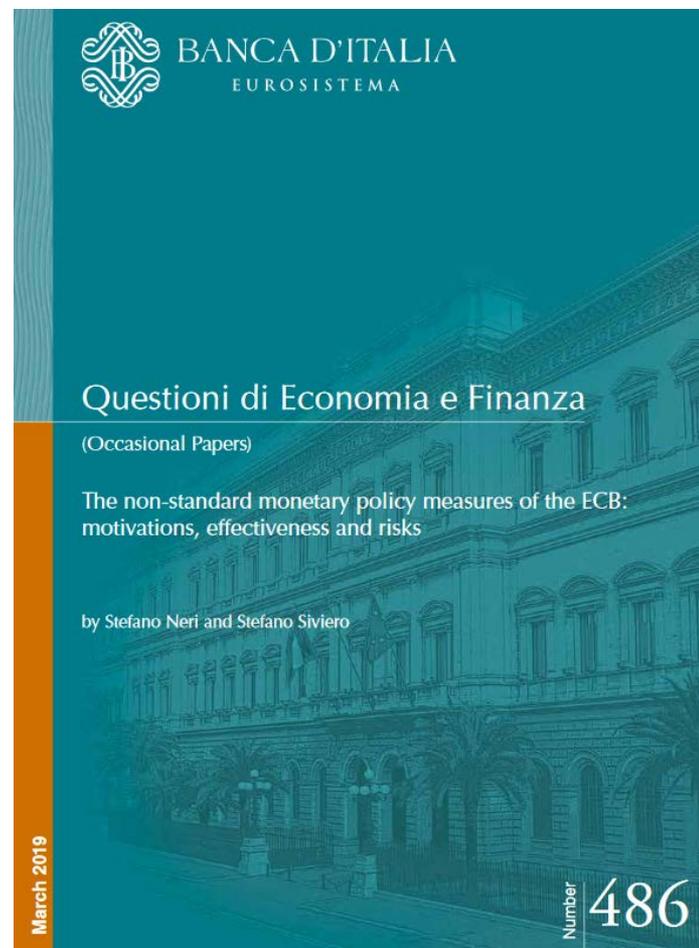


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Rif.
Questioni di Economia e Finanza
della Banca d'Italia
n. 486 di marzo 2019

**The non-standard monetary policy
measures of the ECB: motivations,
effectiveness and risks**

by Stefano Neri and Stefano Siviero



Grazie per l'attenzione