

3. LA POLITICA MONETARIA NELL'AREA EURO

Il 2022 è stato caratterizzato dal ritorno di un'alta inflazione nell'area euro, ben al di sopra dell'obiettivo a medio termine fissato dalla Banca Centrale Europea. Questo ha portato a un'inversione di rotta nelle politiche monetarie europee che, negli ultimi anni, erano state accomodanti al fine di aiutare la ripresa economica.

La restrizione monetaria è stata introdotta attraverso una graduale riduzione di alcune politiche monetarie non convenzionali, come il programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP), che si è concluso nel marzo del 2022. Tuttavia, il Consiglio si impegna a reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza almeno fino alla fine del 2024. Inoltre, il programma di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme*, APP) ha subito una netta diminuzione dei titoli acquistati per far fronte alla crescente inflazione, arrivando a zero acquisti netti da metà 2022.

A luglio, il Consiglio direttivo ha preso una decisione di politica monetaria importante, iniziando il processo di normalizzazione dei tassi d'interesse di riferimento principali, aumentandone il livello di 50 punti base. Questo è stato il primo aumento dei tassi dall'anno 2011, costituendo così l'uscita dalla politica dei tassi negativi, e ha segnato l'inizio di una politica restrittiva senza precedenti nella storia della BCE. Contestualmente, è stato annunciato il *Transmission Protection Instrument* (TPI), un nuovo strumento di politica monetaria non convenzionale volto a evitare la frammentazione ingiustificata dei tassi di interesse dei titoli di Stato dei Paesi in maggiore difficoltà finanziaria.

Successivamente, l'Eurosistema ha proseguito con l'implementazione di politiche restrittive, continuando ad aumentare il livello dei tassi di riferimento. Tuttavia, il Consiglio direttivo ha dovuto operare in un contesto di forte incertezza sui dati economici. Le politiche simili adottate da altre banche centrali hanno influenzato importanti fattori dell'economia europea, creando ulteriori sfide nella valutazione della situazione.

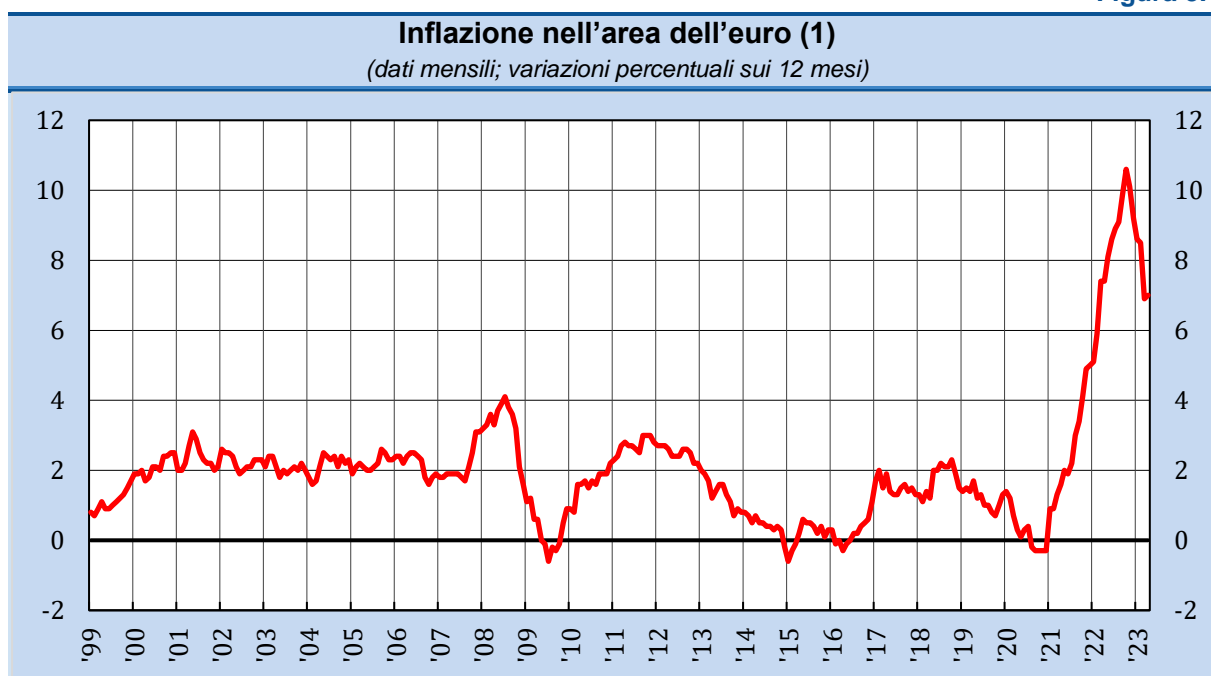
Inoltre, la continuazione del conflitto in Ucraina è stata un ulteriore ostacolo per le analisi di medio-lungo periodo e una delle cause scatenanti della repentina crescita dell'inflazione nell'Eurozona. Per ulteriori approfondimenti sui tassi di interesse e i cambi dell'euro, si veda il sottoparagrafo "i tassi di interesse e il cambio dell'euro".

Proprio a seguito di tali incertezze e continue variazioni dello scenario economico e geopolitico globale, il Consiglio direttivo della BCE si riserva di modificare il proprio approccio con il passare del tempo al fine di adattarsi alle nuove sfide e condizioni emergenti.

L'azione di politica monetaria

I primi mesi del 2022 sono stati caratterizzati da un forte aumento dell'inflazione, principalmente dovuto all'ingente immissione di liquidità nel sistema per far fronte all'emergenza pandemica che ha caratterizzato il 2021. Inoltre, il 24 febbraio è iniziata l'invasione russa nei confronti dell'Ucraina, riportando una guerra nel suolo europeo dopo anni e contribuendo all'aumento generale dei prezzi, soprattutto per le materie prime. L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) ha registrato il suo massimo ad ottobre 2022, raggiungendo il 10,6 per cento e per la prima volta dall'istituzione della moneta unica, l'inflazione ha superato la doppia cifra (Figura 3.1).

Figura 3.1



Fonte: Eurostat.
(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA)

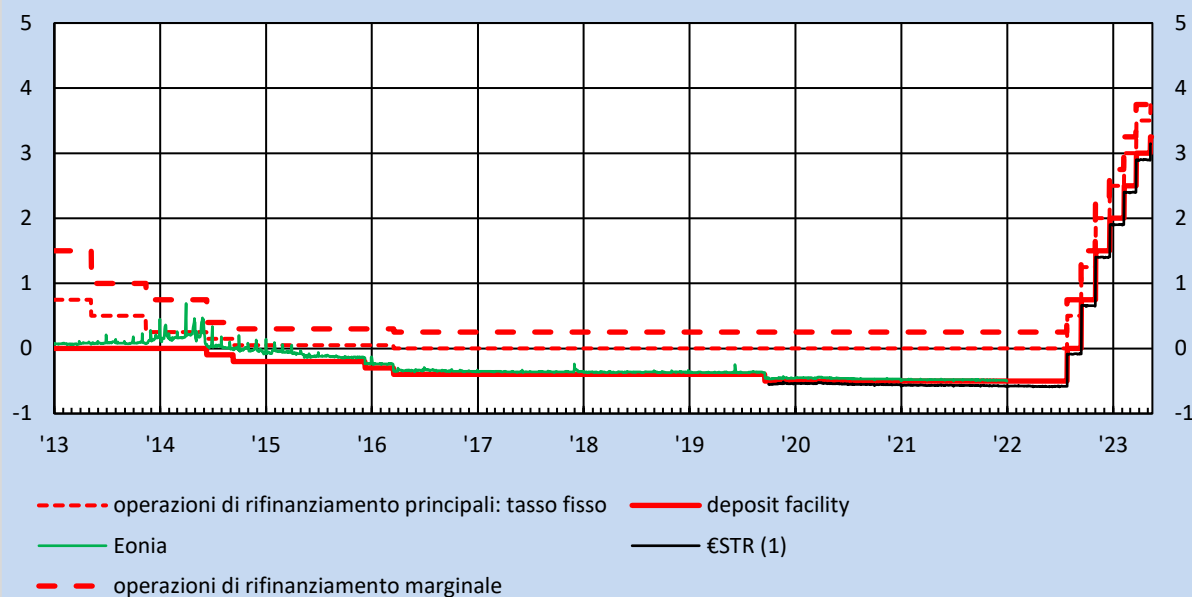
Per contrastare l'improvviso aumento dei prezzi, il Consiglio direttivo della BCE ha delineato le misure da adottare rispetto ai tassi di interesse di riferimento, applicando, dopo oltre 10 anni, una politica restrittiva. Per raggiungere l'obiettivo principale della BCE, riguardante le prospettive di inflazione vicine al 2 per cento annuo nel medio periodo, ha rialzato i tassi principali, con il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale portato al 2,75 per cento nel dicembre del 2022, rispetto allo 0,25 per cento alla fine del 2021 (figura 3.2). La situazione è analoga per il tasso di deposito marginale (-0,5 per cento nel 2021 contro il 2 per cento del dicembre 2022).

L'azione di inasprimento della politica monetaria attraverso il rialzo dei tassi ufficiali ha reso meno vantaggiose le condizioni applicate alla terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3), riducendo così le richieste di prestiti dalle banche e portando alla riduzione delle attività nel bilancio dell'Eurozona (Figura 3.2).

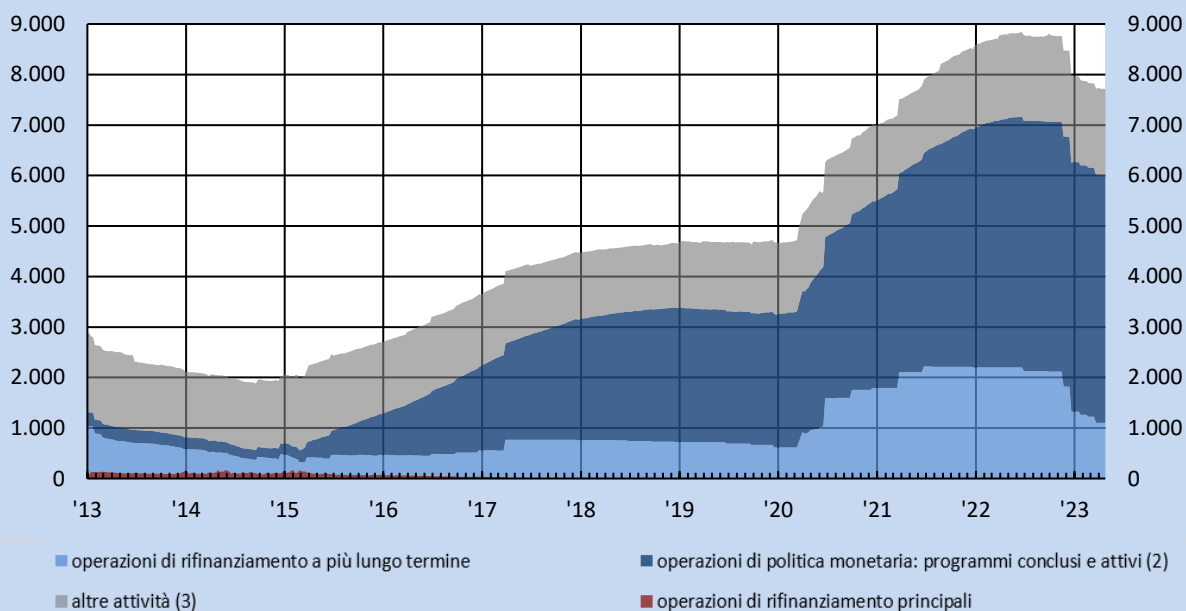
Figura 3.2

Tassi di interesse ufficiali nell'area dell'euro e bilancio consolidato dell'Eurosistema

(a) tassi di interesse ufficiali e del mercato monetario
(dati giornalieri; valori percentuali)



(b) bilancio consolidato dell'Eurosistema: attività
(dati settimanali; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

(1) Dal 2 ottobre 2019 €STR è un nuovo tasso di riferimento overnight per il mercato monetario dell'area dell'euro. Il tasso Eonia è calcolato come €STR incrementato di 8,5 punti base. - (2) Include il primo, il secondo e il terzo programma di acquisto di obbligazioni bancarie garantite (*Covered Bond Purchase Programme*, CBPP, CBPP2 e CBPP3), il programma di acquisto di titoli sul mercato secondario (*Securities Markets Programme*, SMP), il programma di acquisto di titoli emessi in seguito alla cartolarizzazione di prestiti bancari (*Asset-Backed Securities Purchase Programme*, ABSPP), il programma di acquisto di attività del settore pubblico (*Public Sector Purchase Programme*, PSPP), il programma di acquisto di titoli obbligazionari emessi da società non finanziarie dei paesi dell'area dell'euro (*Corporate Sector Purchase Programme*, CSPP) e, dal 26 marzo 2020, il PEPP. - (3) Operazioni di rifinanziamento marginale, oro e altre attività denominate in euro e in valuta estera.

IL PROBLEMA DELLA “DOMINANZA FINANZIARIA”

Una questione molto importante che va affrontata dalla BCE è quella della cosiddetta “dominanza finanziaria”, ovvero l’incapacità delle banche centrali di proseguire nei propri obiettivi di stabilità dei prezzi, in quanto teme di mettere a repentaglio la stabilità finanziaria¹. Ciò è dovuto alla capacità che gli operatori finanziari hanno di influenzare gli interventi di politica monetaria e la regolazione finanziaria, con lo scopo finale di migliorare i propri bilanci². In particolar modo, gli operatori di mercato possono agire, specie nelle loro scelte d’investimento, con particolare azzardo morale. Questo avviene, in quanto essi sono confidenti del fatto che, se la loro stabilità finanziaria dovesse essere minata dal proprio operato, ci sarebbe un ente, nel caso europeo la BCE, che adotterà misure volte a salvaguardare il singolo operatore o quantomeno il sistema intero³. Questo comportamento può essere adottato anche da parte di alcuni stati europei, configurando la situazione della cosiddetta dominanza fiscale. Questi stati, nonostante alti livelli di debito pubblico, continuano ad aumentarlo confidenti che, in caso di problemi, si prediligerà la stabilità dell’intero sistema piuttosto che il ligio rispetto delle regole fiscali. In questa circostanza, la BCE interverrà diminuendo il livello dei tassi d’interesse e/o attuando altre politiche, in modo tale da attenuare le pressioni sul paese in difficoltà ed evitare che si verifichi una situazione di “contagio” nell’intera Eurozona. Il rischio di dominanza finanziaria può rendere complesso per le banche centrali bilanciare gli obiettivi di stabilità finanziaria e di stabilità dei prezzi. Infatti, se una banca centrale è troppo prudente nel sollevare i tassi di interesse per timore di destabilizzare i mercati finanziari, potrebbe perdere la fiducia dei mercati e mettere a rischio la propria credibilità. D'altra parte, se alzasse troppo rapidamente i tassi di interesse, potrebbe causare una recessione e avere effetti negativi sull'economia. Per evitare la dominanza finanziaria, le banche centrali devono perseguire politiche monetarie equilibrate e coerenti con i propri obiettivi di politica economica. Dovrebbero anche comunicare sempre in modo trasparente e aperto con i mercati finanziari e il pubblico, in modo da mantenere la fiducia e la credibilità delle proprie scelte di politica monetaria⁴.

A seguito della crisi finanziaria del 2008 e la successiva crisi del debito sovrano in Europa, diversi paesi del Unione Economico Monetaria (UEM) si sono trovati in una situazione di forte difficoltà, a causa degli alti livelli di debito e del rischio di ridenominazione per alcuni di essi. Tutto ciò ha generato una forte pressione sul Consiglio direttivo della BCE che è stato “costretto” a intervenire per salvaguardare l’integrità dell’Unione, con un allentamento dei tassi e con l’introduzione di nuovi strumenti, quali T-LTRO e *Outright Monetary Transactions*

¹ Gros, D. and Shamsfakhr, F. (2021), “*Financial Dominance: Not an Immediate Danger*”, Publication for the committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg.

² Benigno P., Canofari P., Di Bartolomeo G. e Messori M. (2021), “*Financial Dominance in the Pandemic and Post-Pandemic*”, Monetary Dialogue Papers. LU: Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies Directorate-General for Internal Policies. <https://data.europa.eu/doi/10.2861/822341>

³ BCE (2022), “*What Is a Lender of Last Resort?*”, 12 novembre 2022. <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/what-is-a-lender-of-last-resort.en.html>

⁴ Casiraghi M. e Perez L.P. (2022), “*Central Bank Communication. Monetary Policy Frame*”, International Monetary Fund.

(OMT)⁵. Inoltre, le stringenti regole fiscali che i paesi dell'UE devono rispettare (contenute nel *Fiscal Compact*) non permettevano ai singoli stati di intervenire efficacemente, rendendo così l'Eurosistema l'unico organo in grado di evitare il rischio default. Durante questo importante allentamento, alcuni paesi ad alto debito hanno avuto grandi benefici, in quanto sono riusciti ad uscire da una situazione di crisi senza peggiorare la propria posizione debitoria, e in alcuni casi anche migliorarla. Sebbene i potenziali benefici iniziali di questo scenario possano far pensare che la dominanza finanziaria non sia un problema, nel medio-lungo periodo gli effetti negativi tendono ad essere maggiori dell'iniziale impatto positivo. Ciò è dovuto a un ampliamento degli squilibri sul mercato, il quale genera maggiore instabilità e la possibilità di peggiorare e prolungare eventuali scompensi futuri. Pertanto, diventa essenziale sviluppare un sistema di regolamentazione, sia a livello micro che macroprudenziale, volto a contenere il rischio di dominanza finanziaria attraverso, ad esempio, l'implementazione di altre misure atte a diminuire le attività di rischio degli operatori².

Con lo scoppio della pandemia da Covid-19, le istituzioni europee hanno adottato nuovi strumenti sia di natura fiscale che monetaria, ottenendo risultati sorprendenti, ma anche il superamento quantomeno temporaneo, della cosiddetta "dominanza monetaria". Infatti, si può notare come le politiche attuate dalla BCE, quali l'ampliamento dell'APP e la creazione del PEPP, abbiano avuto il ruolo di sostenere e finanziare le politiche fiscali nazionali e comunitarie, generando così un caso di dominanza fiscale. Tuttavia, se le politiche fiscali nazionali ed europee, in particolare il programma *Next Generation-EU*, avranno l'effetto desiderato di rilanciare la crescita europea, si potrebbe tornare ad avere le politiche monetarie in un ruolo apicale, ed evitare una prolungata situazione di dominanza finanziaria. In caso contrario, nuovi shock negativi potrebbero condurre nuovamente ad una situazione di dominanza fiscale e a un nuovo periodo di allentamenti monetari, volti principalmente a diminuire i rischi di default sovrani e privati².

In tempi recenti, a seguito delle spinte inflazionistiche che hanno caratterizzato principalmente il 2022 e l'inizio del 2023, la BCE ha iniziato un percorso di restrizione monetaria, chiudendo i programmi di *Quantitative Easing* e aumentando il livello dei tassi d'interesse, in modo tale da riportare l'inflazione verso il suo obiettivo di medio periodo. Questo processo ha permesso di allentare il rischio di dominanza finanziaria e di dare al Consiglio direttivo più spazio di manovra per garantire la stabilità dei prezzi⁶. Nonostante ciò, alcuni argomentano che la risposta delle banche centrali alla crescita dell'inflazione sia stata troppo lenta e debole rispetto a quanto realmente necessario, mostrando quindi una forte attenzione nei confronti del mantenimento della stabilità finanziaria⁷. Inoltre, il recente collasso di *Silicon*

⁵ Cour-Thirmann P. e Winkler B. (2013), "*The ECB's Non-Standard Monetary Policy Measures: The Role of Institutional Factors and Financial Structure*".

⁶ Boissay F., Borio C., Leonte C. S. e Shim I. (2023), "*Prudential Policy and Financial Dominance: Exploring the Link*", Bank of International Settlement, Quarterly Review.

⁷ Winkler A. (2022), "*Does Financial Dominance Explain the Recent Rise in Inflation?*", *The Economists' Voice* 19: 165–81. <https://doi.org/10.1515/ev-2022-0025>

Valley Bank e le difficoltà di *Credit Suisse* hanno riportato in luce il problema della stabilità finanziaria e potrebbero far rallentare il restringimento monetario in corso da parte di diverse banche centrali. Tutte queste circostanze concomitanti rendono più difficile il lavoro delle banche centrali nel bilanciare gli obiettivi di stabilità dei prezzi con la stabilità finanziaria. È importante che esse siano in grado di adottare politiche flessibili e reattive per far fronte agli scenari in evoluzione dell'economia globale e garantendo così un corretto bilanciamento tra gli obiettivi che si pongono⁸.

Le operazioni di politica monetaria

La BCE ha optato per la progressiva chiusura del programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica PEPP e l'allentamento del programma di acquisto di attività finanziarie APP, programmi con intenti espansivi per l'economia, quindi contrastanti con gli odierni obiettivi della Banca Centrale Europea. L'acquisto di titoli attraverso il PEPP è terminato nel marzo 2022 (continuando però a reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza almeno fino alla fine del 2024), mentre è avvenuta una netta riduzione di acquisti di titoli nell'ambito dell'APP, concludendo gli acquisti netti di attività il 1° luglio 2022. Nel caso di una situazione di peggioramento dell'economia, entrambi i programmi potranno essere adeguati seguendo i trend macroeconomici.

Nel luglio del 2022, è stato annunciato un nuovo strumento di politica non convenzionale, il *Transmission Protection Instrument* (TPI). L'obiettivo primario del TPI è di evitare il fenomeno della cosiddetta “frammentazione”. Questa situazione è caratterizzata da uno scostamento ingiustificato dei tassi di interesse dei titoli di Stato di uno o più paesi membri, rispetto ai loro valori “fondamentali”. In particolar modo si osserva un forte aumento dei differenziali di rendimento dei titoli di alcuni paesi membri rispetto ai valori dei titoli tedeschi, questo differenziale è comunemente conosciuto come *spread* (non a caso il TPI viene anche definito come “scudo anti-*spread*”).

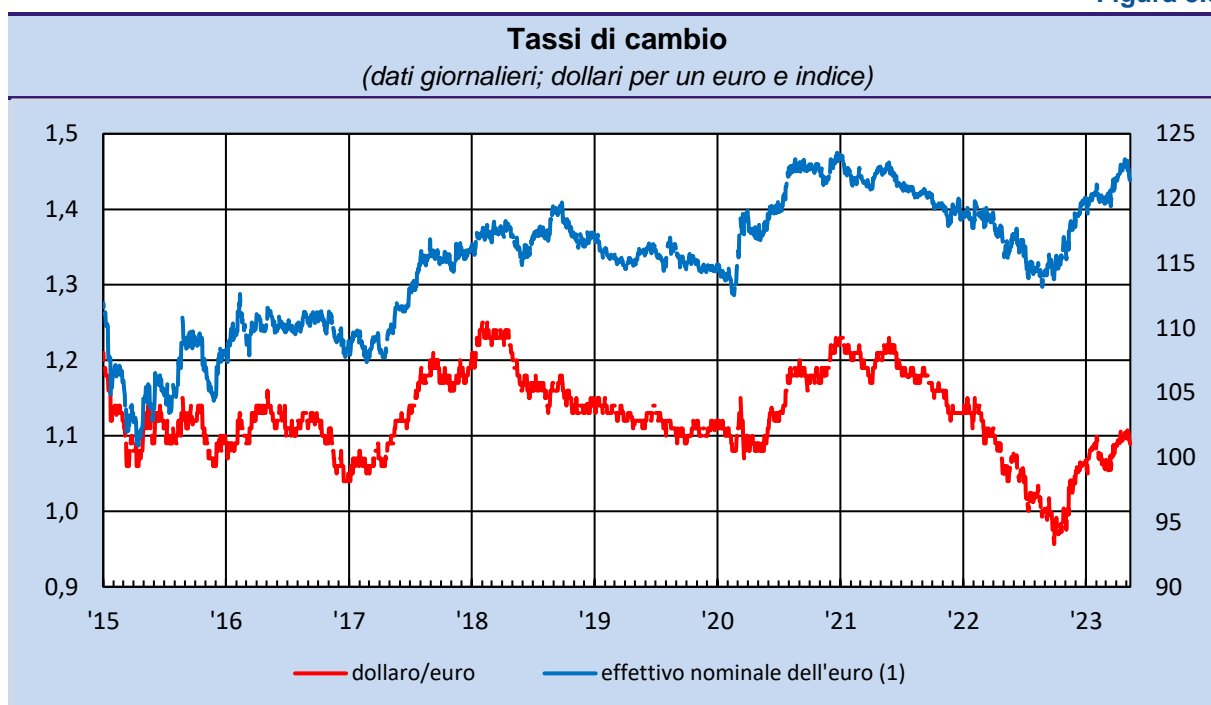
I primi effetti sono stati subito visibili dal luglio del 2022 (data dell'annuncio del TPI), con la riduzione, seppur leggera, di alcuni *spread* sotto la lente vigile della BCE. Successivamente, la situazione dei tassi dei *bond* appartenenti ai paesi “PIIGS” (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna) è rimasta sotto controllo, non necessitando un intervento sovranazionale; in alcuni casi è avvenuta una forte riduzione dei differenziali tra i titoli a 2 anni tedeschi e i titoli italiani, spagnoli, greci e portoghesi, portando i valori al di sotto dei 100 punti base. La Banca Centrale Europea resta sempre in allerta in caso di eventuali nuovi shock e la situazione finanziaria dei paesi più instabili viene costantemente verificata, così da ridurre le asimmetrie tra i diversi Stati e facilitare l'applicazione delle misure necessarie al corretto funzionamento dei meccanismi di trasmissione.

⁸ Schnabel I. (2023), “Interview with Politico”, Interview conducted by Johanna Treeck on 20 April 2023

I tassi di interesse e il cambio dell'euro

Nel 2022 vi è stato un aumento generale dei tassi di interesse nominali, dovuto principalmente alle politiche restrittive della Banca Centrale Europea e all'aumento dell'inflazione. I titoli di Stato a 10 anni nell'area euro hanno subito un rialzo notevole, raggiungendo il 2,8 per cento nel dicembre 2022 rispetto allo 0,2 della fine del 2021 (valore calcolato come media dei diversi paesi membri).

Figura 3.3



Il 2022 è stato caratterizzato dalla forte svalutazione dell'euro nei confronti del dollaro americano (deprezzamento iniziato già nel 2021). In particolare, si è svalutato del 4,7 per cento in termini nominali e del 19,6 per cento rispetto al dollaro (tra settembre 2021 e settembre 2022). Tra la fine di agosto e l'inizio di novembre 2022, il tasso di cambio è sceso sotto la parità, condizione che non avveniva da 20 anni esatti (agosto 2002), raggiungendo il valore di 0,96 Euro/USD (figura 3.3). La situazione ha destato diverse preoccupazioni, soprattutto a causa dei forti legami tra tassi di cambio e andamento dei principali indicatori macroeconomici (cfr. il riquadro: *I tassi di cambio e il rischio di una "reverse currency war"*).

I TASSI DI CAMBIO E IL RISCHIO DI UNA “REVERSE CURRENCY WAR”

Sono numerosi gli studi che evidenziano come il dollaro americano, valuta di riferimento per le transazioni internazionali, ricopra tutt'oggi il ruolo di “bussola” dell'economia globale, motivo per cui le politiche della Fed hanno un impatto globale ben maggiore rispetto alle politiche monetarie delle altre banche centrali, BCE inclusa⁹. La mancanza di una coordinazione congiunta tra le banche centrali ha portato la Fed ad anticipare le proprie politiche monetarie attraverso un aumento preventivo dei tassi di interesse già nel 2021, apprezzando così il dollaro nei confronti dell'euro e di altre valute. La BCE, inizialmente titubante a procedere con manovre restrittive poiché considerava l'inflazione come un fenomeno transitorio, ha aumentato i tassi di interesse principali nei primi mesi del 2022, non contenendo tuttavia l'apprezzamento del dollaro.

L'impatto dei tassi di cambio sulle economie è notevole: una svalutazione dell'euro permette ai paesi esteri di importare i prodotti dell'Eurozona ad un costo minore (favorisce quindi l'export dell'area euro), generando però una situazione opposta dal punto di vista dell'import (nel caso più rilevante, importare beni in dollari diventa più costoso per la zona euro). Il problema si aggrava se si considera che i prezzi delle materie prime e delle *commodities* è in larga parte quotata in dollari¹⁰. Un'ulteriore complicazione si registra anche nel mercato finanziario, ancora dominato da titoli e debiti denominati in dollari, situazione tale da rendere il rimborso più esoso per gli Stati con una valuta deprezzata, e quindi in grado di generare una crisi finanziaria come già accaduto in passato¹¹.

La situazione europea è afflitta, quindi, da un doppio aumento dei prezzi: da un lato la diminuzione di offerta di materia prima (inflazione da shock negativo di offerta), dall'altro un tasso di cambio sfavorevole (inflazione da importazione). Rimane rilevante il ruolo della ripresa economica post pandemia, che ha causato la ripresa dei consumi, individuabile nell'aumento dell'inflazione di fondo. L'improvviso apprezzamento del dollaro ha generato preoccupazione tra gli economisti per i possibili effetti duraturi sugli equilibri macroeconomici tra i vari Stati del mondo. La preoccupazione deriva da un caso analogo avvenuto durante gli anni 80', a seguito della “*Volcker disinflation*”, una manovra monetaria restrittiva voluta da Paul Volcker, presidente della Fed in quel periodo, caratterizzata da un incremento del tasso di interesse superiore al 15 per cento, con il solo fine di ridurre l'alta inflazione causata da una crisi energetica. La manovra ha portato l'effetto sperato, cioè la riduzione dell'inflazione all'interno

⁹ Ca' Zorzi, M., Dedola, L., Georgiadis, G., Jarocinski, M., Stracca, L., and Strasser, G.H. (2020), “*Monetary Policy and its Transmission in a Globalised World*”, European Central Bank Working Paper Series, n. 2407

¹⁰ Moschella, M. and Polyak, P. (2022), “*Managing global monetary spillovers. How the Fed's interest rate hikes and uncoordinated tightening affect the euro area*”, publication for the Committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg.

¹¹ Frankel, J.A. (2022), “*Get Ready for Reverse Currency Wars*”, Project Syndicate, <https://www.project-syndicate.org/commentary/strong-dollar-high-inflation-reverse-currency-wars-by-jeffrey-frankel-2022-05>

del territorio statunitense, ma ha mostrato anche le vulnerabilità della stessa economia in termini di PIL e tasso di disoccupazione¹².

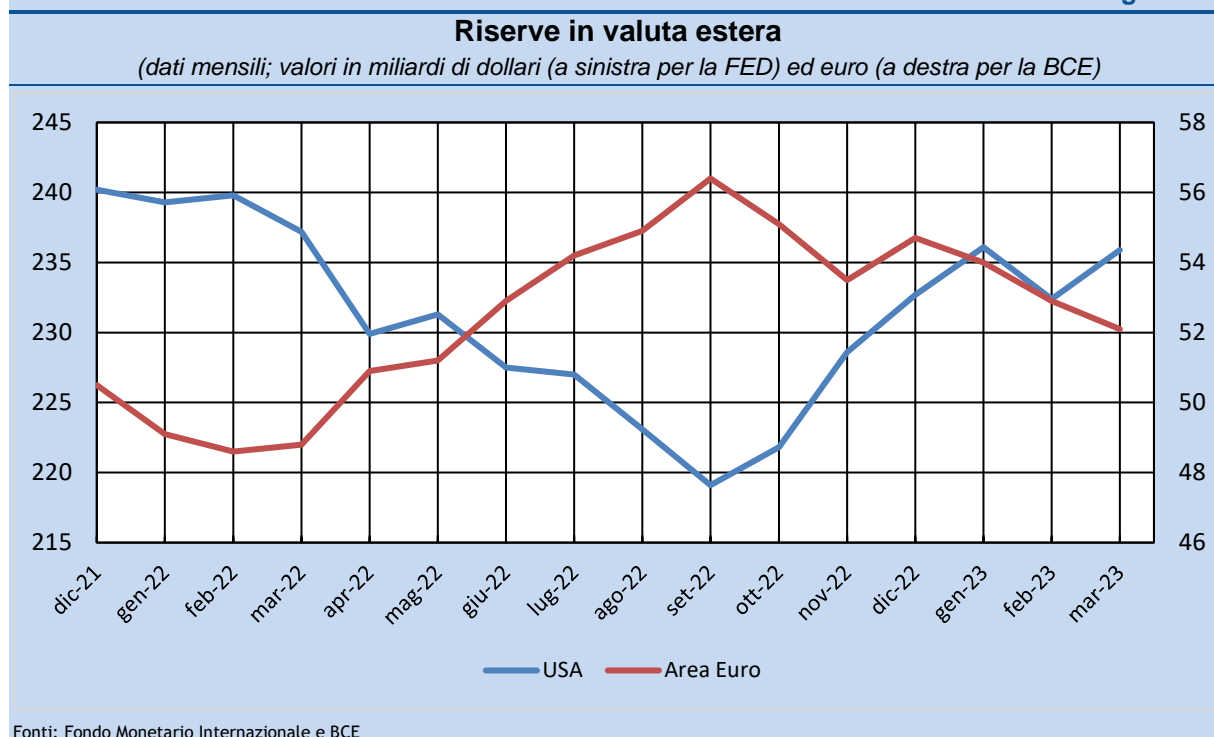
La politica effettuata da Volcker ha influenzato anche altre economie globalizzate, poiché il forte rialzo dei tassi statunitensi aveva compromesso l'equilibrio dei tassi di cambio con le altre valute estere (è importante ricordare che qualche anno prima, gli Accordi di Bretton Woods avevano perso la loro efficacia, conducendo all'adozione di un sistema di tassi di cambio flessibili), apprezzando il dollaro fino al 44 per cento rispetto ad alcune valute (Frankel, 2016). L'apprezzamento del dollaro aveva causato diversi problemi ai paesi perlopiù importatori di beni energetici, ritrovatisi improvvisamente ad affrontare un ingente aumento dei prezzi con ovvie ricadute sull'economia del paese. Viceversa, gli Stati Uniti iniziarono a riscontrare difficoltà ad esportare i propri prodotti verso i paesi concorrenti a causa della poca competitività in termini di prezzi. I diversi paesi cercarono di coordinarsi per contrastare l'ascesa del potere del dollaro dando vita all'"Accordo del Plaza", accordo con il quale si ottenne una netta svalutazione del dollaro, evitando una possibile spirale "prezzi-tasso di interesse" o "*overtightening spiral*" attraverso una "*reverse currency wars*"¹⁰.

Una guerra valutaria inversa (o *reverse currency wars*) è caratterizzata da un rafforzamento della propria valuta a discapito delle altre, generando così una spirale di rialzo dei tassi, dannoso per tutte le economie in gioco. Per evitare le conseguenze già avute negli anni '80 e contrastare qualunque possibilità di una nuova crisi che colpisca la stabilità del sistema economico e finanziario globale, le banche centrali dovrebbero operare attraverso un coordinamento congiunto, processo iniziato da alcune banche centrali nel 2023.

Un'altra delle principali preoccupazioni sulle modifiche dei tassi di cambio riguarda la modifica delle riserve valutarie possedute dalle banche centrali. Una valutazione attenta di questi valori (figura 3.4) evidenzia la diminuzione di asset in valuta straniera (perlopiù in euro) detenuta dalla Federal Reserve, iniziata alla fine del 2021 e mantenuta fino settembre del 2022, con un andamento opposto della Banca Centrale Europea, cui riserve (in maggior parte in dollari) sono aumentate. Questi andamenti sembrano, quindi, essere fortemente correlati alla forte svalutazione dell'euro nei confronti del dollaro; in effetti, da ottobre 2022 si è verificata un'inversione di tendenza nel possesso di riserve estere nelle due banche centrali, seguita da un apprezzamento dell'euro fino a raggiungere un valore al di sopra della parità (figura 3.3).

¹² Goodfriend M. and King R. G. (2005), "*The incredible Volcker disinflation*", Journal of Monetary Economics, Volume 52, Issue 5, Pages 981-1015
<https://www.nber.org/papers/w11562>

Figura 3.4



La moneta e il credito

Nell'intero 2022 è avvenuta una riduzione costante, già in parte vista nell'anno precedente, degli aggregati monetari M1, M2 ed M3. La tendenza di quest'ultimo è stata determinata dal graduale venir meno degli acquisti netti di attività e delle TLTRO da parte dell'Eurosistema (cfr. figura 3.2b), dall'indebolimento della dinamica del credito in un contesto di tassi di interesse più elevati e dal progressivo spostamento delle banche verso fonti di finanziamento a più lungo termine.

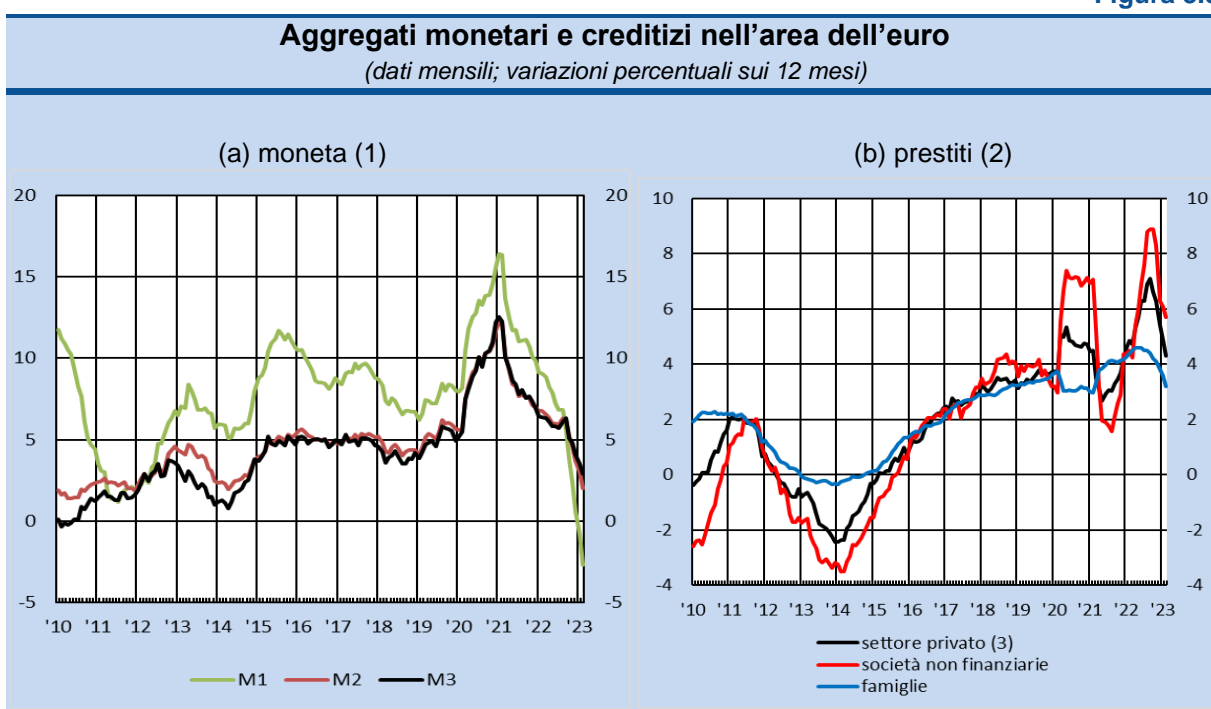
Particolarmente rilevante risulta la variazione dell'aggregato ristretto M1 che nel 2023 ha registrato un'ulteriore flessione ed è divenuta negativa per la prima volta dall'avvio dell'Unione economica e monetaria (1992), fornendo così un contributo negativo alla variazione di M3. Tale andamento è stato determinato anche dallo spostamento di fondi dai depositi a vista a quelli a termine, meglio remunerati nel contesto di tassi più elevati e a causa del costo-opportunità di detenere moneta in un contesto di alta inflazione.

Il forte decremento dei diversi aggregati monetari (in linea con le politiche restrittive attuate dalla BCE contro la lotta all'inflazione) è il risultato di un corretto funzionamento del meccanismo del moltiplicatore monetario che regola l'offerta di moneta e la base monetaria. Non sempre però il suo funzionamento si è dimostrato efficace, soprattutto nel decennio successivo la crisi del 2008, caratterizzato da una moltitudine di politiche espansive della Banca Centrale Europea aventi lo scopo di risollevare l'economia e sostenere la crescita del PIL e dell'inflazione. Il problema principale era legato al fatto che le banche erano restie a prestare liquidità ai privati (famiglie e imprese) rendendo quindi vana l'immissione di liquidità

nell'economia. La già grava situazione è stata successivamente peggiorata a causa di un'incertezza generale dovuta a una mancanza di fiducia da parte di istituzioni, enti creditizi e privati. Un'ulteriore mossa a favore dell'economia è stata la riduzione del coefficiente di riserva durante la crisi dei debiti sovrani, passando dal 2 per cento all'1 per cento, un tassello fondamentale per modificare in maniera significativa le quantità di moneta in circolazione.

Quindi, si evidenzia un'asimmetria tra gli effetti delle variazioni negative e positive di moneta: le prime sono solitamente più veloci ed efficaci, le seconde invece aiutano solo in parte le eventuali crisi economico-finanziarie a causa della loro scarsa efficienza. Ovviamente, le valutazioni della BCE tengono conto dell'eterogeneità dei diversi paesi, cui si rimanda a Della Posta (2018) per un maggiore approfondimento.

Figura 3.5

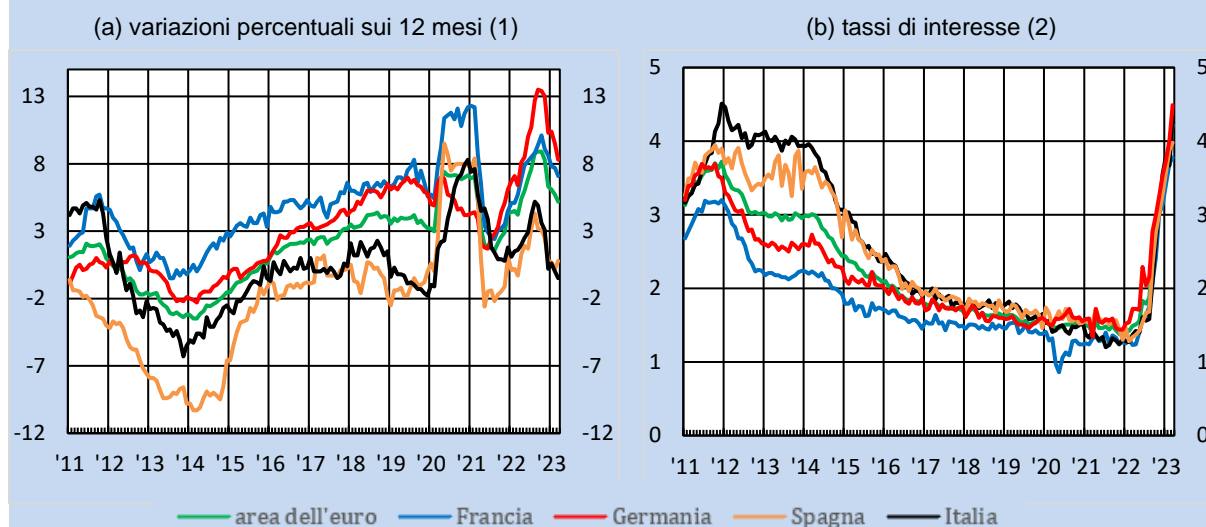


Fonte: BCE.

(1) Variazioni calcolate sulla base di dati destagionalizzati e corretti per tenere conto degli effetti di calendario. - (2) Prestiti in euro e nelle altre valute concessi dalle istituzioni finanziarie e monetarie (IFM), corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni. - (3) Il settore privato è costituito da famiglie, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, società non finanziarie, imprese di assicurazione e fondi pensione, fondi comuni non monetari e altre istituzioni finanziarie.

I prestiti bancari al settore privato dell'area euro hanno avuto una forte ripresa nella prima metà del 2022, mentre sono diminuiti nel secondo semestre e nei primi mesi del 2023 (5,4 per cento sui dodici mesi nel 2021; fig. 3.5.b).

Una delle possibili cause della riduzione dei prestiti da parte delle famiglie è da individuare nei tassi di interesse, che hanno portato ad un aumento del costo del credito bancario, sfavorendo soprattutto la sottoscrizione di mutui per l'acquisto di abitazioni. I risultati dell'indagine sulle aspettative dei consumatori (*Consumer Expectations Survey*) di gennaio 2023 indicano che questi ultimi si attendono un ulteriore aumento dei tassi sui mutui nei prossimi dodici mesi, nonché maggiori difficoltà di accesso a tali prestiti.

Prestiti alle società non finanziarie nei paesi dell'area dell'euro*(dati mensili; variazioni percentuali)*

Si riscontra una situazione simile per i prestiti alle società non finanziarie. L'aumento dei tassi di interesse ha riguardato l'intera unione monetaria, evidenziando un'omogeneità tra i diversi paesi, con il tasso nell'area euro che nel dicembre 2022 si attestava sul 3,4 per cento (1,4 per cento nello stesso periodo dell'anno precedente, figura 3.6.b), con valori simili per Germania, Francia, Spagna e Italia.

Maggiori sono le differenze sui tassi di crescita del credito tra i paesi precedentemente analizzati; il tasso è incrementato al 6,3 per cento nell'area euro (dal 4,3 nel 2021; fig. 3.6.a); la crescita è dovuta principalmente alla Francia (8,6 per cento, da 3,8) e alla Germania (10,3 per cento, da 5,2), mentre in Italia e in Spagna la situazione è peggiorata, rispettivamente (in Italia 0,2 per cento, da 1,7, mentre in Spagna 0,8 per cento, da 1,1).

Ulteriore conferma di quanto emerso in precedenza viene data dalle aspettative degli enti creditizi (*Bank Lending Survey*) di maggio 2023, nel quale emergono i forti inasprimenti dei criteri di concessione alle imprese a causa dei rischi legati alle prospettive economiche e all'incertezza generale dell'andamento dei fondamentali macroeconomici nel prossimo futuro, con valori massimi dal 2011.

Le previsioni per il secondo semestre del 2023 sembrano rimarcare ulteriori inasprimenti nel mercato creditizio, con un aumento dei rifiuti di concessione dei prestiti sia per le PMI (Piccole-Medie Imprese) sia per le grandi imprese. Il tutto risulta in linea con gli obiettivi della BCE in merito alla circolazione di denaro nell'economia per combattere l'incessante persistenza di un'inflazione al di sopra del valore target.