Banca centrale europea

La Banca centrale europea è un'istituzione frutto del processo di unificazione monetaria dell'Europa (v. Unione economica e monetaria, UEM). L'esigenza di raggiungere l'obiettivo della stabilità dei cambi ha iniziato ad evidenziarsi in Europa a partire dagli anni Sessanta, quando il periodo di relativa stabilità monetaria garantita dal sistema di Bretton Woods iniziava a mostrare i primi segni di cedimento. La stabilità dei mercati valutari che era stata garantita dalla convertibilità del dollaro in oro viene messa in crisi nel 1968 dall'avvio di un mercato parallelo dell'oro. Le autorità statunitensi negano di conseguenza la convertibilità alle Banche centrali sospettate di realizzare arbitraggi, portando de facto a una inconvertibilità tecnica del dollaro pur non esplicitamente dichiarata. Ciò determina una crisi valutaria internazionale. Con l'accentuarsi dell'instabilità dei cambi nei sei paesi fondatori europei emerge l'esigenza di garantire qualche forma di collaborazione a livello monetario, affinché la volatilità dei cambi non produca distorsioni all'interno del Mercato unico europeo.

È in questo quadro che nell'ottobre del 1970 viene presentato il primo progetto di integrazione monetaria (il Piano Werner) volto a ottenere entro 10 anni, attraverso 3 fasi, il raggiungimento dell'unione monetaria europea. Tuttavia, il crollo del sistema di Bretton Woods con la dichiarazione, l'anno seguente, dell'inconvertibilità del dollaro in oro e la conseguente crisi monetaria internazionale determinano, di fatto, l'abbandono del progetto iniziale. Gli Stati membri tentano di introdurre un sistema di fluttuazione coordinata tra le valute, il cosiddetto "serpente monetario europeo" (v. Serpente monetario). Anche questo progetto tuttavia entra rapidamente in crisi a causa delle forti fluttuazioni dei cambi conseguenti alla inconvertibilità del dollaro che il Presidente americano Richard Nixon dichiara nell'agosto del

1971 e alla crisi economica internazionale successiva alla crisi petrolifera del 1972.

Il fallimento del Piano Werner mette chiaramente in luce come il progetto di unione monetaria non può essere realizzato se non nel quadro di un'unione di tipo politico. L'iniziativa viene inizialmente portata avanti dai federalisti (v. Movimento federalista europeo; Unione europea dei federalisti), i quali propongono che l'unione monetaria si accompagni all'elezione diretta dei membri del Parlamento europeo (v. Elezioni dirette del Parlamento europeo). Nel 1979 si svolgono le prime elezioni nella storia di un parlamento sovranazionale e, non a caso, proprio nello stesso anno l'allora Presidente della Repubblica francese, Valéry Giscard d'Estaing, e il cancelliere tedesco Helmut Schmidt propongono di introdurre un sistema di fluttuazione dei cambi amministrato, denominato "Sistema monetario europeo" (SME). La proposta viene approvata il 13 marzo 1979.

Lo SME costituisce un punto di svolta nel processo d'integrazione monetaria europea. Il Sistema, infatti, non solo è volto a ridurre la fluttuazione dei cambi intraeuropei e a favorire la convergenza dei tassi d'inflazione verso livelli contenuti, ma introduce anche meccanismi di sostegno reciproco tra i partecipanti per favorire il raggiungimento dell'obiettivo della stabilità valutaria. Con lo SME viene anche introdotta l'Unità di conto europea (ECU), una moneta espressione del valore medio delle valute partecipanti al sistema, presa come riferimento per misurare le fluttuazioni dei cambi che devono mantenersi entro il tasso di fluttuazione stabilito pari al 2,25% rispetto alla parità centrale (con la sola eccezione dell'Italia, che ha un margine del 6%, e del Regno Unito inizialmente fuori dal sistema).

Il Sistema monetario europeo ha costituito una tappa fondamentale per il processo di integrazione monetaria del continente. Sostenuto dalla stabilità della principale moneta di riferimento dell'area, il marco, il sistema ha infatti

avviato il processo di graduale convergenza tra le monete partecipanti e garantito un progressivo rientro dell'economia europea dai tassi di inflazione a doppia cifra che avevano caratterizzato gli anni Settanta.

Nel 1986, la Comunità economica europea decide di lanciare l'obiettivo di raggiungere il Mercato unico europeo entro il 1992. Con la firma dell'Atto unico europeo risulta subito evidente che l'obiettivo di creare uno spazio comune europeo privo di barriere alla circolazione di merci, servizi, persone e capitali richiede un parallelo salto in avanti nel processo di unificazione monetaria. Nel giugno 1988 al Consiglio europeo di Hannover viene istituito un comitato presieduto dall'allora presidente della Commissione, Jacques Delors, che ha il compito di elaborare un piano per la realizzazione dell'unione monetaria. Il Rapporto Delors vede la luce in poco meno di un anno e costituirà successivamente la base del futuro Trattato di Maastricht. Il piano definisce i passi per il raggiungimento in tre fasi successive dell'Unione economica e monetaria. In particolare, il Piano Delors prevede la creazione di un'istituzione monetaria comune, il Sistema europeo di banche centrali (SEBC), al cui centro vi è un istituto di emissione europeo, la Banca centrale europea (BCE), con il compito di designare e condurre la politica monetaria. *Last but not least,* il piano individua la necessità di introdurre una moneta unica europea, l'euro.

Il Piano Delors viene approvato dal Consiglio europeo di Madrid del giugno 1989. Il primo luglio 1990 inizia così la prima fase del processo previsto nel piano, che consiste nel completamento del processo di liberalizzazione dei capitali (v. Libera circolazione dei capitali), in un maggior coordinamento delle politiche monetarie, nella progressiva introduzione per tutte le valute della banda stretta del 2,25% dello SME. Da ultimo, viene prevista l'abolizione di ogni forma di finanziamento monetario del Tesoro da parte delle Banche centrali nazionali dei paesi membri.

La seconda fase dell'UEM (gennaio 1994-dicembre 1998) prevede l'introduzione di cambiamenti istituzionali, tra cui l'introduzione dell'Istituto monetario europeo (IME), precursore della successiva BCE. Per poter realizzare questi cambiamenti è dunque necessario aggiornare i Trattati di Roma. Viene così convocata una Conferenza Intergovernativa (v. Conferenze intergovernative, CIG), che porta alla stesura del Trattato istitutivo dell'Unione europea firmato a Maastricht il 7 febbraio 1992. Il Trattato di Maastricht, tra l'altro, stabilisce i criteri economici che i paesi che vogliono aderire alla moneta unica devono ottemperare in materia di finanza pubblica, tassi d'interesse e di inflazione.

Al Consiglio europeo di Madrid del dicembre 1995 viene deciso che il nome della valuta europea sarà "euro", e che per il 1° gennaio 1999 verranno fissati i tassi di conversione irrevocabili tra le valute partecipanti all'euro. L'istituzione in carica per la gestione della nuova valuta sarà la Banca centrale europea, che sarà operativa proprio da questa data.

Con il 1° gennaio 1999 la Banca centrale europea ha dunque assunto la responsabilità della politica monetaria europea nell'area dell'euro, sostituendosi alle 11 banche centrali che fino a quella data avevano avuto la responsabilità delle politiche monetarie nazionali. La struttura istituzionale della Banca centrale europea è stata definita nelle sue linee principali dal Trattato di Maastricht e, in particolare, dal Protocollo sullo statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea, che all'articolo 1 così si esprime: «Il Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e la Banca centrale europea (BCE) […] assolvono i loro compiti ed espletano le loro attività conformemente alle disposizioni del trattato e del presente statuto […], il SEBC è composto dalla BCE e dalle banche centrali degli Stati membri (banche centrali nazionali)». La base legale per la politica monetaria europea è definita dal Trattato che istituisce la Comunità

europea.

I due principî fondamentali su cui l'architettura della SEBC è costituita sono il principio della assoluta autonomia della Banca nella conduzione della politica monetaria e la priorità data all'obiettivo di un basso tasso d'inflazione. Questi principî sono coerenti con i principi federalisti che sono alla base del progetto di unione monetaria. In una visione ispirata al principio di sussidiarietà a tutti i livelli, infatti, alle autorità centrali risulta impossibile drenare risorse dai livelli più bassi attraverso politiche inflazioniste (v. Principio di sussidiarietà).

Va rilevato come l'importanza attribuita all'obiettivo della stabilità dei prezzi sia coerente con l'idea, recentemente affermatasi nel dibattito economico, che non esista uno stabile *trade-off* tra i tassi di crescita dei prezzi e il tasso di crescita reale dell'economia, per cui il perseguimento di contenuti tassi di crescita dei livelli dei prezzi non compromette le prospettive di crescita dell'economia reale. In questo modo i principî ispiratori della costituzione monetaria europea hanno posto le premesse per una rivalutazione delle politiche fiscali a tutti i livelli dell'Unione europea secondo i principi del federalismo fiscale. Dal punto di vista storico, questa soluzione era già stata sperimentata nella Germania federale come conseguenza della sua struttura federale.

Questi principi sono chiaramente espressi nel Trattato istitutivo della Comunità europea, che all'articolo 105 così recita: «L'obiettivo principale del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nella Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità definiti nell'articolo».

La missione prioritaria della Banca centrale europea è dunque

chiaramente definita: garantire un basso livello d'inflazione (obiettivo della stabilità dei prezzi). Nell'articolo 105 il riferimento al secondo obiettivo della Banca centrale, ossia il sostegno delle politiche economiche generali, è esplicitamente subordinato al primo obiettivo. Ne consegue che, nel perseguimento delle proprie finalità, gli organi di governo dell'istituto di emissione devono privilegiare gli obiettivi monetari, eventualmente anche a scapito di eventuali obiettivi di crescita economica. Il disegno istituzionale che emerge è quindi caratterizzato da una chiara divisione dei compiti con le autorità monetarie europee, che hanno l'obiettivo di contenere la crescita dei prezzi, e le autorità fiscali a tutti i livelli di governo, che hanno invece il compito primario di promuovere la crescita economica, pur nel rispetto della stabilità economica.

Queste considerazioni valgono anche per le politiche relative al tasso di cambio dell'euro. Queste politiche sono condivise dalla BCE e dal Consiglio economia e finanza (ECOFIN) e, anche in questo caso, la conduzione della politica del cambio è guidata dall'obiettivo generale volto al mantenimento della stabilità dei prezzi.

L'indipendenza della Banca costituisce quindi la condizione necessaria affinché gli organi di governo della Banca centrale possano mantenere la necessaria autonomia da quelle istituzioni, in primis i governi nazionali, i quali sono invece primariamente interessati al raggiungimento di obiettivi di politica economica – tipicamente la crescita – che in certe condizioni e nel breve termine possono dimostrarsi in contrasto con quelli della stabilità monetaria.

Il concetto di autonomia è declinato precisamente dal Trattato che istituisce la Comunità europea (art. 108) allorquando così si esprime: «Nell'esercizio dei poteri e nell'assolvimento dei compiti e dei doveri loro attribuiti dal presente trattato e dallo statuto del SEBC, né la BCE né una banca centrale nazionale né un membro dei rispettivi organi decisionali

possono sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni o dagli organi comunitari, dai governi degli Stati membri né da qualsiasi altro organismo. Le istituzioni e gli organi comunitari nonché i governi degli Stati membri si impegnano a rispettare questo principio e a non cercare di influenzare i membri degli organi decisionali della BCE o delle banche centrali nazionali nell'assolvimento dei loro compiti».

Nel rispetto della sua indipendenza e autonomia, la BCE non è un'istituzione slegata dal contesto istituzionale dell'Unione europea. La Banca ha degli obblighi e delle responsabilità di informazione nei confronti delle altre istituzioni; il Trattato prevede degli obblighi specifici a carico della Banca affinché i cittadini europei siano informati sulle motivazioni e sulle modalità di operare dell'istituto di emissione. A tale riguardo la BCE ha obblighi in primo luogo nei confronti del Parlamento europeo, unica istituzione europea direttamente eletta dai cittadini dell'Unione.

In base alle disposizioni del Trattato, la BCE trasmette al Parlamento europeo, al Consiglio dei ministri e alla Commissione europea nonché al Consiglio europeo una relazione annuale sull'attività del SEBC e sulla politica monetaria dell'anno precedente e dell'anno in corso. È il presidente della BCE che presenta questa relazione al Consiglio e al Parlamento europeo il quale, sulla base delle informazioni ricevute, può procedere ad un dibattito generale. Il Parlamento, in qualsiasi momento, può convocare il presidente o gli altri membri del comitato esecutivo per essere informato sulle attività della Banca.

È sempre il Trattato che all'articolo 105 definisce i compiti fondamentali che il SEBC deve realizzare; tali compiti, oltre alla definizione e attuazione della politica monetaria, sono i seguenti: svolgere le operazioni sui cambi; detenere e gestire le riserve ufficiali in valuta estera degli Stati membri; promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento. Alla BCE, inoltre, compete l'esclusivo diritto di autorizzare

l’emissione di banconote nell’area dell’euro e, in cooperazione con le banche centrali nazionali, di raccogliere le informazioni statistiche necessarie all’implementazione della politica monetaria.

Alla BCE non sono invece affidati direttamente compiti di vigilanza prudenziale e di controllo della stabilità degli intermediari finanziari e del sistema finanziario. Questi compiti sono rimasti di pertinenza delle autorità nazionali di controllo, con le quali tuttavia la BCE collabora ai fini di una buona conduzione delle politiche nazionali. Da questo punto di vista tale distinzione rimane una peculiarità del sistema europeo. È opinione diffusa che, nella misura in cui l’euro porterà alla realizzazione di un mercato finanziario continentale, questa netta separazione delle competenze dovrà in qualche modo essere riconsiderata; è realistico ipotizzare una suddivisione delle competenze di tipo concorrente tra i due diversi livelli di governo, europeo e nazionale, seguendo il percorso istituzionale della suddivisione realizzata, ad esempio, nelle politiche antitrust.

Per quanto riguarda la struttura istituzionale del SEBC, il modello di riferimento è costituito dalle autorità monetarie federali, come ad esempio quella della Repubblica Federale Tedesca o il Federal riserve system statunitense. Nel caso europeo, tuttavia, vi sono alcune particolarità che rendono l’architettura istituzionale europea unica. In primo luogo, poiché non tutti i paesi hanno introdotto la moneta unica, è necessario distinguere il SEBC, comprendente la BCE e tutte le banche centrali nazionali dei paesi membri, dal cosiddetto “Eurosistema”, la struttura istituzionale costituita dalla BCE e dalle sole banche centrali nazionali dei paesi che hanno adottato l’euro. Nella fase attuale, quindi, e finché ci sarà anche un solo paese membro che non avrà adottato la moneta comune, sarà necessario distinguere tra Eurosistema e SEBC. La gestione della politica monetaria comune è di pertinenza della BCE e dei soli paesi che compongono l’Eurosistema.

Gli organi decisionali della BCE sono due: il Consiglio direttivo (Governing council) e il Comitato esecutivo (Executive board). Il Consiglio direttivo è composto dai 6 membri del Comitato esecutivo e dai governatori delle banche centrali nazionali dell'Eurosistema (12 governatori nel 2003). Il Consiglio direttivo è presieduto dal presidente della BCE e ha il compito di definire le linee generali e le decisioni fondamentali relative alla realizzazione della politica monetaria europea. Il Consiglio direttivo si riunisce generalmente due volte al mese, di regola il giovedì, e si occupa quindi di prendere quelle decisioni relative agli obiettivi intermedi di politica monetaria, ai tassi di interesse e all'offerta di moneta. Ogni membro del Consiglio direttivo è titolare di un solo diritto di voto e le decisioni all'interno dell'organo sono prese a maggioranza semplice. L'obiettivo di questa regola è fare sì che gli organi della BCE decidano non sulla base di un compromesso tra i diversi interessi nazionali, bensì secondo uno spirito autenticamente europeo.

Il Comitato esecutivo è un organo più ristretto con il compito della gestione quotidiana della politica monetaria, ed è composto dal presidente, dal vicepresidente e da altri quattro membri di riconosciuta reputazione ed esperienza in campo monetario e bancario. Tutti i membri del Comitato esecutivo sono nominati con decisione dei capi di Stato e di governo dei paesi che compongono l'Eurosistema e rimangono in carica per un periodo (8 anni) sufficientemente lungo a garantirne e promuoverne la dovuta indipendenza.

I compiti del Comitato esecutivo sono essenzialmente due: formulare e attuare la politica monetaria della Comunità con riferimento sia agli obiettivi generali che agli obiettivi monetari intermedi, ai tassi di interesse guida e all'offerta di riserve nel SEBC secondo le decisioni e gli indirizzi stabiliti dal Consiglio; preparare le riunioni del Consiglio direttivo.

La BCE, conformemente allo spirito di sussidiarietà che permea la struttura del SEBC, prevede che, laddove possibile, i compiti operativi di politica monetaria vengano svolti direttamente dalle banche centrali nazionali. Ne consegue che gli enti creditizi hanno mantenuto i loro depositi presso le banche centrali nazionali, cui spettano le operazioni per la regolazione della liquidità e i tassi di interesse nonché il compito di stampa delle banconote (non delle monete che rimane di competenza dei singoli governi nazionali) e di raccolta ed elaborazione delle statistiche monetarie e finanziarie

A fianco dei due organi di governo menzionati sopra vi è infine il Consiglio generale, che è composto da tutti governatori della Banche centrali dei paesi membri e che ha solo una funzione consultiva.

Allo scopo di conseguire l'obiettivo della stabilità dei prezzi, la Banca centrale europea ha sviluppato una strategia complessiva che viene comunicata al mercato al fine di raggiungere la massima trasparenza nei rapporti tra l'istituzione e gli operatori di mercato. L'obiettivo della trasparenza e della corretta informazione al mercato costituisce il primo passo della strategia complessiva della BCE, la quale ha costantemente comunicato al mercato i suoi obiettivi di politica monetaria e le sue modalità operative al fine di orientare i comportamenti degli attori economici nel senso desiderato dalle autorità di politica monetaria.

A questo proposito il primo, importante punto di riferimento che la BCE ha offerto al mercato è costituito da una precisa definizione del concetto di stabilità monetaria, definizione che è rimasta sostanzialmente immutata fin dalla nascita della BCE. La stabilità dei prezzi è stata definita in termini quantitativi e più precisamente, come «un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2%». L'obiettivo della BCE non è solo quello di garantire livelli d'inflazione inferiore al 2% ma, come è stato specificato in una dichiarazione del

Consiglio direttivo del 2003, è anche quello di fornire un margine di sicurezza sufficientemente ampio a salvaguardia dai rischi di deflazione e di possibili distorsioni nella misurazione dello IAPC; il Consiglio direttivo ha precisato che si prefiggerà di mantenere l'inflazione su livelli prossimi al 2%. Va sottolineato come la BCE abbia specificato che la definizione del target di inflazione da seguire si riferisca a un orizzonte di riferimento di medio termine. Questa specificazione è rilevante in quanto la BCE sta annunciando che si muoverà sul mercato solo in caso di rischi stabili di inflazione, ma non nel caso di aumento dei prezzi che la Banca stessa giudicasse solo di brevissimo termine.

Poiché l'obiettivo della BCE è quello di mantenere il livello generale dei prezzi entro i target definiti, l'istituto di emissione ha definito una strategia coerente per valutare i potenziali rischi di crescita dei prezzi. La comunicazione al mercato dei metodi di indagine utilizzati per valutare i potenziali rischi inflattivi è volta, nelle intenzioni del istituto di emissione, a rendere gli operatori economici informati sulle modalità di analisi e quindi sul comportamento della BCE. Si ritiene che questo modo di procedere sia in grado di influenzare direttamente i comportamenti degli agenti nel mercato nel senso auspicato dalla Banca.

L'istituto centrale ha sviluppato una metodologia di indagine dei potenziali rischi d'inflazione basata su due differenti approcci (*two-pillar framework*). Il primo fa riferimento a diversi aggregati e variabili dell'economia reale quali il tasso di cambio, la bilancia dei pagamenti, l'andamento della domanda, al fine di individuare potenziali fonti d'inflazione nel breve termine. Il secondo approccio è costituito dall'analisi degli aggregati monetari, e si basa sulla ben nota relazione che esiste nel lungo periodo fra dimensione dell'offerta di moneta e livello generale dei prezzi (teoria quantitativa della moneta). Sulla base di questa relazione, la Banca centrale ha deciso di definire quale sia il tasso di

crescita degli aggregati monetari di riferimento compatibile, a suo parere, con il tasso d'inflazione programmato. L'aggregato monetario che la Banca centrale attualmente usa è quello definito M3, costituito dalla somma del circolante e dai depositi a vista presenti nel sistema (M1), più i depositi a risparmio e un aggregato di passività finanziarie emesse dal sistema bancario con scadenza inferiore ai due anni (pronti contro termine, quote di fondi comuni monetari e titoli di mercato monetario). Una volta definito l'aggregato monetario di riferimento, la Banca annuncia al mercato i criteri con i quali determina il tasso di crescita della moneta ritenuto compatibile con il tasso d'inflazione programmato. Questo metodo di analisi del mercato è volto a incrementare la trasparenza delle operazioni svolte dall'Istituto di emissione, rafforzando in questo modo la credibilità della Banca. A sua volta una maggiore credibilità dell'Istituto centrale indurrà comportamenti da parte degli agenti economici in linea con quelle che sono le aspettative della Banca stessa.

Una volta definito l'obiettivo finale in termini di stabilità dei prezzi e l'obiettivo intermedio in termini di tasso di crescita degli aggregati monetari compatibili con le condizioni economiche generali, la Banca centrale dispone di un complesso di strumenti atti a conseguire questi obiettivi, riconducibili essenzialmente agli strumenti e alle procedure volte al controllo della liquidità totale del sistema e al controllo dei tassi di interesse.

Alle procedure di controllo degli aggregati monetari sono ascrivibili tutte quelle operazioni destinate a fornire o drenare liquidità dal sistema. Con queste operazioni la Banca centrale cerca di portare i tassi di crescita degli aggregati monetari e di influenzare i tassi di mercato monetario verso gli obiettivi perseguiti.

Un ruolo fondamentale a questo riguardo è svolto dalle operazioni di mercato aperto, ossia da quelle operazioni con

cui l'Eurosistema offre fondi alle controparti creditizie. Queste operazioni di finanziamento assumono la forma di contratti di pronti contro termine, tipicamente garantiti da titoli che la Banca centrale classifica in due categorie a seconda che siano a diffusione europea (Tier 1) o invece a prevalente circolazione nazionale (Tier 2).

Le operazioni di mercato aperto sono realizzate con riferimento al tasso di sconto, che è il tasso di riferimento principale della politica monetaria della BCE. Queste operazioni possono essere classificate in quattro differenti categorie a seconda dell'obiettivo perseguito, della tempistica e delle modalità di finanziamento adottate: operazioni di rifinanziamento principale; operazioni di rifinanziamento a lungo termine; operazioni temporanee (*fine tuning*); operazioni di tipo strutturale.

Le operazioni di rifinanziamento principale costituiscono il principale strumento di finanziamento delle controparti creditizie. Oltre a influenzare tassi a breve e gli aggregati monetari esse svolgono un ruolo fondamentale nel segnalare al mercato i principali indirizzi della politica monetaria della Banca centrale. Queste operazioni sono condotte settimanalmente dalla Banca centrale e hanno di regola, a partire dal 2004, una durata settimanale. Con tali operazioni le controparti creditizie partecipano ad aste, stabilite in base a un calendario predefinito, per acquistare liquidità dalla Banca centrale a un tasso fisso o variabile a seconda delle modalità definite dalla BCE.

Le operazione di rifinanziamento a lungo termine si distinguono dalle operazioni precedenti essenzialmente per la durata, in quanto hanno una scadenza tipica di tre mesi.

Le operazioni di *fine tuning*, infine, non seguono un calendario prestabilito e non hanno una durata predeterminata. Queste operazioni possono avere obiettivi sia di creazione di liquidità che di distruzione della liquidità. In questo caso

sarà la BCE a proporsi come controparte per acquistare liquidità dagli enti creditizi. Dato il loro carattere eccezionale, queste operazioni sono realizzate essenzialmente per fare fronte a situazioni di fluttuazioni inattese della liquidità o a eventi eccezionali. La BCE ha utilizzato queste procedure di finanziamento eccezionali in situazioni particolari: ad esempio nei due giorni seguenti l'attacco alle torri gemelle negli Stati Uniti, introducendo nei giorni 12 e 13 settembre liquidità nel sistema pari a 109.776 milioni di euro quando le operazioni di rifinanziamento principale nel mese precedente avevano immesso liquidità nel sistema per importi compresi trai 71.000 e 91.000 milioni di euro.

L'ultima tipologia di finanziamento a disposizione della BCE è costituita delle operazioni strutturali, volte a influenzare la posizione di liquidità nel lungo periodo del sistema bancario. La portata operativa di queste operazioni è tuttavia scarsa, non avendo ancora utilizzato la BCE questo strumento.

Particolarmente rilevanti risultano le potenzialità delle operazioni su iniziativa delle controparti (*standing facilities)*. Le *standing facilities* costituiscono un agile strumento per la regolazione delle posizioni di liquidità tra il sistema creditizio e l'Eurosistema, e permettono di fornire o assorbire liquidità su iniziativa delle controparti bancarie, le quali possono acquistare depositi *overnight* ad un tasso denominato tasso marginale o possono depositare la liquidità in eccesso ad un tasso chiamato tasso di deposito. Il tasso marginale e il tasso di deposito si collocano tipicamente al di fuori dei normali tassi di mercato, per cui per le banche vi è uno scarso incentivo a ricorrere a questa opzione. Questi tassi, insieme ai tassi delle operazioni di rifinanziamento, definiscono il cosiddetto "corridoio dei tassi", ossia quella griglia di tassi di interesse controllati dalla BCE che definisce il tipico ambito di oscillazione entro cui si muovono i tassi di mercato a breve termine. In condizioni normali, infatti, il tasso di interesse sui

depositi presso la Banca centrale costituisce il limite minimo per il tasso di interesse del mercato *overnight*, mentre il tasso di rifinanziamento marginale costituisce il limite massimo.

Accanto alle operazioni di mercato aperto e a quelle su iniziativa delle controparti, l'Istituto di emissione utilizza un terzo strumento: l'imposizione della riserva obbligatoria. La BCE richiede agli enti creditizi di detenere riserve su conti costituiti presso le banche centrali nazionali. L'obiettivo del regime di riserva obbligatoria è principalmente quello di stabilizzare i tassi di interesse del mercato monetario e di modificare la posizione di liquidità del sistema creando o ampliando il fabbisogno strutturale di liquidità.

L'entità dei deposti che gli enti creditizi devono mantenere è calcolata come una percentuale (2%) dei depositi a breve raccolti dall'ente creditizio nel mese, al netto di una somma fissa che le banche possono detrarre. L'importo così depositato è remunerato in base al tasso delle operazioni di rifinanziamento principale dell'Eurosistema, e può essere in parte utilizzato dall'ente creditizio (meccanismo di mobilizzazione della riserva), purché la media dei depositi sul periodo di mantenimento sia in linea con le richieste dell'istituto centrale.

Antonio Majocchi – Dario Velo (2008)