



## LA RISPOSTA DELLA BCE ALLA CRISI FINANZIARIA

*La recente crisi finanziaria globale e il successivo rallentamento economico hanno richiesto azioni di policy inedite da parte sia delle autorità di bilancio sia di quelle monetarie su scala mondiale. Dall'inizio delle tensioni finanziarie a metà 2007 la BCE ha reagito con prontezza e decisione al peggioramento delle circostanze economiche e finanziarie allo scopo di preservare la stabilità dei prezzi nel medio termine. Oltre a ridurre i tassi di interesse a livelli non osservati nei paesi dell'area dell'euro nei decenni recenti, l'Eurosistema ha attuato una serie di misure non convenzionali di politica monetaria durante il periodo di tensioni acute nei mercati finanziari, in particolare il "maggiore sostegno al credito" e il Programma di acquisto nei mercati obbligazionari. Questi interventi eccezionali e incisivi hanno contribuito a sostenere l'intermediazione finanziaria nell'area dell'euro e sono stati determinanti per preservare l'offerta di credito alle famiglie e alle imprese, sempre nel pieno rispetto del mandato principale della BCE di assicurare la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Data la loro natura temporanea, alcune misure non convenzionali di politica monetaria adottate dalla BCE in risposta alla crisi sono già state interrotte, mentre altre saranno gradualmente rimosse in linea con la normalizzazione delle condizioni economiche e finanziarie. Il presente articolo illustra nel dettaglio come ha reagito la BCE alle varie fasi delle tensioni nei mercati finanziari nell'ambito della sua strategia di politica monetaria orientata al medio termine e descrive i risultati dei provvedimenti adottati.*

### I INTRODUZIONE

Le banche centrali e i governi di tutto il mondo hanno reagito con decisione alle sfide poste dalla crisi finanziaria globale fin dal suo esordio nell'estate del 2007. Erano necessari interventi incisivi, tempestivi e inediti per mantenere la liquidità dei mercati, ridurre il rischio sistemico e, in definitiva, ripristinare la stabilità nei mercati finanziari. Dato il carattere planetario della crisi, le autorità di bilancio e monetarie di tutto il mondo si sono trovate ad affrontare sfide analoghe, dovendo assicurare allo stesso tempo che le risposte fornite fossero commisurate alle specificità dei loro singoli sistemi finanziari ed economici.

Quando sono apparsi i primi segnali di tensioni nei mercati finanziari a metà 2007, la BCE ha agito rapidamente per anticipare l'offerta di liquidità alle istituzioni finanziarie nel tentativo di compensare le turbative nel mercato interbancario. Nei mesi seguenti sono state istituite linee di *swap* tra le principali banche centrali, soprattutto per contrastare le pressioni crescenti nei mercati del finanziamento a breve termine in dollari statunitensi. Dopo il fallimento della banca di investimento Lehman Brothers negli Stati Uniti nel settembre 2008, i timori circa la solvibilità delle istituzioni finanziarie di tutto il

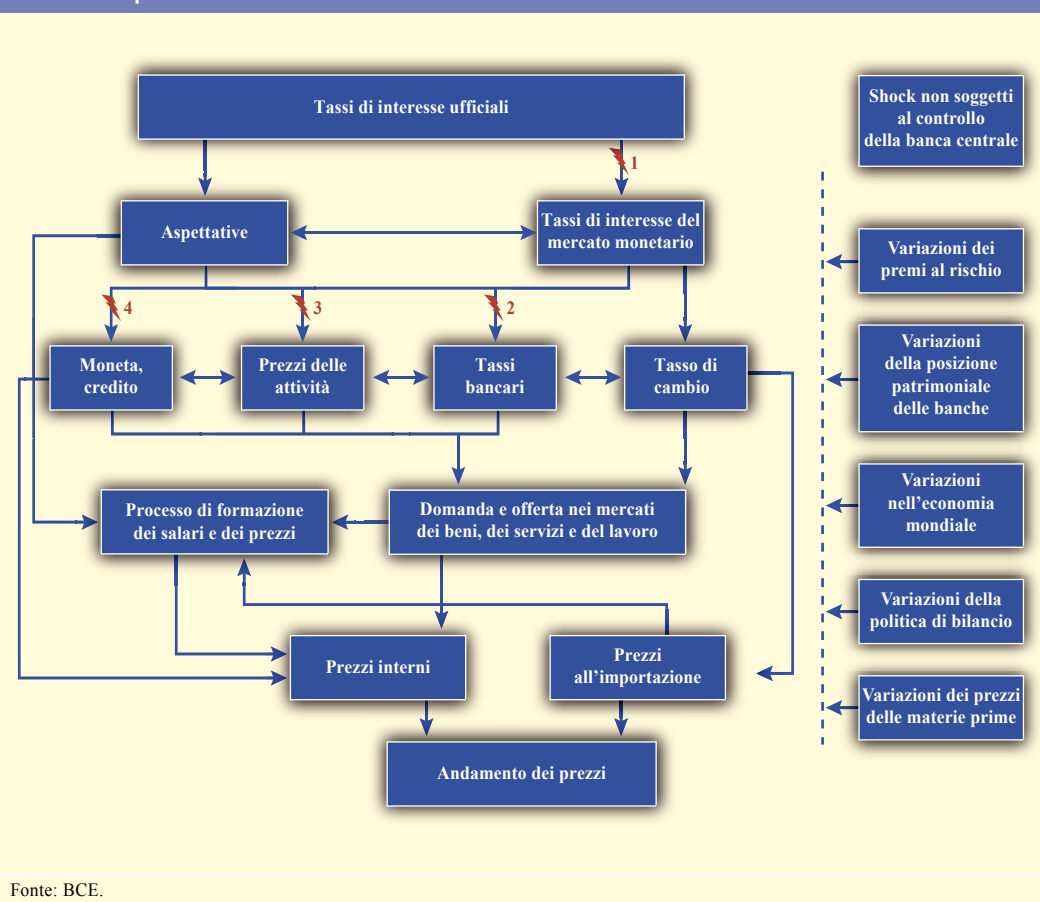
mondo hanno spinto il sistema finanziario internazionale sull'orlo del collasso. Per porre fine al malfunzionamento dei mercati e contenere il rischio di contagio all'economia reale nonché, in ultima istanza, assicurare la stabilità dei prezzi, le autorità monetarie del mondo intero hanno ridotto i tassi di interesse di riferimento a livelli storicamente bassi e hanno intrapreso una serie di misure non convenzionali di politica monetaria. Parallelamente, le autorità di bilancio hanno adottato un insieme di provvedimenti, quali i programmi di ricapitalizzazione o le garanzie pubbliche, studiati per evitare l'insolvenza di istituzioni finanziarie rilevanti sul piano sistemico o sopperire alle difficoltà di raccolta riscontrate da banche solvibili con vincoli di liquidità<sup>1)</sup>.

Il presente articolo analizza nel dettaglio la reazione dell'Eurosistema alle acute tensioni nei mercati finanziari a partire dalla metà del 2007<sup>2)</sup>. Illustra l'evolversi degli eventi e passa in rassegna le principali misure decise e attuate dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE

1) Per una rassegna delle misure di politica fiscale nell'area dell'euro durante la crisi, cfr. van Riet, A. (a cura di), *Euro area fiscal policies and the crisis*, Occasional Paper della BCE, n. 109, aprile 2010.

2) I dati utilizzati nel presente articolo sono aggiornati al 7 settembre 2010.

Figura 1 Illustrazione stilizzata del meccanismo di trasmissione dai tassi di interesse ufficiali ai prezzi



Fonte: BCE.

che hanno adottato l'euro. L'articolo spiega la logica economica e strategica sottostante ai provvedimenti intrapresi, valutandone per quanto possibile l'efficacia nel contenere le conseguenze della crisi e, in particolare, nel preservare l'ordinata trasmissione della politica monetaria. L'articolo mostra altresì che gli interventi effettuati dalla BCE dall'inizio della crisi finanziaria sono stati incisivi, ma fermamente ancorati alla prospettiva di medio periodo della sua strategia di politica monetaria. Per inquadrare la risposta della BCE alla crisi, la sezione 2 illustra il funzionamento della politica monetaria in circostanze normali. La sezione 3 approfondisce le misure attuate dall'Eurosistema individuando quattro fasi distinte: 1) il periodo delle turbolenze finanziarie; 2) l'intensificarsi della crisi finanziaria; 3) il periodo di temporaneo miglioramento delle condizioni nei mercati finanziari;

4) la crisi del debito sovrano. Infine, la sezione 4 trae le conclusioni.

## 2 LA TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA IN CIRCOSTANZE NORMALI

La politica monetaria influisce sui prezzi e sull'economia più in generale attraverso vari canali (cfr. figura 1). In termini semplici, le variazioni del tasso di interesse di riferimento della banca centrale influiscono sui tassi rilevanti per le famiglie e le imprese, fra cui quelli applicati a prestiti e depositi bancari, e quindi sulle decisioni di consumo, risparmio e investimento. A loro volta, queste decisioni si ripercuotono sulla domanda aggregata e, in ultima istanza, sul processo di determinazione dei prezzi e sulla formazione delle aspettative di inflazione. Nell'area

dell'euro si è riscontrato che questo canale, solitamente definito come il canale dei tassi di interesse, è quello che esercita la maggiore influenza sull'economia<sup>3)</sup>. Fra gli altri canali attraverso i quali la politica monetaria influisce sui prezzi e sull'attività reale si annoverano il canale del tasso di cambio e quello del prezzo delle attività.

In generale, il funzionamento del mercato monetario ha un ruolo cruciale nel determinare l'efficacia del canale dei tassi di interesse. I tassi di interesse al dettaglio, quali i tassi sui prestiti o sui depositi di famiglie e imprese, sono solitamente collegati alle condizioni di rifinanziamento delle banche, che a loro volta sono connesse ai tassi di interesse del mercato monetario. In circostanze normali, la BCE influisce su questi ultimi fissando i tassi di interesse di riferimento e regolando le condizioni di liquidità nel mercato monetario dell'area dell'euro. Più precisamente, fornisce alle banche un determinato ammontare di liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento eseguite attraverso aste competitive. I tassi minimi di offerta per tali aste sono stabiliti dal Consiglio direttivo sulla base della sua analisi economica e monetaria e costituiscono la principale indicazione dell'orientamento di politica monetaria.

Una volta fissati i tassi di interesse di riferimento, la BCE attua la sua politica monetaria assegnando l'ammontare di liquidità necessario al settore bancario per soddisfare il fabbisogno riconducibile ai cosiddetti fattori autonomi e all'adempimento degli obblighi di riserva<sup>4)</sup>. Consentendo alle banche di assolvere gli obblighi di riserva in media durante un periodo di mantenimento di circa un mese, il regime di riserva obbligatoria assicura che il tasso *overnight* del mercato monetario rifletta il tasso di interesse ufficiale. In questo modo, gli effetti delle decisioni della BCE sui tassi di interesse si trasmettono ai mercati finanziari e, con uno sfasamento temporale, all'economia reale. La BCE solitamente mantiene una netta linea di demarcazione tra le decisioni di politica monetaria e l'attuazione della stessa attraverso le operazioni di politica monetaria. Questo "principio

di separazione" evita che la specificazione e la conduzione delle operazioni di rifinanziamento siano interpretate come segnali di future variazioni dell'orientamento di politica monetaria. Tale procedura si è dimostrata un valido modo di assicurare che l'orientamento di politica monetaria del Consiglio direttivo si rifletta adeguatamente nei tassi di interesse di mercato e che i mercati del credito funzionino in maniera ordinata. La relazione stabile e prevedibile tra i tassi del mercato monetario e il tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali della BCE osservata fino a metà 2007 mette in risalto l'efficacia dell'assetto operativo dell'Eurosistema nel dare attuazione all'orientamento di politica monetaria stabilito dal Consiglio direttivo (cfr. figura 2).

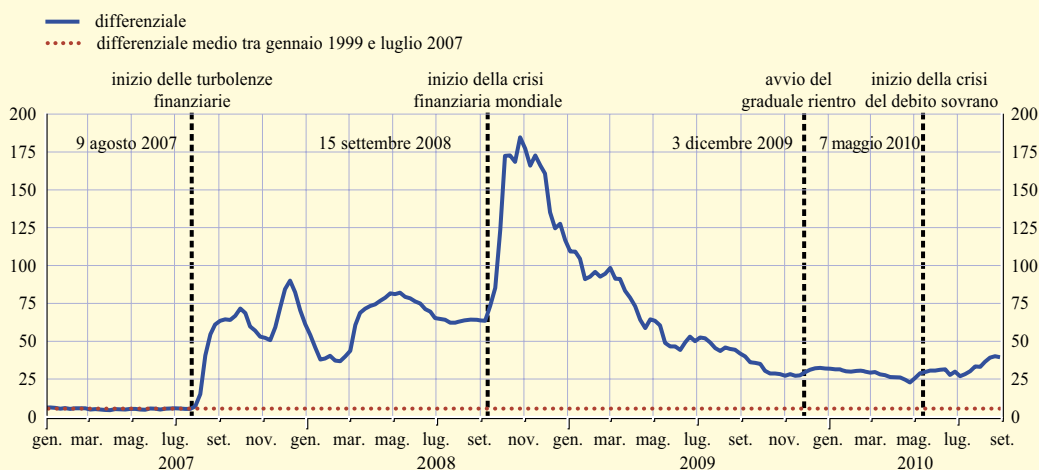
L'ordinata trasmissione degli intenti del Consiglio direttivo in materia di politica monetaria ai tassi del mercato monetario dipende in maniera decisiva dal comportamento delle banche e dalla loro propensione a effettuare scambi di liquidità fluidi nel mercato interbancario. In genere, tenendo conto della riserva obbligatoria imposta dalla BCE, le banche con un eccesso di liquidità alla fine di una giornata di contrattazione erogano prestiti ad altre istituzioni finanziarie che necessitano di fondi. Tuttavia, in un contesto in cui la fiducia reciproca tra le banche è carente, il legame tra tassi di politica monetaria e tassi del mercato monetario (contrassegnato dal numero "1" nella figura 1) potrebbe indebolirsi o addirittura interrompersi. Quando l'offerta di credito interbancario scarseggia per la diffidenza tra gli operatori di mercato, il costo del credito interbancario, ovvero il primo passaggio nel processo di trasmissione, aumenta al di sopra del livello che sarebbe coerente con l'auspicato orientamento di politica monetaria della BCE.

3) Cfr. l'articolo *Recenti risultati sulla trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2002 di questo Bollettino, nonché l'articolo *La trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro* nel numero di luglio 2000 sempre di questo Bollettino.

4) I fattori autonomi sono definiti come la somma delle banconote in circolazione più i depositi delle amministrazioni pubbliche meno le attività nette sull'estero più altri fattori. Le riserve obbligatorie corrispondono ai saldi che l'Eurosistema impone agli enti creditizi di detenere sui conti costituiti presso le BCN.

Figura 2 Differenziale tra l'Euribor a 3 mesi e il tasso dei contratti *swap* su indici *overnight*

(punti base)



Fonti: Bloomberg e BCE.

Nota: il tasso *swap* è il tasso fisso che le banche sono disposte a pagare per ricevere in cambio il tasso medio *overnight* per la durata dell'accordo di *swap*. Esso comprende i medesimi trascurabili premi per il rischio di credito e di liquidità del tasso *overnight*. Il tasso *swap* quindi è relativamente immune alle variazioni di tali tipologie di rischio.

La BCE si è confrontata a questa situazione fin dallo scoppio delle turbolenze finanziarie a metà del 2007 (cfr. figura 2). In tali circostanze, le misure convenzionali di politica monetaria, ossia le variazioni dei tassi di interesse di riferimento, possono rivelarsi insufficienti ad assicurare la trasmissione efficace dell'orientamento di politica monetaria alle banche e, in seguito, all'economia reale. A tale proposito, le disfunzioni nei mercati monetari possono indebolire la capacità della politica monetaria di influenzare le prospettive per la stabilità dei prezzi attraverso le sole modifiche ai tassi di interesse. Al fine di mantenere pienamente operativo il meccanismo di trasmissione in dette circostanze eccezionali e assicurare che la stabilità dei prezzi nel medio termine fosse preservata, la BCE ha introdotto misure non convenzionali di politica monetaria.

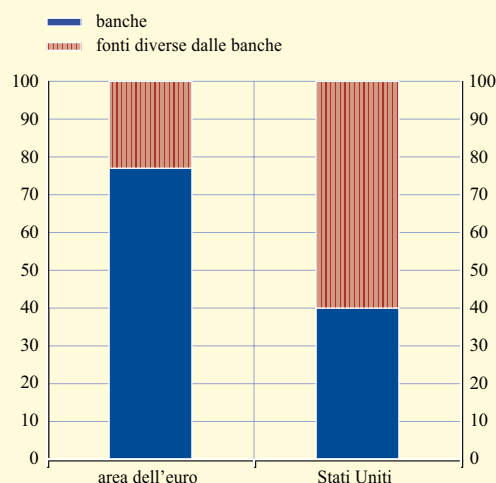
Stabilizzando i costi nel brevissimo termine della liquidità per le banche in linea con i suoi intenti di politica monetaria, la BCE influenza anche, indirettamente e in vari gradi, l'intera gamma degli strumenti del mercato monetario con diverse scadenze, nonché i tassi di interesse al dettaglio nei mercati del credito e dei

depositi. I tassi al dettaglio svolgono un ruolo importante nella trasmissione della politica monetaria, dal momento che l'assunzione di debiti e l'erogazione di prestiti nell'area dell'euro hanno ancora luogo in maniera predominante attraverso l'intermediazione del settore bancario, a differenza di alcune importanti economie in cui i mercati dei titoli svolgono un ruolo decisamente maggiore nel finanziamento del settore reale. Nel periodo 2004-2008 il finanziamento bancario ha costituito circa tre quarti del finanziamento esterno totale delle società non finanziarie nell'area dell'euro e meno della metà negli Stati Uniti (cfr. figura 3).

I tassi a cui le banche remunerano i depositi ed erogano prestiti al settore privato dipendono da numerosi fattori, come l'interazione fra domanda e offerta di credito e depositi, la struttura del settore finanziario e le condizioni complessive di finanziamento delle banche (contrassegnate dal numero "2" nella figura 1). Quest'ultimo elemento con il tempo ha acquisito un'importanza sempre maggiore nella trasmissione della politica monetaria. Le innovazioni finanziarie e, in particolare, l'avvento della cartolarizzazione hanno reso le banche gradualmente più dipen-

**Figura 3 Fonti di finanziamento per le società non finanziarie nel periodo 2004-2008**

(valori percentuali)



Fonti: BCE e Board of Governors del Federal Reserve System.

denti dalla raccolta nei mercati finanziari, accrescendo così la loro vulnerabilità alle variazioni delle condizioni di finanziamento nei mercati interbancari. In sintesi, tali innovazioni finanziarie hanno consentito a istituzioni e investitori di raccogliere fondi nel mercato monetario vendendo attività cartolarizzate a breve termine. I proventi di queste operazioni sono stati solitamente investiti in attività a lungo termine. Parimenti, i prestiti interbancari sono stati garantiti in misura crescente da attività cartolarizzate: i prestiti interbancari garantiti sotto forma di contratti pronti contro termine sono raddoppiati in Europa tra il 2002 e il 2007 e in quest'ultimo anno le relative consistenze in essere hanno raggiunto 6.400 miliardi di euro (vale a dire circa il 71 per cento del PIL dell'area dell'euro)<sup>5)</sup>.

La tendenza a favore della raccolta nei mercati finanziari e, con essa, l'affermarsi di una molteplicità di nuovi strumenti ed emittenti hanno fatto sì che altri segmenti del mercato finanziario svolgessero un ruolo di maggior rilievo nel processo di trasmissione. I costi di raccolta sostenuti dalle banche e, quindi, i tassi di interesse al dettaglio sono diventati più sensibili agli andamenti del mercato dei prodotti finan-

ziari strutturati, del mercato delle obbligazioni garantite e del mercato dei prestiti interbancari garantiti (che fanno parte del canale del prezzo delle attività<sup>6)</sup>, contrassegnato dal numero "3" nella figura 1). Ad esempio, le obbligazioni garantite non hanno solo accresciuto la loro importanza quale fonte di finanziamento diretto per molte istituzioni finanziarie in Europa, ma hanno anche finito per essere utilizzate in misura crescente come garanzia nelle transazioni sul mercato monetario<sup>7)</sup>. Analogamente, con il rapido incremento dei prestiti interbancari garantiti, l'impatto dell'andamento dei mercati dei titoli di Stato sui mercati monetari è notevolmente aumentato. I titoli di Stato, pur costituendo tradizionalmente un elemento importante nel processo di trasmissione in quanto fungono da parametro di riferimento, o soglia minima, nella fissazione dei prezzi di altri contratti finanziari e titoli a reddito fisso, negli ultimi anni si sono affermati anche come fonte primaria di garanzia nei prestiti interbancari. Di conseguenza, variazioni eccessive o brusche del valore o della disponibilità di questi titoli possono comportare un rapido deterioramento delle condizioni di finanziamento per le banche, con effetti avversi sia sull'offerta sia sui prezzi dei prestiti bancari all'economia reale.

A sua volta, il ricorso crescente a fonti di finanziamento diverse dai depositi ha ridotto l'importanza di altri canali di trasmissione, differenti dai prezzi, come le modifiche al volume del credito e dei prestiti in risposta a una variazione del tasso di interesse ufficiale. I prestiti bancari tendono a contrarsi dopo un inasprimento della politica monetaria poiché un aumento del tasso di riferimento è solitamente seguito da una riduzione dei depositi bancari disponibili, dal momento che i detentori di tali strumenti spostano i loro investimenti dai depositi verso attività che

- 5) Cfr. *European repo market survey* dell'International Capital Market Association, varie edizioni.
- 6) Il canale del prezzo delle attività agisce anche influenzando i bilanci di famiglie e società non finanziarie, il che a sua volta induce cambiamenti nelle scelte di consumo e di investimento.
- 7) Le obbligazioni garantite sono titoli di debito a lungo termine emessi da banche per rifinanziare prestiti al settore pubblico e privato, spesso connessi a operazioni immobiliari, e sono una fonte preminente di finanziamento per le banche in taluni paesi.

offrono un rendimento più elevato. Se le banche non riescono a compensare questo calo dei depositi mediante altre fonti di finanziamento, la correzione al ribasso agisce da vincolo dal lato dell'attivo nei bilanci bancari, inducendo in ultima istanza una contrazione dei prestiti bancari. Tale effetto sulla capacità degli istituti di erogare nuovi prestiti è solitamente noto come il canale del credito bancario (contrassegnato dal numero "4" nella figura 1).

Il corretto funzionamento del mercato monetario e del mercato dei titoli a più lungo termine è pertanto essenziale nella trasmissione dei tassi di riferimento della BCE. La sezione 3 descrive le misure che l'Eurosistema ha attuato durante la crisi finanziaria al fine di evitare una situazione in cui le tensioni in tali mercati comprometterebbero l'ordinata trasmissione del suo orientamento di politica monetaria.

### 3 LA RISPOSTA DELLA BCE NELLE VARIE FASI DELLA CRISI

La presente sezione illustra nel dettaglio il modo in cui la BCE ha reagito alle varie fasi della crisi finanziaria nel periodo compreso tra l'agosto 2007 e gli inizi di settembre 2010<sup>8)</sup>. L'attenzione verte sugli andamenti che hanno innescato una risposta da parte dell'Eurosistema, anziché sugli squilibri sottostanti che li hanno causati; si analizza inoltre l'efficacia delle misure adottate. L'articolo individua quattro fasi distinte: 1) il periodo delle turbolenze finanziarie; 2) l'intensificarsi della crisi finanziaria; 3) il periodo di temporaneo miglioramento delle condizioni nei mercati finanziari; 4) la crisi del debito sovrano.

#### IL PERIODO DELLE TURBOLENZE FINANZIARIE

Il 9 agosto 2007 sono apparse gravi tensioni nei mercati interbancari di tutto il mondo, inclusa l'area dell'euro (cfr. figura 2). I premi al rischio hanno subito un'impennata nei prestiti interbancari con diverse scadenze e le transazioni nel mercato sono rapidamente calate. Le tensioni hanno riflesso principalmente una carenza di fiducia tra gli operatori di mercato e l'incertezza

circa lo stato di salute finanziario e la liquidità delle controparti.

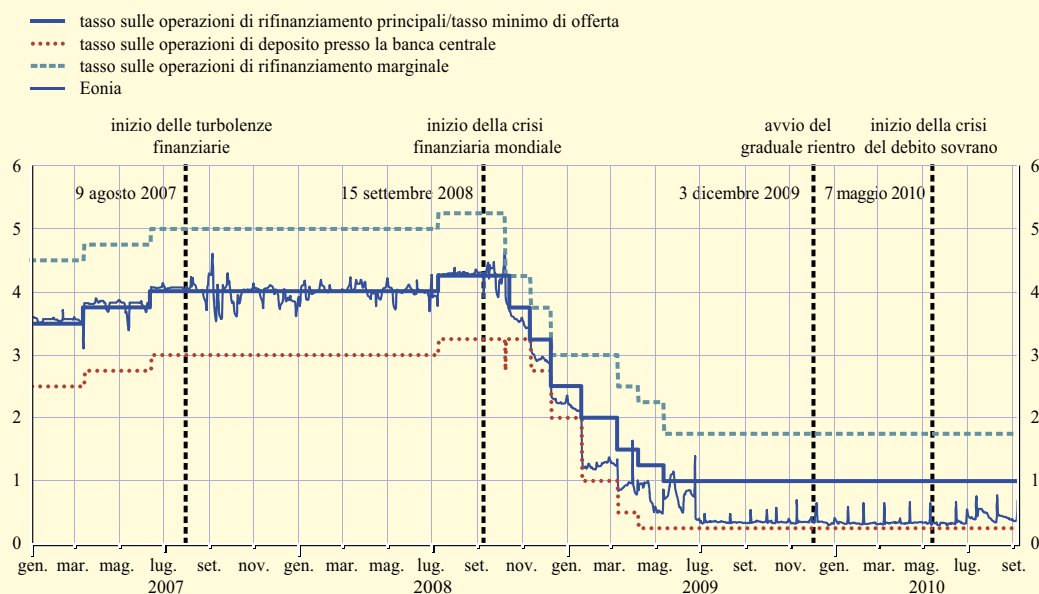
Queste tensioni hanno rischiato di pregiudicare l'ordinato funzionamento del mercato monetario in euro (contrassegnato dal numero "1" nella figura 1) e hanno addirittura comportato una situazione di stallo nel sistema dei pagamenti. La BCE ha reagito immediatamente e, nello stesso giorno, ha consentito alle banche dell'area dell'euro di ottenere a fronte di garanzie l'intero ammontare di liquidità di cui avevano bisogno, su base *overnight*, al tasso in essere sulle operazioni di rifinanziamento principali. Nel complesso, le banche hanno ottenuto liquidità per 95 miliardi di euro, a indicazione della gravità dello shock. Nei mesi successivi la BCE ha condotto operazioni supplementari di rifinanziamento con scadenza a tre e sei mesi. La minore incertezza e l'orizzonte temporale più esteso di programmazione della liquidità consentiti dalle scadenze più lunghe hanno mirato a incoraggiare le banche a continuare a offrire credito all'economia. Allo stesso tempo, gli importi aggiudicati nelle operazioni di rifinanziamento a più breve termine sono stati ridotti.

La BCE ha altresì adattato il profilo dell'offerta di liquidità all'interno del periodo di mantenimento per consentire alle banche di "anticipare" la costituzione delle riserve nella prima metà del periodo di mantenimento per poi invertire il processo nella seconda. Di conseguenza, l'ammontare complessivo della liquidità offerta dall'Eurosistema nell'intero arco di un periodo di mantenimento è rimasto invariato, ma la scadenza media delle sue operazioni di immissione di liquidità è aumentata e nella fase iniziale del periodo di mantenimento è stata offerta maggiore liquidità. Sono state condotte anche operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*) per assicurare che i tassi del mercato monetario a brevissimo termine rimanessero prossimi al tas-

8) Cfr. anche Trichet, J.-C. (2010), "State of the Union: The Financial Crisis and the ECB's Response between 2007 and 2009", *Journal of Common Market Studies*, vol. 48, pagg. 7-19, nonché l'articolo *L'attuazione della politica monetaria dall'agosto 2007* nel numero di luglio 2009 di questo Bollettino.

Figura 4 | I tassi di interesse di riferimento della BCE e l'Eonia

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Bloomberg e BCE.

Nota: l'Eonia (*euro overnight index average*) è un tasso di interesse *overnight* effettivo calcolato come media ponderata dei tassi sui prestiti *overnight* non garantiti nel mercato interbancario, applicati nell'area dell'euro da un gruppo selezionato di banche.

so applicato dalla BCE sulle operazioni di rifinanziamento principali (cfr. figura 4). Inoltre, in considerazione delle tensioni nel mercato valutario e sulla base di un accordo di *swap* con il Federal Reserve System, la BCE ha anche iniziato a fornire liquidità in dollari statunitensi a fronte di garanzie denominate in euro. Verso la fine del 2007 la BCE ha anche adottato procedure d'asta speciali per contrastare i gravi timori delle banche circa la raccolta per il periodo di fine anno.

Le operazioni aggiuntive di immissione di liquidità condotte dalla BCE durante questo periodo di turbolenze finanziarie sono state agevolate dall'assetto operativo ampio e flessibile dell'Eurosistema, che comprende un'ampia lista sia di garanzie che di controparti ammesse alle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema. Grazie a questa caratteristica tutte le misure aggiuntive durante la fase iniziale della turbolenza hanno potuto essere attuate senza modificare le procedure esistenti o i tassi di interesse di riferimento. L'importante ruolo segnaletico del tasso di politica monetaria nella formazione delle

aspettative di inflazione ha potuto così essere preservato. Ciò è stato particolarmente rilevante nel contesto delle crescenti pressioni inflazionistiche derivanti da una serie di shock avversi dal lato dell'offerta che hanno colpito l'economia dell'area dell'euro nel corso del 2007 e del 2008. Nello specifico, al fine di scongiurare il concretizzarsi di effetti di secondo ordine in quel momento e contrastare l'aumento dei rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio termine in seguito a tali shock, la BCE ha deciso nel luglio 2008 di innalzare il tasso di interesse di riferimento di 25 punti base al 4,25 per cento (cfr. figura 4). Si è così messo in risalto l'impegno della BCE nei confronti del suo obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi.

#### L'INTENSIFICARSI DELLA CRISI FINANZIARIA

In seguito al fallimento dell'istituzione finanziaria statunitense Lehman Brothers il 15 settembre 2008, il periodo di turbolenze finanziarie è sfociato in una crisi finanziaria globale. La crescente incertezza sullo stato di salute finanziario di importanti banche di tutto il mondo ha indot-

to un collasso dell'attività in un gran numero di mercati finanziari. A causa del sostanziale tracollo del mercato monetario i differenziali dei tassi di interesse a breve termine sono aumentati a livelli insolitamente elevati, sia all'interno (cfr. figura 2) che all'esterno dell'area dell'euro. Durante questo periodo di grande incertezza le banche hanno costituito ingenti riserve di liquidità, rimuovendo nel contempo i rischi dai bilanci e inasprando le condizioni di offerta dei prestiti. La crisi ha iniziato altresì a propagarsi al settore reale, con un peggioramento rapido e sincronizzato della situazione economica nella maggior parte delle principali economie e un tracollo del commercio mondiale.

La BCE ha reagito con prontezza e decisione a tale evoluzione abbassando i tassi di interesse di riferimento e attuando un insieme di misure non convenzionali. Il tasso di interesse di politica monetaria è stato ridotto di 50 punti base l'8 ottobre 2008 con un'azione storica concertata con altre importanti banche centrali, in particolare la Bank of Canada, la Bank of England, il Federal Reserve System, la Sveriges Riksbank e la Banca nazionale svizzera<sup>9)</sup>. Tale decisione ha tenuto conto del notevole calo delle pressioni inflazionistiche in un contesto in cui l'intensificarsi della crisi finanziaria aveva indebolito le prospettive economiche e diminuito significativamente i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio termine. Nei mesi seguenti i tassi di interesse sono stati ulteriormente ridotti, con il risultato che tra ottobre 2008 e maggio 2009 (vale a dire in soli sette mesi) la BCE ha abbassato nel complesso il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 325 punti base all'1 per cento (cfr. figura 4), un livello non osservato nei paesi dell'area dell'euro nei decenni recenti.

Nel frattempo, le gravi limitazioni nel funzionamento del sistema finanziario in generale, e del mercato monetario in particolare, hanno rischiato di compromettere il normale processo di trasmissione della politica monetaria, specie i canali da 2 a 4 riportati nella figura 1. Quando i mercati dei titoli si sono praticamente prosciugati e i premi al rischio sono saliti a livelli ec-

cezionalmente elevati, si è verificato il pericolo che le banche riducessero rapidamente l'offerta di prestiti e trasmettessero il conseguente aumento dei costi di finanziamento da loro sostenuti alle famiglie e alle imprese sotto forma di interessi più elevati sul credito, offuscando così i segnali dell'orientamento di politica monetaria della BCE. Se quest'ultima non avesse affrontato i persistenti problemi di finanziamento delle istituzioni finanziarie, avrebbe rischiato che le variazioni apportate ai tassi di interesse di riferimento avessero un'efficacia significativamente inferiore rispetto alle circostanze normali.

Per assicurare che l'orientamento di politica monetaria si riflettesse nelle condizioni effettive del mercato monetario e del credito e per preservare i flussi creditizi verso l'economia dell'area dell'euro ben oltre quanto si potesse conseguire riducendo i tassi di interesse, il Consiglio direttivo ha adottato una serie di misure non convenzionali nell'ottobre 2008, definite in seguito come "maggiore sostegno al credito"<sup>10)</sup>. Di conseguenza, la netta distinzione tra formulazione e attuazione della politica monetaria contemplata dal "principio di separazione" è stata temporaneamente allentata. Le misure non convenzionali, incentrate specificatamente sulle banche dell'area dell'euro, comprendevano i seguenti elementi:

- In primo luogo, l'Eurosistema ha applicato una procedura d'asta "a tasso fisso e con piena aggiudicazione degli importi" in tutte le operazioni di rifinanziamento, assicurando un'offerta illimitata di liquidità della banca centrale alle istituzioni finanziarie dell'area dell'euro idonee al tasso applicato sulle operazioni di rifinanziamento principali e a fronte di adeguate garanzie. A differenza della prassi consueta, alle istituzioni finanziarie era aggiudicato l'intero ammontare di liquidità richiesta al tasso di interesse in essere. Questa misura era intesa a soddisfare il fabbisogno di finanziamento di breve

9) La Banca del Giappone ha espresso il suo pieno sostegno alla riduzione concertata dei tassi di interesse di riferimento.

10) Cfr. Trichet, J.-C., *op. cit.*

termine delle banche, al fine di preservare e agevolare la disponibilità di credito alle famiglie e alle imprese a tassi accessibili. In questo modo, si è riusciti a rimediare a parte delle disfunzioni insorte nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

- In secondo luogo, la lista delle attività stanziabili in garanzia nelle operazioni di rifinanziamento è stata estesa per agevolare ulteriormente l'accesso alle operazioni dell'Eurosistema nell'intento di ridurre i vincoli dal lato dell'attivo di bilancio delle banche. Allo stesso tempo, l'elenco delle controparti ammesse alle operazioni di regolazione puntuale è stato ampliato, con un incremento da circa 140 controparti idonee ad approssimativamente 2.000.
- In terzo luogo, la BCE ha annunciato l'intenzione di introdurre operazioni aggiuntive di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza fino a sei mesi. Nel maggio 2009 ha altresì comunicato che tali operazioni sarebbero state condotte con scadenza a un anno. Con tali operazioni ci si proponeva di migliorare la posizione di liquidità delle banche, ridurre ulteriormente i differenziali del mercato monetario e contribuire a mantenere i tassi di interesse del mercato monetario a termine su un livello basso. Le scadenze più lunghe hanno consentito alle banche di contenere il disallineamento nel proprio bilancio tra investimenti e finanziamenti.

Oltre a queste misure, l'Eurosistema ha continuato a offrire liquidità in valuta, prevalentemente dollari statunitensi. Questa misura ha aiutato le banche confrontate a una massiccia carenza di finanziamenti in dollari nel periodo successivo agli eventi verificatisi a metà settembre 2008. La BCE ha anche stipulato accordi con la Danmarks Nationalbank, la Magyar Nemzeti Bank e la Narodowy Bank Polski per migliorare l'offerta di liquidità in euro ai settori bancari dei rispettivi paesi.

Infine, nel maggio 2009 la BCE ha annunciato un programma di acquisto, per un importo di 60

miliardi di euro, di obbligazioni garantite denominate in euro emesse nell'area dell'euro nel periodo fino a giugno 2010. Scopo del programma era di fornire un nuovo impulso al mercato, praticamente prosciugatosi, in termini di liquidità, emissioni e differenziali.

Il maggiore sostegno al credito ha esercitato un forte impatto sui prezzi di mercato, sulla gestione della liquidità da parte delle banche e sul bilancio dell'Eurosistema. Innanzitutto, il livello molto elevato della domanda di liquidità nell'ambito della procedura d'asta "a tasso fisso e con piena aggiudicazione degli importi", in particolare nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, ha esercitato una significativa pressione al ribasso sui tassi del mercato monetario a breve termine (cfr. figura 4), con una flessione corrispondente dei rendimenti nominali sulle scadenze in qualche misura più lunghe. Anche i tassi di interesse reali a più lunga scadenza sono scesi in modo considerevole e sono diventati addirittura negativi per un certo periodo, riflettendo il fatto che, in un contesto di volatilità più elevata del mercato, le attese di inflazione sono rimaste saldamente ancorate su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi (cfr. figura 5). A loro volta, i livelli estremamente bassi dei tassi di interesse nominali e reali hanno favorito la stabilizzazione dei mercati finanziari durante questo periodo di straordinaria turbolenza e sono stati utili a contrastare il rallentamento dell'attività economica reale.

In secondo luogo, se da un lato la procedura d'asta "a tasso fisso e con piena aggiudicazione degli importi" e le operazioni di rifinanziamento con scadenze più lunghe sono state essenziali per soddisfare la domanda di liquidità da parte delle banche dell'area dell'euro, poiché i mercati hanno praticamente cessato di fornire liquidità, dall'altro l'offerta illimitata di fondi delle banche centrali ha fatto sì che la BCE svolgesse un ruolo più importante come intermediario tra le istituzioni finanziarie dell'area dell'euro. Questo fenomeno trova riscontro negli importi di liquidità di gran lunga superiori ottenuti tramite le operazioni di rifinanziamento e nell'accresciuto ricorso ai depositi presso la

**Figura 5 Tassi di inflazione di pareggio ricavati da rendimenti zero-coupon nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



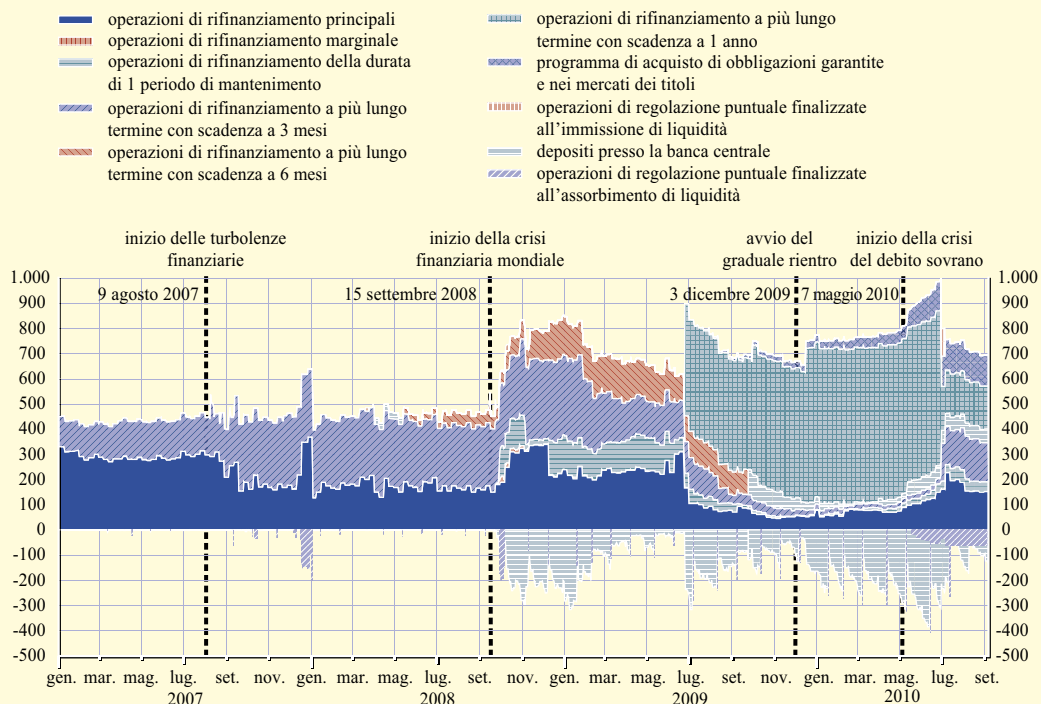
Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati sono destagionalizzati.

banca centrale dopo l'inizio della crisi finanziaria mondiale (cfr. figura 6). Di conseguenza, le transazioni nel mercato monetario sono note-

volmente diminuite e la dimensione del bilancio dell'Eurosistema è aumentata in misura significativa.

**Figura 6 Immissione e assorbimento di liquidità da parte dell'Eurosistema**

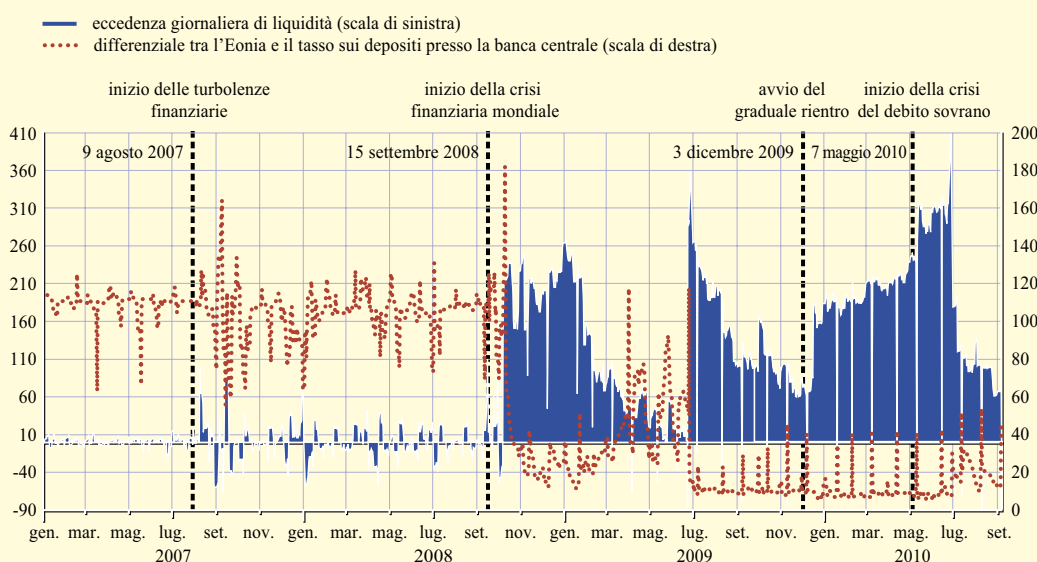
(miliardi di EUR)



Fonte: BCE.

**Figura 7 Eccedenza giornaliera di liquidità e differenziale tra l'Eonia e il tasso sui depositi presso la banca centrale**

(miliardi di EUR; punti base)



Fonte: BCE.

Nota: l'eccedenza giornaliera di liquidità è pari alle operazioni di mercato aperto complessive al netto della riserva obbligatoria e dei fattori autonomi (che corrispondono alla somma delle banconote in circolazione più i depositi delle amministrazioni pubbliche meno le attività nette sull'estero più altri fattori).

In particolare, dopo la considerevole espansione dell'ottobre 2008, il bilancio dell'Eurosistema ha registrato un ulteriore aumento nel giugno 2009 in occasione di un livello della domanda straordinariamente elevato (442 miliardi di euro) nella prima operazione di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a un anno<sup>11</sup>. Questo incremento relativamente importante del bilancio dell'Eurosistema ha altresì rispecchiato il fatto che molte più controparti prendevano parte alle operazioni di rifinanziamento e il loro numero era in aumento. Prima della crisi circa 360 istituzioni finanziarie partecipavano in media a ciascuna operazione di rifinanziamento<sup>12</sup>. In seguito, considerato l'accesso limitato ai mercati interbancari e dei titoli, il numero è salito a oltre 800 durante la crisi. L'ampio elenco di controparti abilitate alle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema è stato particolarmente utile per contenere i timori fra gli operatori di mercato circa una possibile carenza di liquidità durante questa fase acuta della crisi.

In seguito al calo delle transazioni nel mercato monetario e all'adozione della procedura d'asta

“a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi” nelle operazioni dell'Eurosistema, le banche hanno richiesto più liquidità di quanto necessitassero per finanziare le loro transazioni giornaliere. La figura 7 mostra come il crescente ricorso alle operazioni dell'Eurosistema dopo l'attuazione delle modifiche all'assetto operativo nell'ottobre 2008 abbia comportato un brusco aumento della liquidità in eccesso detenuta dalle banche dell'area dell'euro. Queste ultime non hanno utilizzato tale liquidità aggiuntiva per prestiti interbancari, bensì per restituirla in depositi presso la banca centrale, determinando un'elevata convergenza tra il tasso di interesse *overnight* nel mercato monetario (l'Eonia) e il tasso applicato ai depositi presso la banca centrale.

In terzo luogo, è stata estesa la lista delle garanzie idonee ammesse nelle operazioni di rifi-

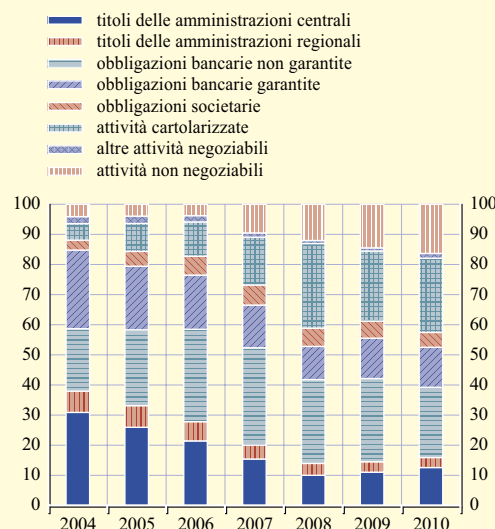
11) Cfr. anche l'articolo *Evoluzione recente dei bilanci dell'Eurosistema, del Federal Reserve System e della Banca del Giappone* nel numero di ottobre 2009 di questo Bollettino.

12) Il dato si riferisce al numero medio di controparti partecipanti alle operazioni di rifinanziamento principali della BCE nel periodo compreso tra gennaio 2005 e luglio 2007.

nanziamento dell'Eurosistema, consentendo così alle banche di utilizzare una quota più ampia delle loro attività per ottenere liquidità dalla banca centrale. Contrariamente a molte altre banche centrali, la BCE accettava titoli privati come garanzia già prima della crisi. Questa politica è stata rafforzata durante la crisi perché in periodi di tensioni le operazioni pronti contro termine del settore privato possono diventare molto sensibili al grado di liquidità delle garanzie. La capacità di rifinanziare attività illiquide attraverso la banca centrale è un rimedio efficace alla carenza di liquidità derivante da un improvviso arresto dei prestiti interbancari. Ciò vale, ad esempio, per le attività cartolarizzate, per le quali il mercato è crollato dopo il fallimento di Lehman Brothers. La quota di tali attività sul totale depositato come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema è notevolmente aumentata nel periodo di crisi, mentre la quota di titoli pubblici si è progressivamente ridotta fino al 2008 prima di aumentare ancora lievemente nel 2009 e nel 2010 (cfr. figura 8).

**Figura 8 Attività depositate come garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema**

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

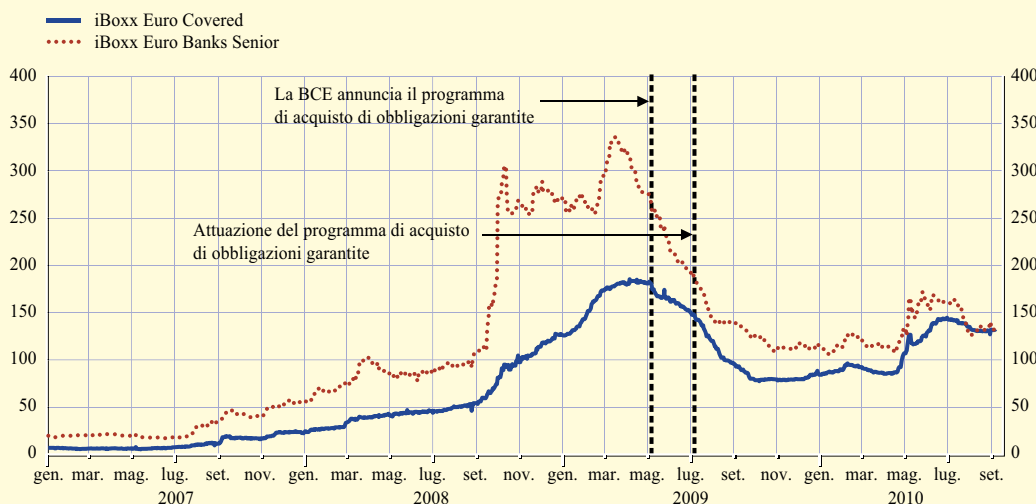
Nota: I dati si riferiscono alle medie nel periodo. I dati per il 2010 si riferiscono ai primi due trimestri.

Infine, l'avvio del Programma di acquisto di obbligazioni garantite (*Covered bond purchase programme, CBPP*) il 6 luglio 2009 ha contribuito alla riattivazione del mercato delle obbli-

gazioni garantite e a un calo dei differenziali su tali strumenti, sebbene siano rimasti elevati rispetto ai livelli osservati nel periodo precedente l'inizio della crisi (cfr. figura 9). Il 30 giugno

**Figura 9 Differenziali tra indici iBoxx e swap**

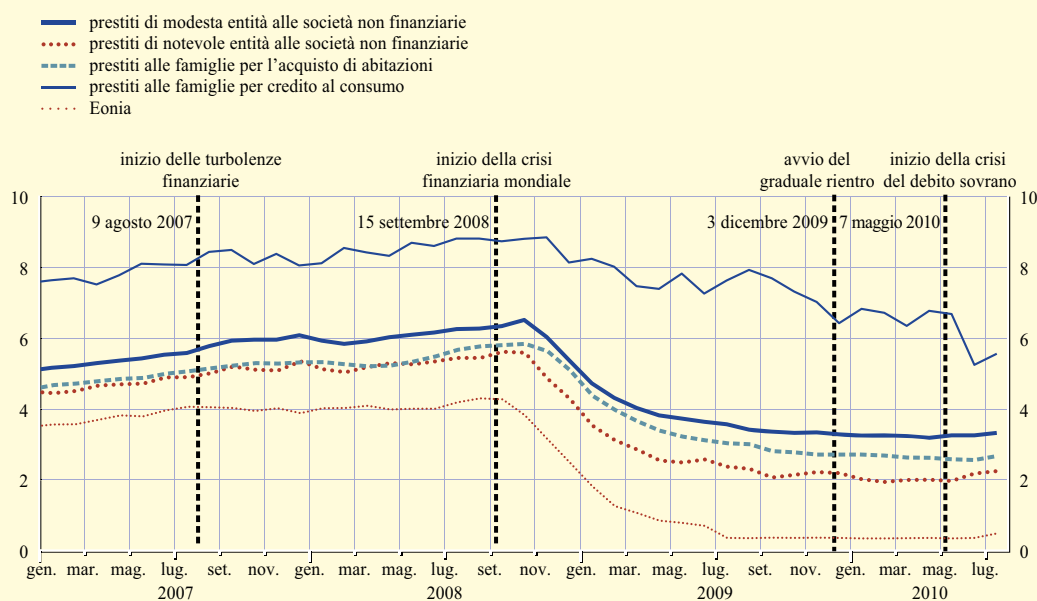
(punti base)



Fonte: Markit.

Figura 10 Tasso del mercato monetario e tassi sui prestiti bancari a breve termine

(percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE e Reuters.

Nota: i prestiti di modesta entità sono prestiti con un volume di emissione inferiore a 1 milione di euro, mentre quelli di notevole entità sono di importo superiore.

2010, quando il programma è stato portato a compimento, erano state acquistate 422 obbligazioni differenti, di cui il 27 per cento nel mercato primario e il 73 per cento in quello secondario, per un importo nominale complessivo di 60 miliardi di euro<sup>13</sup>. Alcuni mercati nazionali hanno registrato un incremento significativo del numero di emittenti e degli importi in essere ed i relativi mercati delle obbligazioni garantite hanno acquisito maggiore spessore e ampiezza. L'Eurosistema ha acquistato prevalentemente obbligazioni garantite con scadenza compresa tra tre e sette anni e intende detenere tali titoli fino a scadenza.

#### IL TEMPORANEO MIGLIORAMENTO DELLE CONDIZIONI NEI MERCATI FINANZIARI

Nel corso del 2009 i mercati finanziari hanno mostrato segnali di crescente stabilizzazione. I differenziali nel mercato monetario si sono gradualmente ridotti (cfr. figura 2), mentre i mercati azionari e obbligazionari si sono riattivati. Anche i tassi sui prestiti bancari sono diminuiti

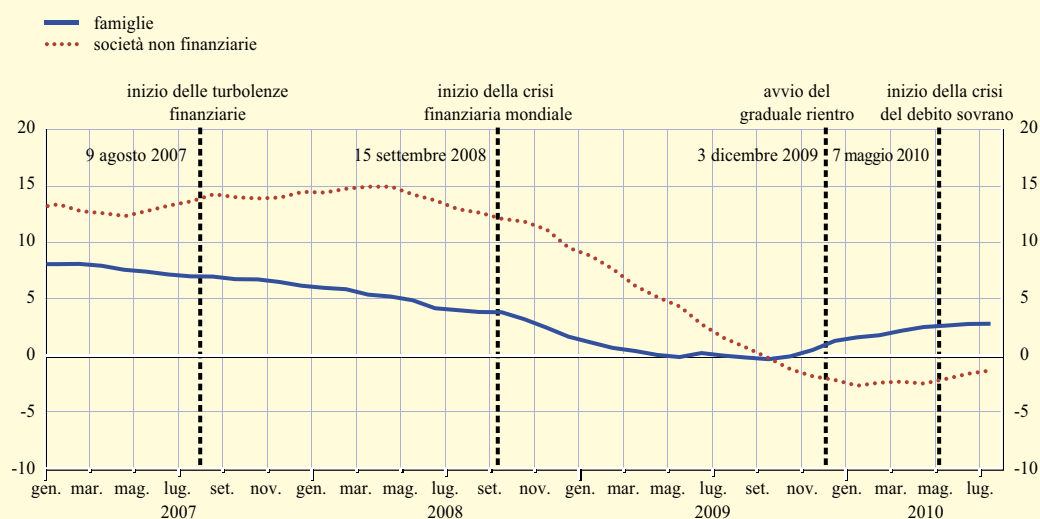
sostanzialmente in linea con i tassi di mercato, dimostrando che l'attuazione delle misure non convenzionali della BCE è stata efficace nel preservare il normale funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria (cfr. figura 10).

Allo stesso tempo, le misure straordinarie di politica monetaria sono riuscite a sostenere l'offerta di credito all'economia reale attenuando le difficoltà di raccolta nel settore bancario. La crescita dei prestiti alle famiglie ha registrato una ripresa contestuale a quella dell'attività economica. L'espansione dei prestiti alle società non finanziarie, che a luglio 2010 si situava ancora in territorio negativo, ha evidenziato uno sfasamento temporale rispetto a tale evoluzione in linea con i profili storici. Questa differenza tra settori è riconducibile a un incremento della

13) Cfr. anche il riquadro *Andamenti del mercato delle obbligazioni garantite e il Programma di acquisto di obbligazioni garantite* nel numero di agosto 2010 di questo Bollettino.

**Figura 11 Prestiti al settore privato**

(variazioni percentuali annuali; tasso di crescita sui 3 mesi espresso in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

domanda di mutui da parte delle famiglie quando i prezzi delle abitazioni e i tassi di interesse scendono e si rafforzano le aspettative di una ripresa. Le società, invece, per finanziarsi preferiscono solitamente avvalersi dei fondi interni prima di ricorrere al finanziamento bancario<sup>14</sup>.

Il ruolo favorevole del maggiore sostegno al credito della BCE si rispecchia altresì nei risultati dell'indagine sul credito bancario per l'area dell'euro. La figura 12 mostra la percentuale netta di banche che segnalano un irrigidimento dei criteri per la concessione di prestiti alle imprese. Fra i vari fattori che potrebbero contribuire a un irrigidimento o allentamento degli stessi, ossia i costi connessi alla posizione patrimoniale delle banche, l'accesso al finanziamento sul mercato, la posizione di liquidità delle banche, le aspettative sull'attività economica generale e le prospettive settoriali o di singole imprese, gli ultimi due fattori hanno fornito il maggiore contributo all'irrigidimento iniziale dei criteri di erogazione del credito. Invece i fattori su cui le banche centrali possono influire maggiormente, vale a dire la posizione di liquidità delle banche e il loro accesso al finanziamento sul mercato, appaiono aver svolto un ruolo solo marginale

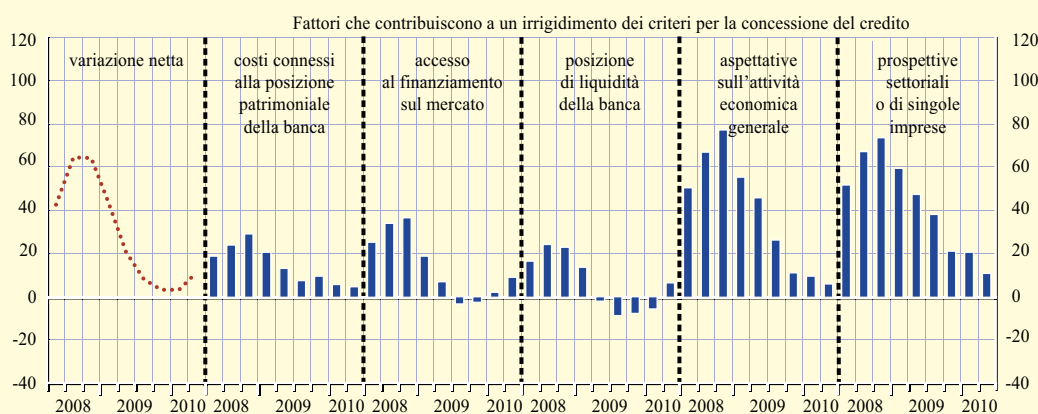
nell'irrigidimento dei criteri per l'erogazione del credito e hanno di fatto contribuito a un allentamento di tali criteri nella seconda metà del 2009 e nel primo trimestre del 2010. I timori di una stretta creditizia, talvolta espressi da osservatori esterni, non si sono concretizzati.

Dato il miglioramento osservato nei mercati finanziari nel corso del 2009, nel dicembre dello stesso anno il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato che avrebbe avuto inizio il graduale rientro delle misure non convenzionali ormai non più necessarie, al fine di evitare distorsioni associate al mantenimento di siffatte misure troppo a lungo o di tassi di interesse su livelli molto bassi per un protratto periodo di tempo. Ad esempio, un orientamento di politica monetaria eccessivamente accomodante, suffragato da misure sia convenzionali che non convenzionali di politica monetaria, potrebbe alimentare un'eccessiva assunzione di rischi da parte

14) Oltre a questi fattori dal lato della domanda, potrebbero incidere anche considerazioni dal lato dell'offerta: le banche potrebbero essere più propense a erogare prestiti alle famiglie, in quanto i prestiti per l'acquisto di abitazioni sono garantiti e possono facilmente essere finanziati attraverso l'emissione di obbligazioni garantite.

**Figura 12** Variazioni dei criteri applicati per l'approvazione di prestiti o linee di credito alle imprese

(percentuali nette di banche che segnalano un irrigidimento dei criteri)



Fonte: indagine sul credito bancario nell'area dell'euro.

Note: i dati fanno riferimento al periodo compreso tra il secondo trimestre del 2008 e il secondo del 2010. La percentuale netta è ottenuta come differenza tra la somma delle percentuali di banche segnalanti "un notevole irrigidimento" e "un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di banche segnalanti "un moderato allentamento" e "un notevole allentamento". Le percentuali nette per le domande dell'indagine relative ai fattori sono ottenute come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'irrigidimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all'allentamento.

di banche e famiglie e limitare gli incentivi al risanamento delle finanze pubbliche. In un arco temporale più lungo questi effetti possono avere conseguenze avverse per la crescita economica, la sostenibilità dell'evoluzione dei prezzi delle attività e, in ultima istanza, le prospettive per la stabilità dei prezzi. Per queste ragioni, il Consiglio direttivo ha chiarito che le misure non convenzionali di politica monetaria sarebbero state gradualmente rimosse non appena fossero cessate di sussistere le motivazioni sottostanti e la situazione si fosse normalizzata. Il processo di progressivo rientro è stato agevolato dal fatto che la maggior parte delle operazioni condotte nel contesto delle misure non convenzionali hanno assunto la forma di operazioni pronti contro termine (e di operazioni di *swap* per quanto concerne quelle in valuta), cui si può facilmente porre fine non rinnovandole alla scadenza.

Più concretamente, l'Eurosistema ha deciso nel dicembre 2009 che l'ORLT condotta nello stesso mese sarebbe stata l'ultima con scadenza a 12 mesi, che si sarebbe effettuata solo un'altra ORLT a 6 mesi (nel marzo 2010) e che le ORLT supplementari a 3 mesi sarebbero state sospese. Inoltre, in marzo si è deciso di ripristinare la

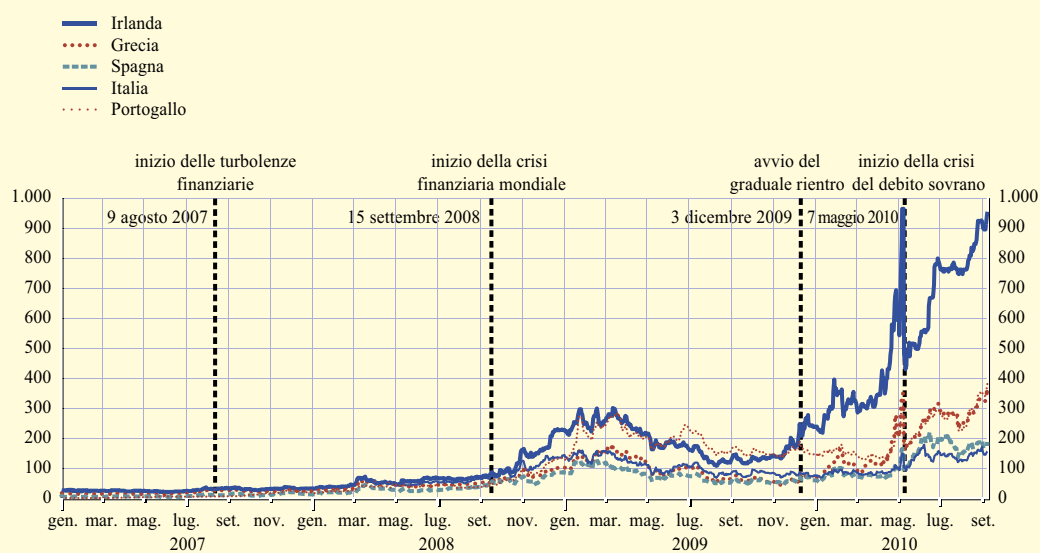
procedura d'asta a tasso variabile nelle ORLT a 3 mesi. Infine, di concerto con altre banche centrali, la BCE ha cessato di fornire finanziamenti in divise diverse dall'euro. Allo stesso tempo, sono state mantenute altre misure di maggiore sostegno al credito della BCE.

### LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO

Agli inizi del 2010 sono riapparse tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari, in particolare nei mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro. I differenziali tra i titoli di Stato decennali di alcuni paesi dell'area dell'euro rispetto a quelli tedeschi hanno iniziato ad aumentare (cfr. figura 13), soprattutto in seguito a crescenti timori di mercato circa la sostenibilità delle finanze pubbliche alla luce dell'aumento dei disavanzi e del debito delle amministrazioni pubbliche. La preoccupazione è stata tale da prosciugare alcuni mercati secondari. L'ampliamento dei differenziali ha subito un'accelerazione in aprile e agli inizi di maggio. Il 6 e 7 maggio i differenziali dei titoli di Stato nell'area dell'euro hanno raggiunto massimi storici, inducendo i governi dell'area dell'euro ad annunciare il 9 e 10 maggio un pacchetto organico di misure, fra cui un dispositivo europeo per la stabilità finanziaria (*European Financial Stability Facility*).

**Figura 13** Differenziali dei titoli di Stato a 10 anni per alcuni paesi dell'area dell'euro rispetto ai *Bund* tedeschi

(punti base)



Fonte: Bloomberg.

Il 10 maggio la BCE ha annunciato il lancio del Programma di acquisto nei mercati obbligazionari (*Securities Markets Programme*). Si tratta del terzo elemento nella risposta della BCE alla crisi, dopo gli altri due consistenti nella serie di riduzioni dei tassi di interesse e nelle misure di maggiore sostegno al credito. Nell'ambito del programma, gli interventi dell'Eurosistema possono essere condotti nei mercati dei titoli di debito pubblici e privati per assicurare lo spessore e la liquidità nei segmenti che presentano disfunzioni e ripristinare l'adeguato funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria<sup>15)</sup>. In linea con le disposizioni del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, gli acquisti di titoli di Stato da parte dell'Eurosistema sono rigorosamente circoscritti al mercato secondario. Per evitare ripercussioni sulle condizioni di liquidità, tutti gli acquisti sono pienamente sterilizzati mediante la conduzione di operazioni di assorbimento di liquidità (cfr. figura 6)<sup>16)</sup>.

Inoltre, la BCE ha reintrodotta alcune delle misure non convenzionali precedentemente rimosse, al fine di evitare effetti di propagazione dai

mercati delle obbligazioni sovrane nazionali ad altri mercati finanziari. In particolare, l'Eurosistema ha reintrodotta la procedura a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi nelle regolari ORLT a 3 mesi per il periodo con decorrenza dalla fine di maggio ed è stata condotta una nuova operazione di rifinanziamento a 6 mesi con piena aggiudicazione degli importi. Sono state altresì ripristinate le linee di *swap* per il temporaneo scambio di valute con il Federal Reserve System.

In seguito agli annunci fatti dai governi dell'area dell'euro e dalla BCE il 9 e 10 maggio 2010, le tensioni nei mercati finanziari inizialmente si

15) Per una descrizione del ruolo dei mercati delle obbligazioni sovrane nel processo di trasmissione della politica monetaria cfr. la sezione 2 del presente articolo.

16) Nell'operazione di sterilizzazione del 29 giugno 2010 la BCE ha ricevuto richieste di deposito settimanale per 31,8 miliardi di euro, meno dei 55 miliardi corrispondenti all'ammontare di acquisti effettuati nell'ambito del Programma per il mercato dei titoli con regolazione venerdì 25 giugno. L'eccezionale carenza di richieste in asta (*underbidding*) si è verificata in un contesto di accresciuta volatilità dei mercati finanziari ed è ascrivibile a fattori straordinari, in particolare alla scadenza dell'operazione di rifinanziamento a un anno il 1° luglio quando andavano rimborsati 442 miliardi di euro.

sono attenuate, prima che i differenziali cominciassero ad ampliarsi nuovamente in vari paesi (cfr. figura 13).

#### 4 CONCLUSIONI

Le tensioni nei mercati finanziari iniziate nell'agosto 2007 hanno richiesto interventi straordinari da parte delle autorità di tutto il mondo. Le banche centrali, in particolare, hanno affrontato sfide senza precedenti. La BCE, dal canto suo, ha dimostrato la capacità di reagire con prontezza, flessibilità e decisione a tale evoluzione. Durante il periodo iniziale delle turbolenze la BCE ha adeguato rapidamente l'offerta di liquidità al settore bancario. Soprattutto, non ha esitato a ridurre i tassi di interesse a livelli storicamente bassi e ad attuare un'ampia gamma di misure non convenzionali dopo l'acuirsi della crisi nell'autunno del 2008, pienamente in linea con il suo mandato principale di mantenere la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro in un orizzonte di medio periodo. Tali misure non

convenzionali hanno mirato a sostenere il meccanismo di trasmissione della politica monetaria in un contesto di disfunzioni nei mercati.

Nel complesso, la risposta della BCE ha sostenuto l'intermediazione finanziaria nell'area dell'euro salvaguardando il rifinanziamento delle banche solvibili e ripristinando la fiducia tra gli operatori dei mercati finanziari. A sua volta, il successo nel preservare la sostenibilità del sistema bancario e di segmenti importanti dei mercati finanziari è servito a mantenere la disponibilità di credito per famiglie e imprese a tassi accessibili nonché, in definitiva, a preservare la stabilità dei prezzi.

In prospettiva, la BCE continuerà a monitorare con attenzione gli andamenti economici e finanziari. Le misure non convenzionali di politica monetaria adottate dalla BCE in risposta alle acute tensioni nei mercati finanziari, che sono di natura temporanea, saranno gradualmente rimosse in linea con il miglioramento dei mercati finanziari e dell'attività economica.

