



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# La politica monetaria nell'area dell'euro e l'economia italiana

**Stefano Siviero**

**Banca d'Italia, Servizio Congiuntura e politica monetaria**

*Università di Macerata, Dipartimento di Economia e Diritto, Laboratorio Fausto Vicarelli*

*Incontro annuale con la Banca d'Italia, «Nuove sfide per la politica monetaria unica»*

*25 giugno 2014*

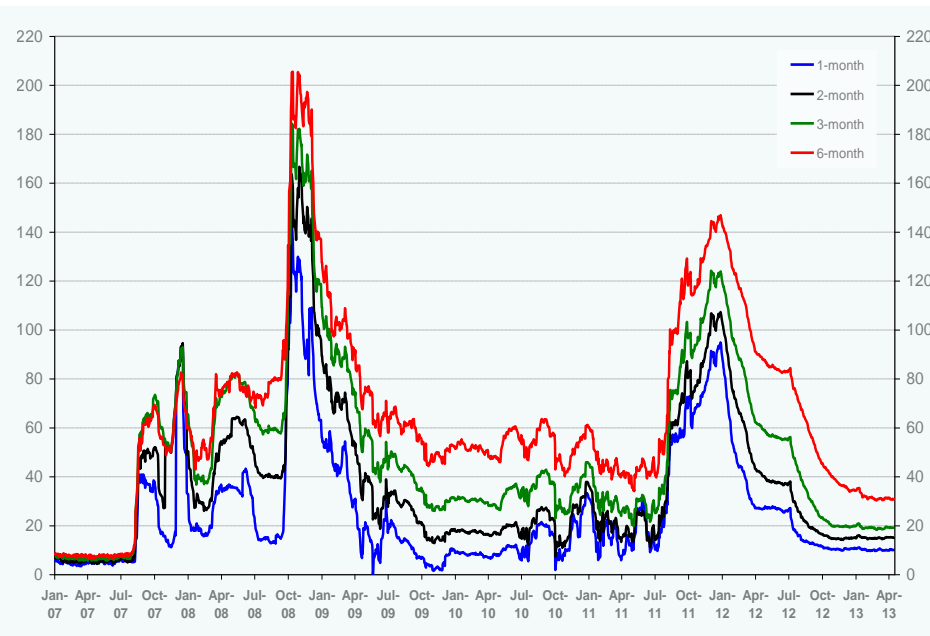
# Struttura della presentazione

1. Le emergenze degli ultimi anni (con focus su aspetti finanziari e creditizi)
  - a. La crisi finanziaria globale (1 slide)
  - b. La crisi dei debiti sovrani (1 slide) e la spirale tra rischio sovrano e condizioni del sistema bancario (4 slide)
  - c. Il rallentamento dei prezzi e i rischi connessi (2 slide)
  
2. Le misure straordinarie della BCE e i loro effetti
  - a. Nella crisi finanziaria globale (1 slide)
  - b. Nella crisi del debito sovrano (6 slide)
  - c. Le decisioni più recenti (3 slide)
  
3. L'unione bancaria (1 slide)

# 1.a – La crisi finanziaria globale

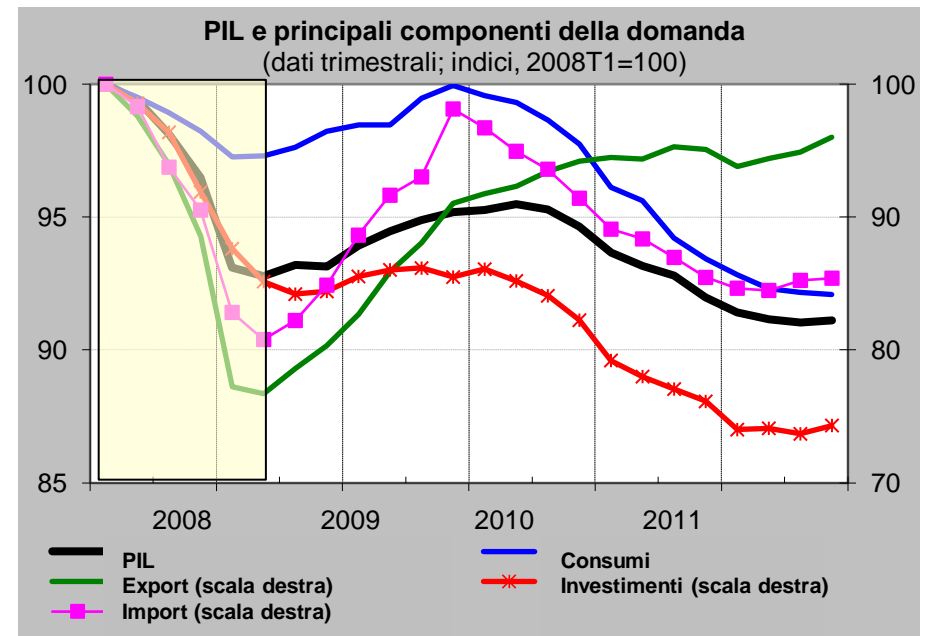
# Paralisi dei mercati interbancari a seguito della crisi *sub-prime* e la Grande Recessione del 2008-2009 in Italia

A partire dall'agosto 2007, il differenziale tra tasso Euribor (senza garanzie) e Eurepo (collateralizzato) aumenta bruscamente; l'aumento è elevatissimo all'indomani del fallimento di Lehman Brothers



## ***Crisi finanziaria globale:***

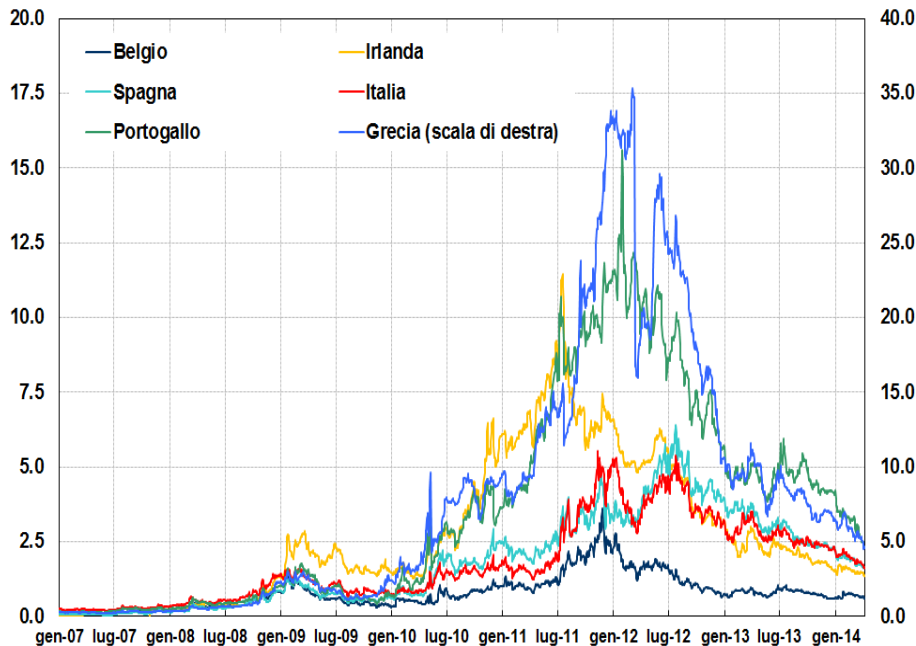
- Forte caduta della domanda estera
- Impatto limitato sulla domanda interna (nel 2010 il consumo era tornato al valore pre-crisi)



# 1.b – La crisi dei debiti sovrani e la spirale tra rischio sovrano e banche

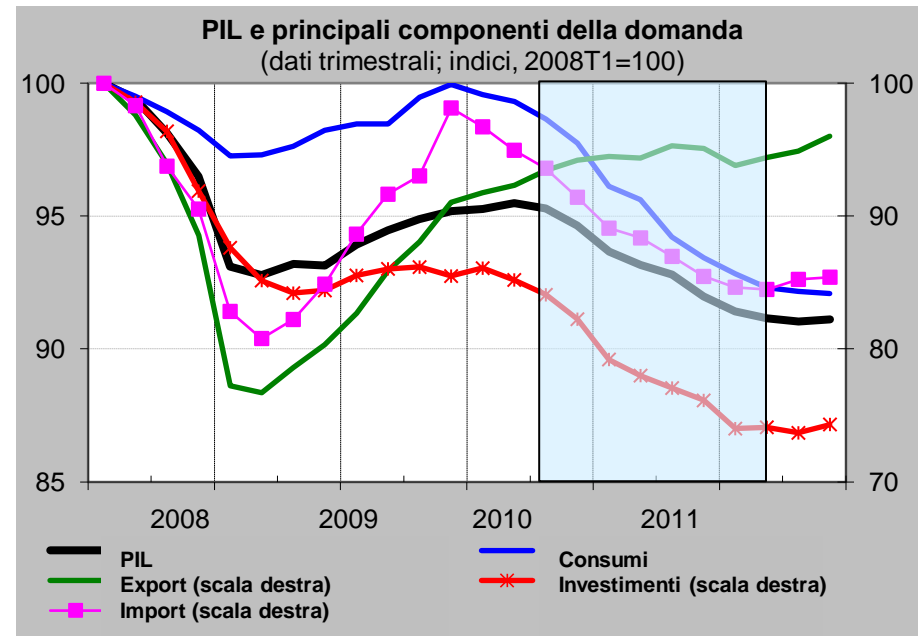
# L'aumento degli spread dei paesi con squilibri più forti e la recessione del 2011-2013 in Italia

Spread sui titoli pubblici a 10 anni in alcuni paesi dell'area dell'euro



## *Crisi del debito sovrano:*

- Collasso dei consumi
- E crollo ancora più marcato degli investimenti

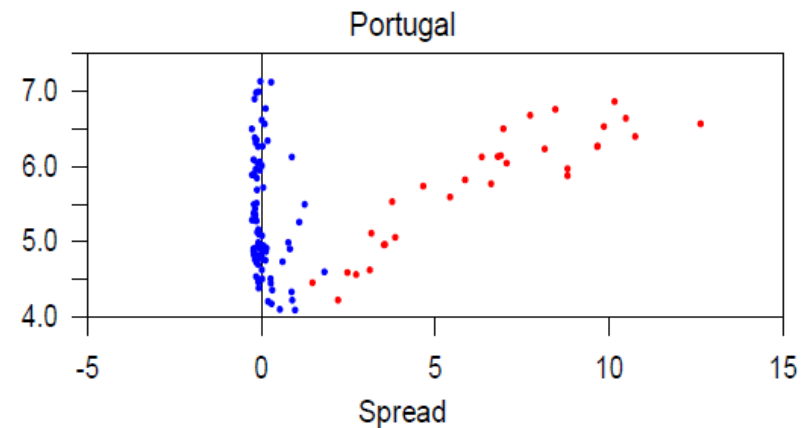
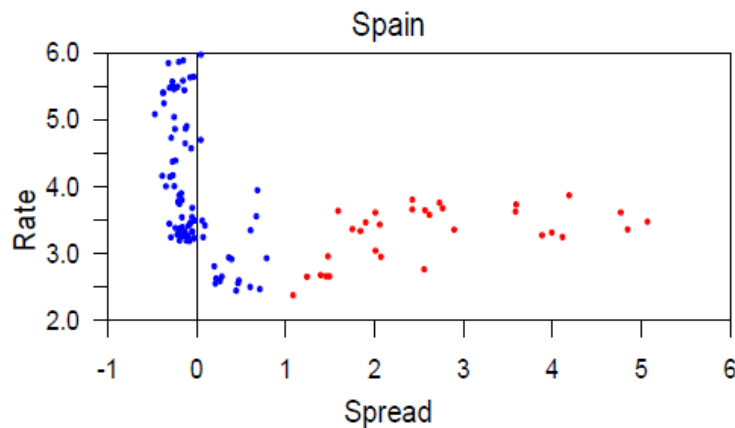
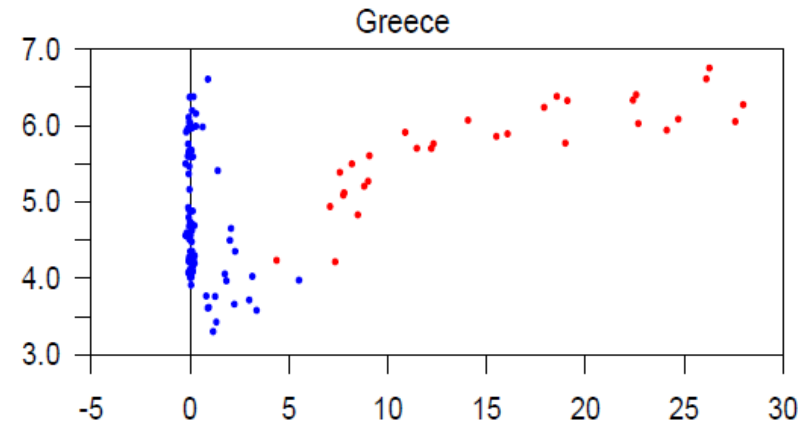
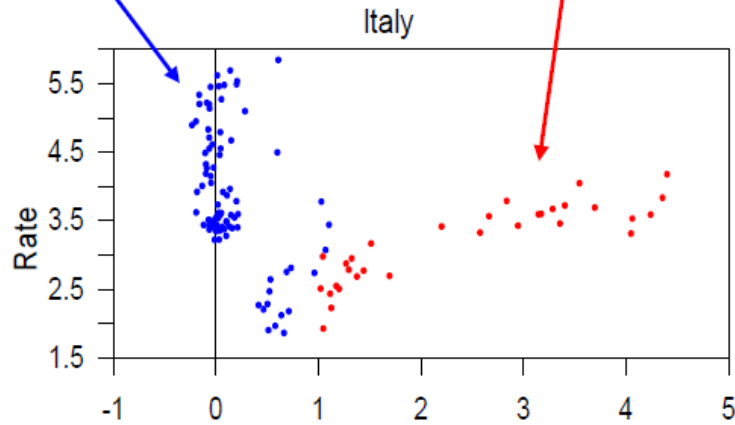


**Perdita complessiva di PIL  
da inizio 2008: 9.0%**

# La relazione tra tassi bancari (y) e spread sovrano (x) prima e durante la crisi del debito sovrano

2003:1 – 2010:4

2010:5 – 2012:11



# Si avvia una spirale negativa tra rischio sovrano e condizioni del sistema bancario

In Italia il nesso causale della crisi è andato (inizialmente) dal rischio sovrano alle banche (anziché il contrario, come in altri paesi):

- Nella crisi finanziaria globale le banche italiane avevano sofferto meno che altrove (modello di business tradizionale; vigilanza efficace)
- Nella crisi del debito sovrano l'aumento dello spread, in larga misura riconducibile al rischio di ridenominazione (Di Cesare, Grande, Manna e Taboga (2012)), si è riflesso sul costo della raccolta bancaria e, tramite questo, sulle condizioni di credito all'economia

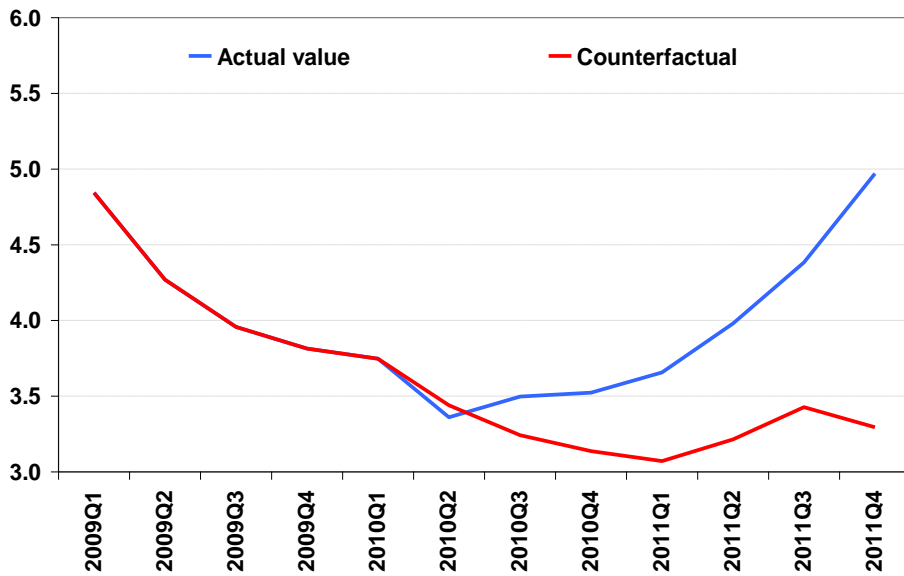
A partire da un certo momento, il processo si autoalimenta e autorafforza



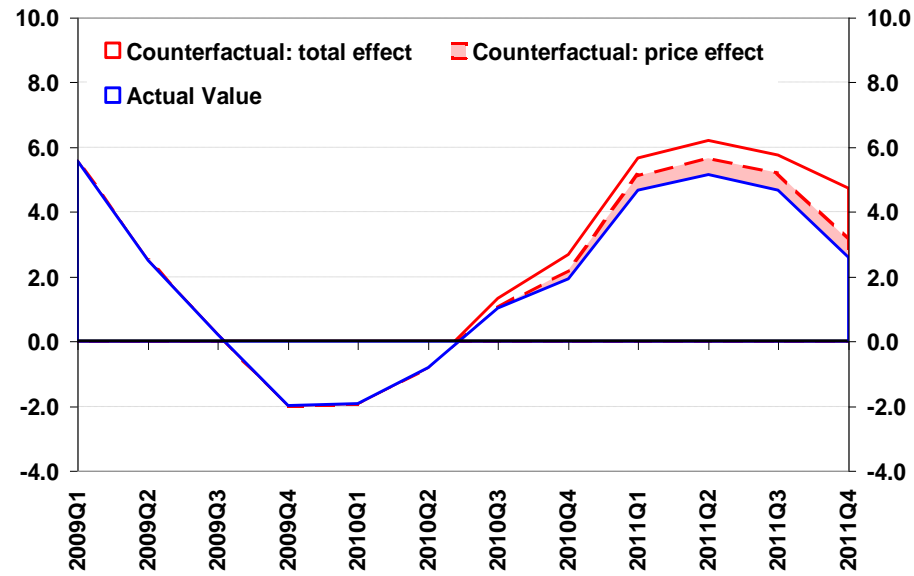
# Effetti sul costo e sull'ammontare del credito bancario (Albertazzi, Ropele, Sene e Signoretti (2013))

Esercizio controfattuale: che cosa sarebbe al costo e all'ammontare dei prestiti bancari in Italia se lo spread tra BTP e Bund fosse rimasto invariato sul livello del primo trimestre del 2010 (70 pb)?

Tasso di interesse sui prestiti a breve termine alle imprese



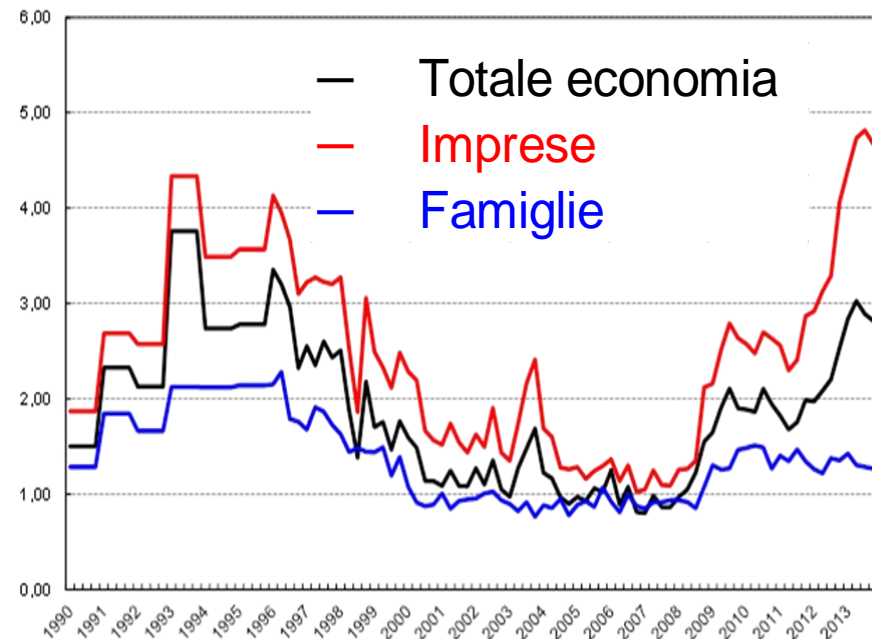
Tasso di variazione annuale dei prestiti a breve termine alle imprese



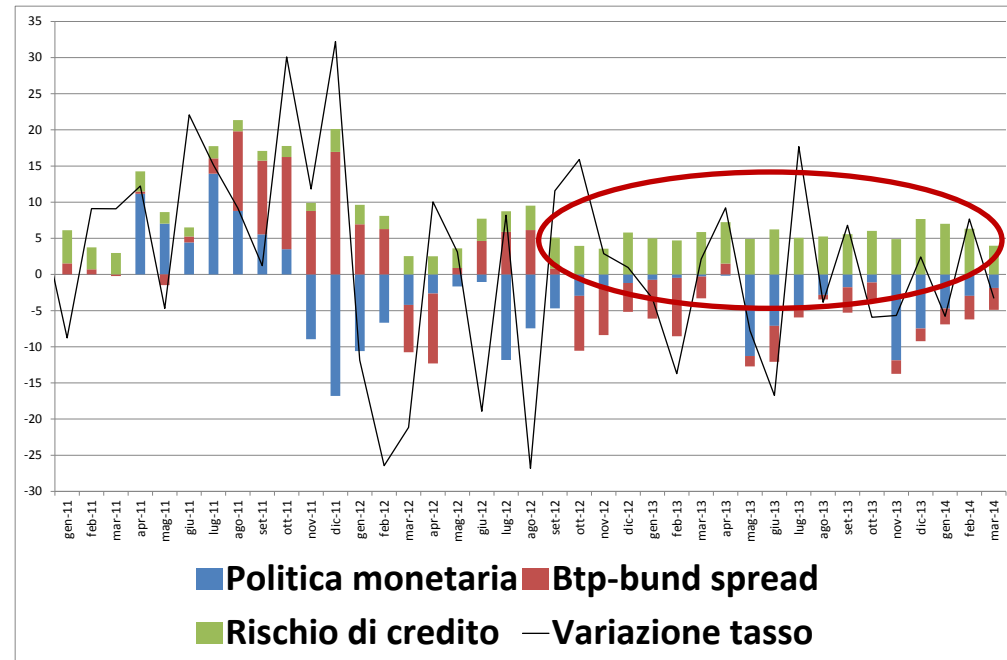
Risultati simili per le famiglie

# Il peggioramento delle condizioni del sistema bancario si riflette sulla macroeconomia e si autoalimenta

**Flusso di nuove sofferenze**  
(dati trimestrali; in percentuale dei prestiti)



**Determinanti della variazione del costo del credito per le imprese**  
(punti base; fonte: stime Banca d'Italia)

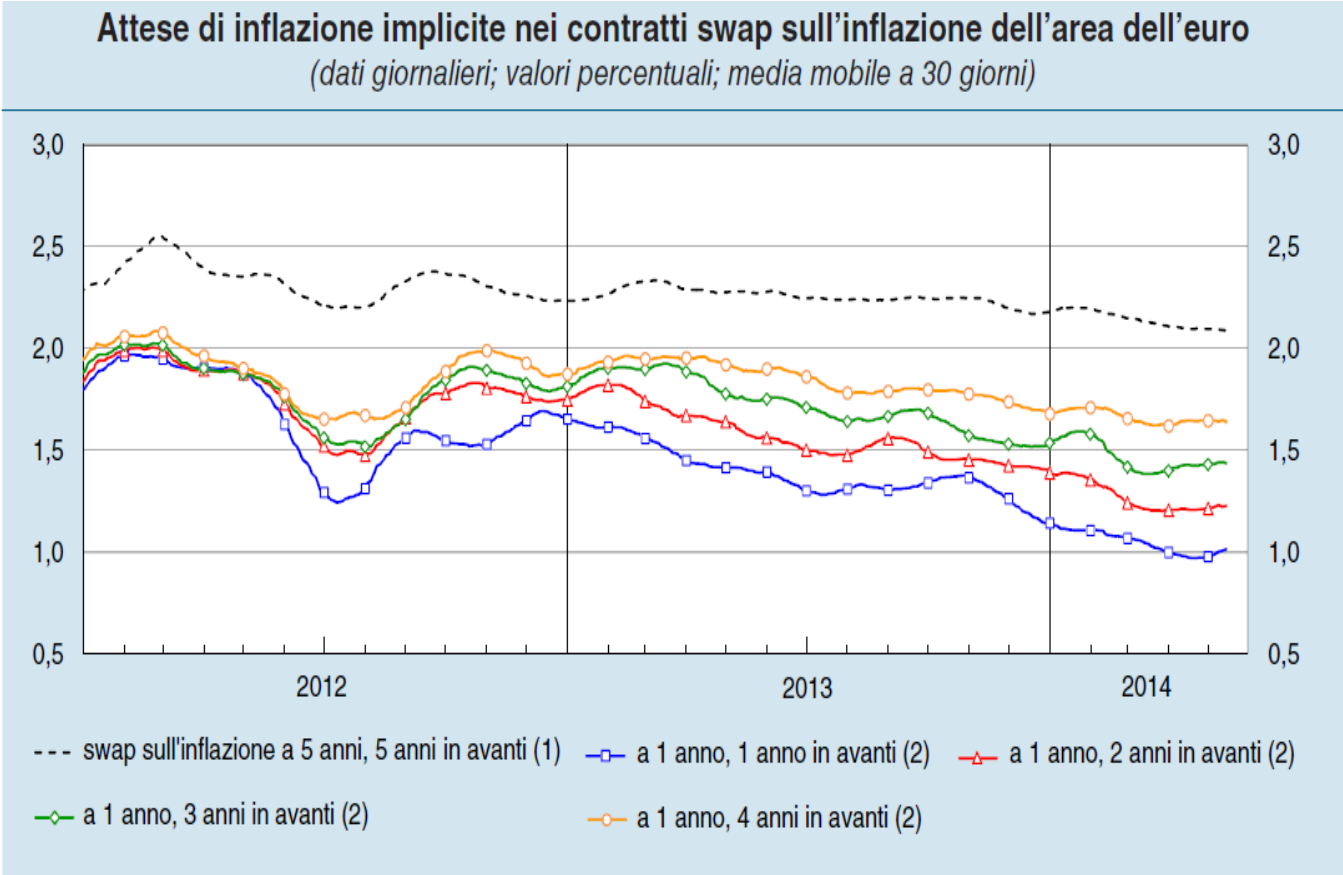


# 1.c – Il rallentamento dei prezzi e i rischi connessi

# Una nuova sfida per la politica monetaria unica

Dall'inizio del 2013 l'inflazione ha ripetutamente sorpreso al ribasso ed è scesa su livelli bassissimi.

Si prevede che rimanga ben al sotto del 2 per cento per un periodo prolungato.



# I rischi connessi con la bassa inflazione

- Pur in assenza di deflazione, una inflazione troppo a lungo troppo bassa accresce i tassi di interesse reali
- Ciò scoraggia gli investimenti delle imprese, riduce la domanda di credito, rende più oneroso il servizio del debito
- Le conseguenze negative della bassa inflazione sono accentuate nell'area dell'euro, dove è necessario riassorbire squilibri macroeconomici significativi
- Vi è il rischio di disancoraggio delle aspettative

## 2.a – Le misure della BCE e i loro effetti nel corso della crisi finanziaria globale

# La crisi finanziaria, primo test per la politica monetaria unica

- La crisi finanziaria (2007-2009) spinge le BC ad adottare strumenti “non convenzionali” e ad aumentare il “ruolo di intermediazione”
- Anche la BCE ha introdotto misure straordinarie:
  - offerta illimitata di liquidità nelle operazioni di rifinanziamento
  - ampliamento delle categorie di attività stanziabili a garanzia
- Sono stati inoltre ridotti a più riprese i tassi ufficiali
- Gli interventi sono stati efficaci (oltre 1,5 pp di contributo al PIL nel 2008-2010 dalla sola politica monetaria convenzionale; Caivano, Rodano e Siviero (2011))

## 2.b – Le misure della BCE e i loro effetti nel corso della crisi del debito sovrano



# La crisi del debito sovrano modifica il contesto in cui opera la politica monetaria unica

- La PM non può più essere gestita “*come se*” l’area fosse un unico paese:
  - l’integrazione finanziaria, essenziale per la conduzione della PM unica, diminuisce fortemente (*fragmentation risk*)
  - la crisi di fiducia nel mercato dei titoli di Stato genera timori sulla reversibilità dell’euro (*redenomination risk*)
  - il circolo vizioso Stato-banche accentua la disomogeneità tra le condizioni monetarie dei diversi paesi

# Il contributo della PM è stato determinante [...] ha evitato che la situazione precipitasse; ha contribuito a fugare i timori [...] sull'integrità della UEM (CF, p. 8)

Risposte tempestive e decise della BCE:

- **maggio 2010:** viene avviato il **Securities Markets Programme (SMP)**
- **novembre e dicembre 2011:** due riduzioni dei tassi di interesse ufficiali (MRO allo 0,25%)
- **dicembre 2011 e febbraio 2012:** due operazioni di rifinanziamento a tre anni con piena aggiudicazione della domanda (**LTRO**)
- **luglio – agosto 2012:** «*the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro*»; vengono introdotte le **Operazioni monetarie definitive (OMT)**
- **maggio e novembre 2013:** due riduzioni dei **tassi ufficiali** (ORP a 0,25%, il minimo storico)
- **luglio 2013:** per contrastare gli effetti connessi con l'annuncio della Fed (*tapering*), la BCE fornisce indicazioni prospettiche sulla politica monetaria (**forward guidance**)
- **primi mesi 2014:** il Consiglio direttivo della BCE **ribadisce la forward guidance** e dichiara che vi è unanimità sull'impegno a ricorrere a misure non convenzionali per contrastare bassa inflazione
- **[5 giugno 2014: un pacchetto articolato di misure per favorire il credito all'economia e riportare l'inflazione vicina al 2% nel medio termine]**

# Gli effetti delle misure della BCE, 1: SMP

BTP a 10 anni: andamento effettivo e controfattuale  
(punti percentuali)



**L'SMP ha contenuto l'aumento dei tassi**

# Gli effetti delle misure della BCE, 2: LTRO

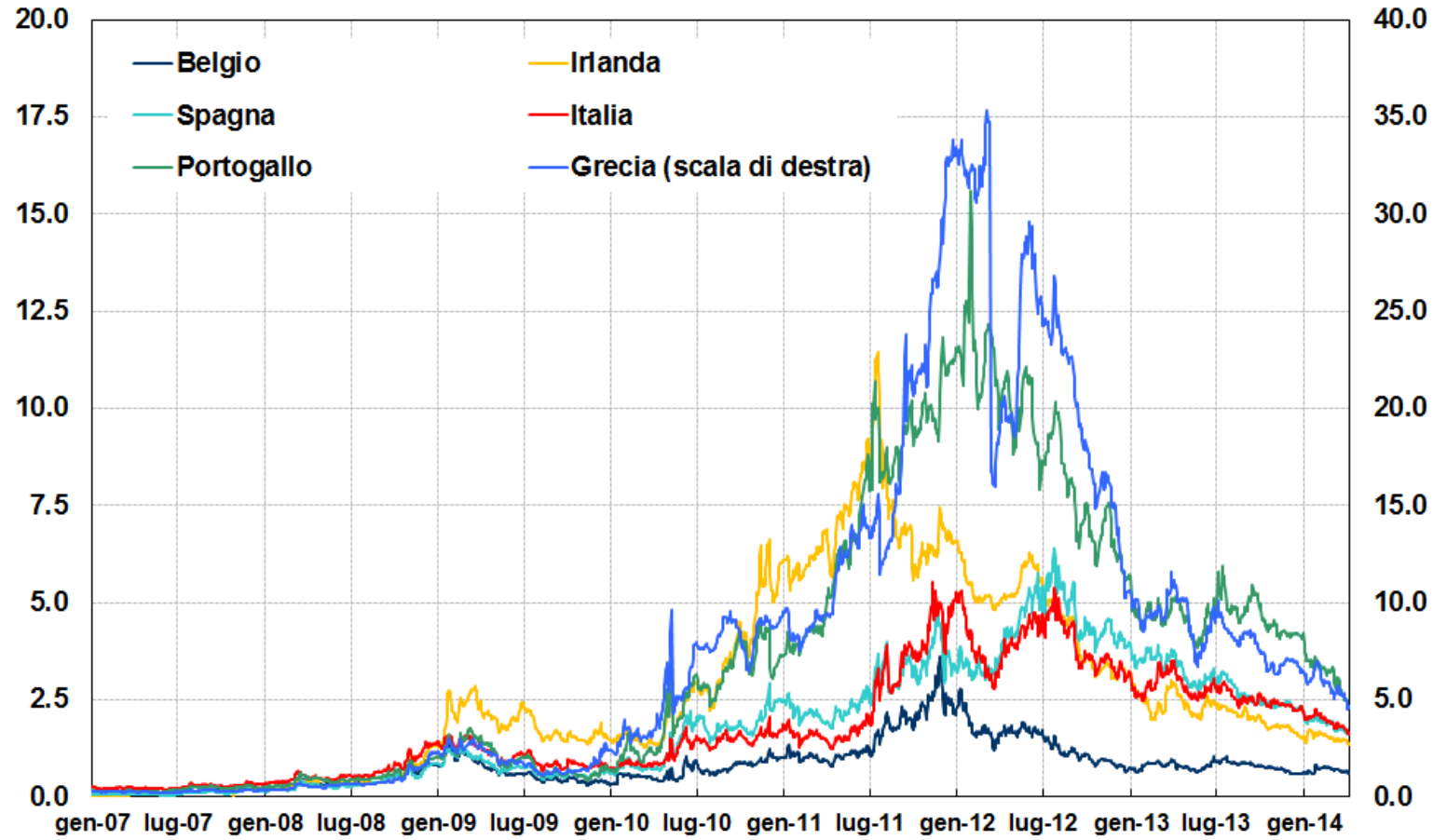
Differenziale sui prestiti interbancari garantiti da titoli di Stato italiani e tedeschi  
(punti base; prestiti a tre mesi)



**Le LTRO hanno ridotto le tensioni sul mercato monetario e migliorato l'accesso al credito per le imprese**

# Gli effetti delle misure della BCE, 3: OMT

Spread a 10 anni rispetto ai titoli tedeschi  
(punti percentuali)



**Dopo l'annuncio dell'OMT, gli spread sovrani sono fortemente diminuiti**

# Gli effetti delle misure della BCE sull'economia reale (Casiraghi, Gaiotti, Rodano e Secchi (2013))

Simulazione controfattuale: impatto delle politiche monetarie non convenzionali della BCE  
sulle principali variabili macroeconomiche dell'Italia

<i>Growth rates (pp)</i>	Total		via Credit Availability	
	2012	2013	2012	2013
GDP	1.1	1.6	0.7	0.6
Exports	0.1	0.0	0.1	0.0
Imports	2.6	3.1	2.2	1.6
Household consumption	0.7	1.2	0.1	0.2
Investment	5.4	10.3	5.4	6.5
Lending to firms	1.4	4.0	1.0	1.8
Consumer credit	0.8	3.0	0.0	0.2
Mortgages	1.5	6.5	0.0	0.4
<i>Differences (pp)</i>				
Consumption deflator	0.0	0.2	0.0	0.1
Unemployment rate	-0.2	-1.5	0.0	-0.5
Government budget (%GDP)	1.1	1.6	0.7	0.6

- **L'effetto sul PIL è di poco inferiore a 3 punti percentuali nel biennio 2012-13**
- **Per metà si è trasmesso via il miglioramento delle condizioni di offerta di credito**

## 2.c – Le più recenti misure della BCE

# L'impegno del Consiglio direttivo della BCE

- Il Consiglio direttivo della BCE ha confermato l'impegno a ricorrere a strumenti non convenzionali per fare fronte al rischio di un periodo troppo prolungato di bassa inflazione; ha fornito indicazioni prospettiche sulla politica monetaria (*forward guidance*) a partire dal luglio 2013
- Da ultimo, ha adottato un pacchetto articolato di misure:



**5 giugno 2014:**

## **La BCE annuncia un articolato pacchetto di misure di politica monetaria**

- 1. Riduzione dei tassi ufficiali** (tasso di riferimento (MRO) a 0,15% da 0,25; **tasso negativo su *deposit facility***, a -0,10%)
- 2. Stop alla sterilizzazione dei titoli di Stato acquistati con il piano SMP** varato nel 2010 (aumenta la liquidità in circolazione, riducendo e stabilizzando i tassi di mercato monetario)
- 3. «Targeted longer-term refinancing operations» (TLTRO):** operazioni di rifinanziamento a lungo termine (scadenza settembre 2018) alle banche, ma «mirate» al riutilizzo di questi fondi a favore di imprese e famiglie (ma non per la concessione di mutui)
- 4. Rivitalizzazione mercato ABS:** intensificazione della preparazione per l'acquisto da parte della BCE di *Asset-Backed Securities* (titoli cartoralizzati «semplici e trasparenti», «agganciati» a prestiti alle imprese), per favorire il finanziamento delle banche a PMI.

# Effetti delle misure del 5 giugno 2014

«Sulla base dei soli effetti finora osservati sul cambio e sui tassi di mercato si stima che per l'Italia lo stimolo alla crescita del prodotto nel triennio 2014-16 possa essere cumulativamente dell'ordine di mezzo punto percentuale.»

(Panetta, 9 giugno 2014)

# 3 – L'unione bancaria

# Perché l'unione bancaria nell'area dell'euro?

- Per rompere la spirale negativa tra le condizioni dei sistemi bancari nazionali e quelle dei rispettivi debiti sovrani
- Per impedire la frammentazione dei mercati finanziari e preservare quindi il mercato unico
- Per conferire poteri di vigilanza a un supervisore nazionale nel caso di banche *cross border* di grosse dimensioni

*Grazie per l'attenzione*