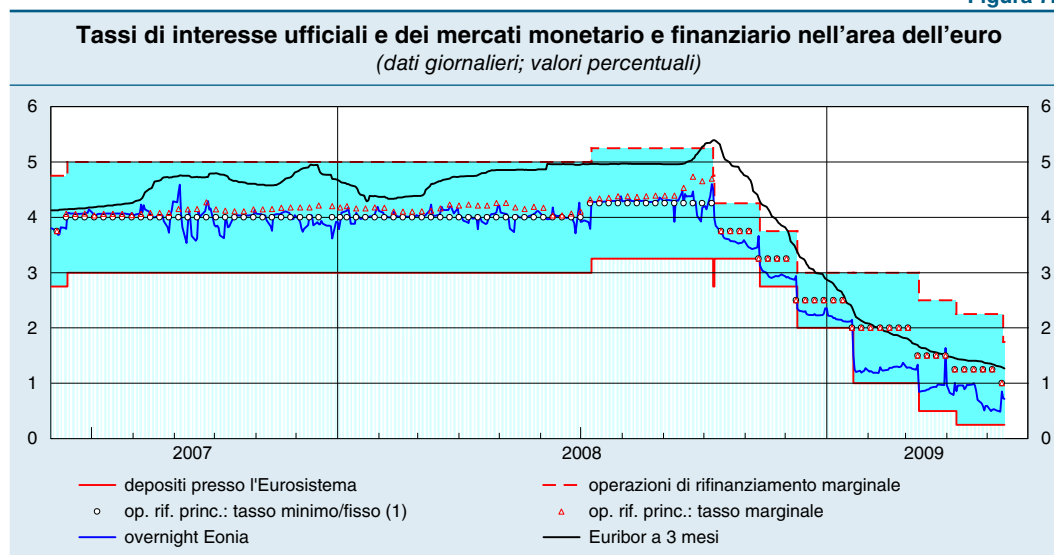


## 7. LA POLITICA MONETARIA COMUNE

Nella prima metà del 2008 il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha mantenuto invariati i tassi d'interesse ufficiali, pur in presenza di pressioni inflazionistiche originate dai forti rialzi dei prezzi dell'energia e delle materie prime, in un contesto di elevata incertezza sugli sviluppi della crisi finanziaria globale. A inizio luglio, per contrastare i rischi di un disancoraggio delle aspettative d'inflazione da livelli coerenti con la stabilità dei prezzi, il tasso minimo sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) è stato aumentato di 25 punti base, al 4,25 per cento (fig. 7.1).

Figura 7.1



Fonte: BCE, Reuters.

(1) Tasso minimo fino al 14 ottobre 2008; successivamente tasso fisso.

A partire da agosto, il cambiamento delle prospettive di crescita internazionale ha provocato una rapida inversione del ciclo dei prezzi delle materie prime e una riduzione delle pressioni inflazionistiche. In settembre l'acuirsi della crisi finanziaria globale e il conseguente aumento della volatilità su tutti i mercati (cfr. il capitolo 1: *I mercati finanziari e valutari*) hanno determinato un brusco peggioramento delle condizioni di liquidità sui mercati interbancari che ha minacciato la stabilità del sistema finanziario. Ciò ha indotto un repentino deterioramento delle condizioni di offerta del credito all'economia e delle prospettive di crescita e un ulteriore calo delle pressioni inflazionistiche. I prestiti al settore privato hanno bruscamente decelerato.

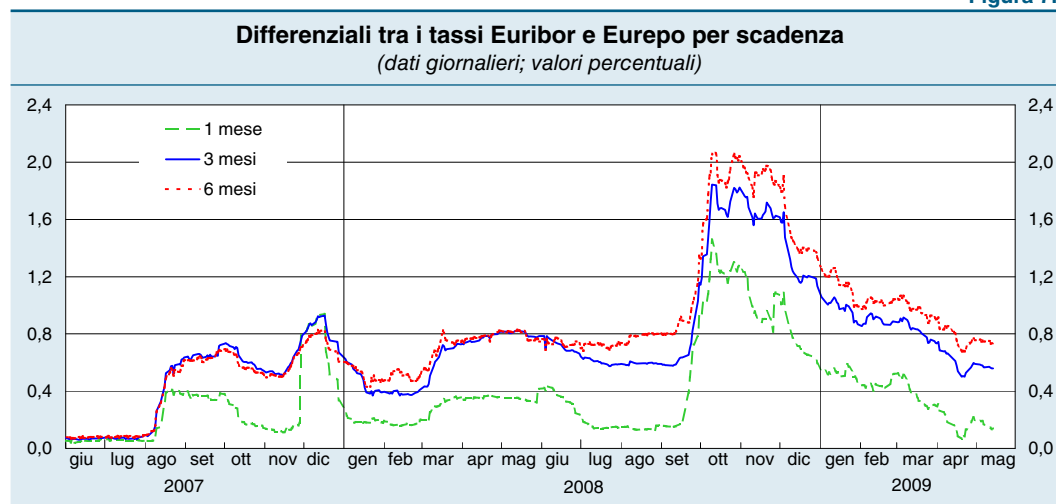
Il Consiglio direttivo ha decisamente allentato le condizioni monetarie. Il tasso ufficiale è stato ridotto di 50 punti base in ottobre, con una manovra concertata con le altre principali banche centrali, e di ulteriori 2,75 punti percentuali complessivamente nei mesi successivi, fino all'1,0 per cento all'inizio di maggio del 2009, il livello più basso mai raggiunto.

A partire dall'autunno l'Eurosistema ha avviato operazioni di rifinanziamento del sistema bancario del tutto eccezionali, miranti a garantire il funzionamento del mercato monetario e a sostenere l'afflusso di credito all'economia. Da ottobre, le operazioni sono state condotte mediante aste a tasso fisso con aggiudicazione integrale degli importi richiesti, su scadenze fino a sei mesi. È stata, inoltre, ampliata la tipologia di garanzie utilizzabili. Nella riunione del 7 maggio il Consiglio direttivo ha annunciato che a partire da giugno l'Eurosistema porrà in atto anche operazioni di rifinanziamento a dodici mesi e che verranno effettuati acquisti di obbligazioni garantite (*covered bonds*) in euro emesse nell'area, con lo scopo di contribuire ulteriormente al finanziamento dell'economia.

### *I tassi d'interesse e il cambio dell'euro*

*I tassi d'interesse a breve termine.* – Tra gennaio e ottobre i tassi d'interesse sui prestiti non garantiti (Euribor) sul mercato monetario sono aumentati con riferimento a tutte le scadenze (fino al 5,4 per cento su quella a tre mesi; fig. 7.1) risentendo dell'acuirsi delle tensioni finanziarie. Successivamente al dissesto della banca d'investimento Lehman Brothers, il 15 settembre, i differenziali rispetto ai tassi sui prestiti assistiti da garanzia (Eurepo), che forniscono una misura dei premi per il rischio sul mercato interbancario, hanno toccato valori mai registrati prima (180 punti base sulla scadenza a tre mesi; fig. 7.2). Sono poi gradualmente diminuiti a seguito delle misure straordinarie messe in atto dall'Eurosistema, delle riduzioni dei tassi ufficiali e dell'annuncio da parte dei governi dell'area dell'euro di interventi a sostegno delle istituzioni finanziarie in difficoltà (cfr. *Bollettino economico*, n. 54, 2008). A metà maggio 2009 l'Euribor a tre mesi si collocava all'1,3 per cento (circa 60 punti base al di sopra del tasso Eurepo), in linea con i corrispondenti tassi in sterline e poco al di sopra di quelli in dollari.

Figura 7.2

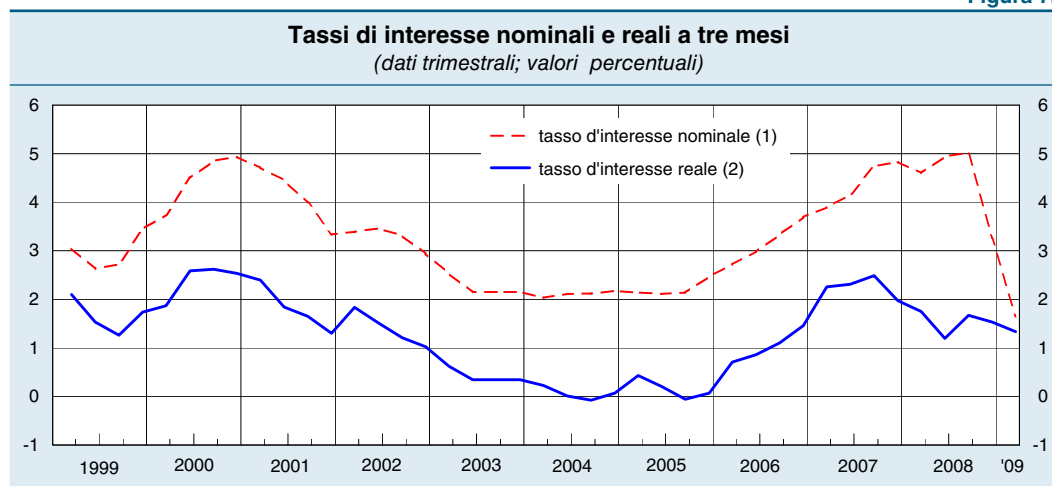


Fonte: Reuters.

I tassi reali a breve termine, in diminuzione nella prima parte del 2008 per l'aumento delle aspettative d'inflazione, hanno mostrato una tendenza al rialzo dall'autunno, a seguito dell'inversione di quelle stesse aspettative e, in misura minore, dell'incremento dei premi per il rischio sul mercato interbancario; la rapida riduzione dei tassi ufficiali ha

tuttavia consentito di mantenerli su livelli contenuti (fig. 7.3). A metà maggio 2009 il tasso reale a tre mesi si collocava all'1,2 per cento.

Figura 7.3



Fonte: elaborazioni su dati Reuters e Consensus Economics.

(1) Tasso Euribor a 3 mesi (medie dei dati giornalieri nell'ultimo mese del trimestre). – (2) Differenza tra il tasso d'interesse nominale e le aspettative d'inflazione per il trimestre successivo rilevate presso gli operatori professionali dal sondaggio trimestrale Consensus Forecasts.

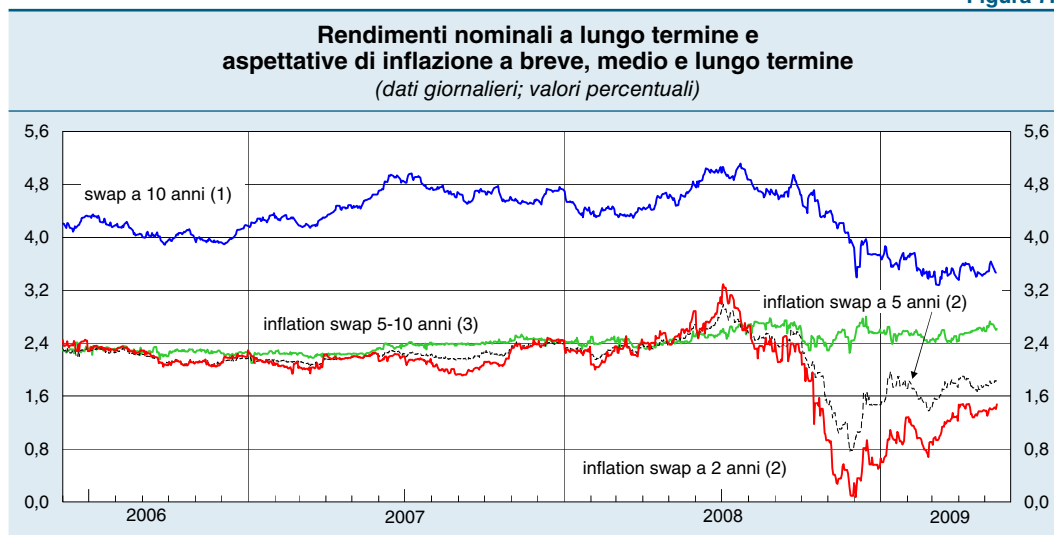
*L'esperienza storica suggerisce che in un contesto di brusco calo dell'inflazione e di significativi rischi al ribasso per la stabilità dei prezzi, aggravati dalla presenza di un limite inferiore al livello dei tassi di interesse nominali (che possono al più scendere allo zero), è opportuno ridurre i tassi ufficiali con maggiore rapidità rispetto a quanto suggerito da una strategia ottimale in condizioni "normali". L'esperienza degli Stati Uniti durante la grande depressione e del Giappone agli inizi degli anni novanta suggeriscono che in periodi di crisi ritardi nell'adozione di un orientamento marcatamente espansivo della politica monetaria, mantenendo i tassi d'interesse reali su livelli eccessivamente elevati, possono aggravare l'evoluzione negativa del ciclo economico e contribuire a innescare una spirale deflazionistica. È necessario tuttavia che alla rapidità con cui le banche centrali hanno ridotto i tassi ufficiali faccia seguito un'altrettanto rapida rimozione dello stimolo monetario nel momento in cui si registreranno segnali positivi nell'economia, al fine di evitare l'insorgere di bolle speculative nei prezzi delle attività reali e finanziarie.*

*I rendimenti a lungo termine.* – I tassi d'interesse a lungo termine in euro, misurati sulla base dei contratti swap a dieci anni, dopo essere aumentati al 5 per cento nella prima metà del 2008 sono ridiscesi a seguito del brusco mutamento delle prospettive macroeconomiche dell'area, del rapido calo delle aspettative di inflazione e dell'allentamento della politica monetaria, collocandosi al 3,5 per cento a metà maggio del 2009 (fig. 7.4). I rendimenti dei titoli pubblici a medio e a lungo termine dei paesi dell'area hanno mostrato una dinamica simile. A partire da ottobre 2008 i differenziali di rendimento tra i titoli di Stato decennali di alcuni paesi membri e i Bund tedeschi di pari durata, già in aumento nella prima parte dell'anno, si sono ulteriormente ampliati, a causa di timori sulle prospettive delle finanze pubbliche e di un *flight to quality* a favore dei titoli tedeschi, caratterizzati anche da un maggiore grado di liquidità (cfr. il capitolo 15: *I mercati finanziari*). Dopo avere raggiunto valori massimi lo scorso gennaio, tali differenziali si sono in parte ridotti nel periodo più recente.

Le attese di inflazione a breve e a medio termine, ricavate dai rendimenti dei contratti swap sul tasso d'inflazione dell'area, dopo un rapido ma temporaneo aumento in giugno (fig. 7.4) sono bruscamente calate, toccando lo zero a fine novembre sulla scadenza a due anni (0,8 per cento per quella a cinque anni), per poi risalire verso l'1,4

per cento a metà maggio. Le aspettative d'inflazione sull'orizzonte tra i cinque e i dieci anni in avanti, che risentono in misura minore dell'andamento corrente dell'inflazione, sono invece rimaste stabili su valori che al netto dei premi per il rischio risultano finora in linea con la stabilità dei prezzi. Indicazioni simili emergono dalle risposte ai sondaggi effettuati da *Consensus Economics* e dalla *Survey of Professional Forecasters* condotta dalla BCE (cfr. il paragrafo del capitolo 5: *I prezzi e i costi*).

Figura 7.4



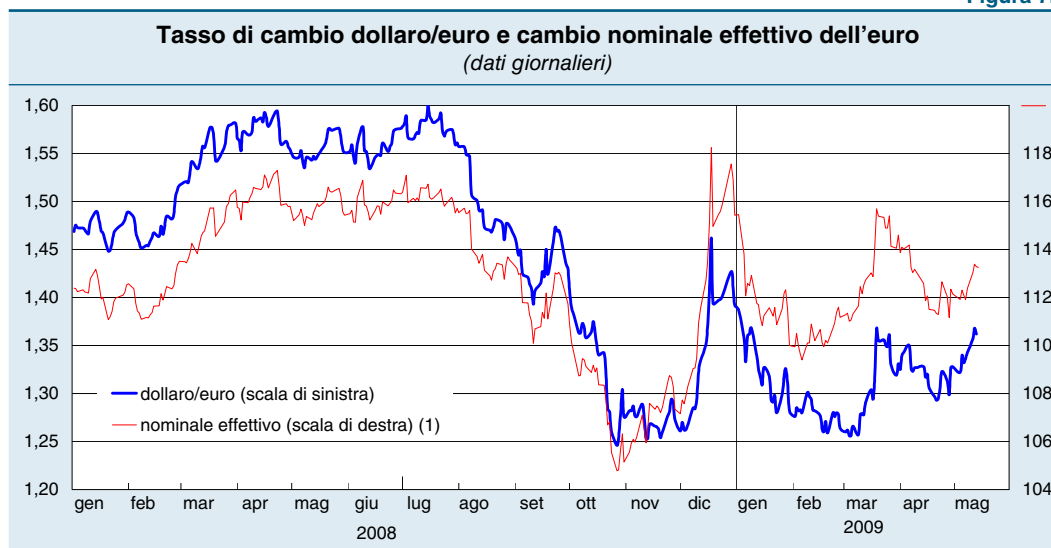
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Reuters.

(1) Rendimenti dei contratti swap sui tassi d'interesse a dieci anni. – (2) Rendimenti dei contratti swap sull'inflazione dell'area dell'euro a due e a cinque anni. – (3) Rendimento a termine implicito nei contratti swap sull'inflazione dell'area dell'euro a cinque e dieci anni.

*L'ancoraggio delle aspettative d'inflazione a lungo termine ha contribuito a contenere gli effetti inflazionistici degli eccezionali rincari delle materie prime energetiche registrati a partire dal 2007. Analisi econometriche indicano che tali effetti sono stati di gran lunga inferiori a quelli osservati nelle principali economie avanzate in occasione degli shock petroliferi degli anni settanta. La credibilità dell'Eurosistema ha giocato un ruolo importante nell'attenuazione dell'impatto del rincaro del petrolio sull'inflazione in Italia, riducendone soprattutto la persistenza; nel periodo successivo al 1999, la risposta dell'inflazione italiana a questi rincari è stata, infatti, simile a quella osservata in passato nei paesi a più bassa inflazione, quali la Germania.*

*Il cambio dell'euro.* – La valuta dell'area si è apprezzata nei confronti del dollaro nella prima parte del 2008 (fig. 7.5); a tale andamento hanno contribuito le attese di un ampliamento del differenziale d'interesse a favore delle attività in euro in relazione al diverso orientamento delle rispettive politiche monetarie (cfr. il capitolo 2: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree*). Tale tendenza si è invertita a partire dall'estate, a seguito di indicazioni sulla dimensione globale della crisi economica e finanziaria e di aspettative di un conseguente allentamento delle condizioni monetarie da parte della BCE. L'apprezzamento dell'euro nei confronti della sterlina inglese, già in atto nel 2007, si è intensificato nell'ultima parte del 2008, principalmente a causa dell'eccezionale rallentamento dell'attività economica e del rapido calo dei tassi d'interesse nel Regno Unito. In termini nominali effettivi, il tasso di cambio dell'euro ha registrato oscillazioni significative nel corso del 2008 e nei primi mesi del 2009; a metà maggio 2009 si collocava sui livelli osservati all'inizio del 2008. L'elevata incertezza sulla congiuntura internazionale e il peggioramento delle condizioni sui mercati finanziari dall'autunno hanno fortemente aumentato la volatilità sui mercati valutari.

Figura 7.5



### La moneta e il credito

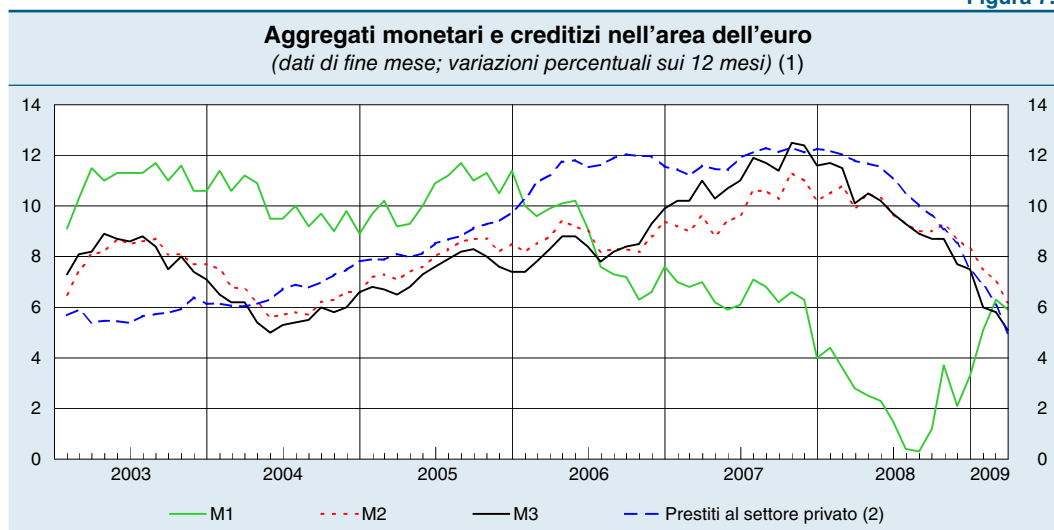
*La moneta.* – Nel corso del 2008 e nei primi mesi del 2009 nell'area dell'euro la crescita della moneta M3 è progressivamente diminuita (al 5,1 per cento sui dodici mesi in marzo, dall'11,5 del dicembre 2007; fig. 7.6). L'aggravarsi della crisi finanziaria ha influito significativamente sulla composizione della M3: la maggiore preferenza per la liquidità da parte degli investitori e il forte calo dei tassi d'interesse del mercato interbancario hanno determinato un marcato rallentamento degli strumenti monetari meno liquidi; a ciò si è contrapposto un parziale recupero, negli ultimi mesi, dell'aggregato ristretto M1, rispetto alla crescita nulla toccata in agosto. Si sono registrati andamenti fortemente differenziati per gli strumenti monetari detenuti dai diversi settori: i depositi delle famiglie hanno continuato a espandersi a ritmi elevati; quelli detenuti dalle imprese non finanziarie hanno decelerato marcatamente nel corso dell'anno, riflettendo una diminuzione dei flussi di cassa e confermando la presenza di più difficili condizioni di accesso al credito.

*Il credito.* – La crescita del credito bancario al settore privato dell'area è notevolmente diminuita nel corso dell'anno e nei primi mesi del 2009, al 3,2 per cento sui dodici mesi in marzo, dall'11,2 del dicembre 2007 (5,0 per cento, dal 12,3, in base ai dati corretti per l'effetto delle cartolarizzazioni; fig. 7.6). Il rallentamento, più graduale nella prima parte dell'anno, si è intensificato con l'aggravarsi della crisi finanziaria. La dinamica di breve periodo ha registrato valori prossimi allo zero nei primi mesi del 2009 (0,6 per cento in marzo, misurata dai tassi di crescita sui tre mesi in ragione d'anno).

La decelerazione del credito alle famiglie (il tasso di crescita è sceso all'1,6 per cento sui dodici mesi in marzo), in atto già dal 2007, ha interessato in misura maggiore la componente dei mutui per l'acquisto di abitazioni. I prestiti alle imprese, che crescevano a ritmi ancora molto sostenuti nella prima metà del 2008, hanno fortemente decelerato nella seconda parte dell'anno e nei primi mesi del 2009 (al 6,3 per cento in marzo).

La dinamica del credito a imprese e famiglie ha risentito sia di fattori di domanda, in un contesto di forte calo degli investimenti e di un ulteriore indebolimento del mercato immobiliare in diversi paesi dell'area, sia dell'irrigidimento delle condizioni di finanziamento, in misura più marcata nell'ultima parte dell'anno.

Figura 7.6



Fonte: BCE.

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

Secondo le risposte fornite dalle banche dell'area partecipanti alla *Bank Lending Survey* condotta dall'Eurosistema, nel corso del 2008 gli intermediari hanno progressivamente irrigidito i criteri per l'erogazione dei prestiti (in particolare quelli destinati alle imprese, soprattutto di maggiori dimensioni). L'inasprimento nella prima parte dell'anno ha determinato principalmente un aumento dei margini d'interesse; successivamente ha interessato anche le quantità erogate e le garanzie volte al contenimento del rischio. Tra le determinanti delle politiche del credito più caute da parte degli intermediari, è cresciuta nel corso dell'anno la rilevanza dei costi di provvista e dei vincoli di bilancio, in relazione alla posizione patrimoniale delle banche e alla capacità di finanziarsi sul mercato. Con riferimento ai prestiti alle famiglie, le banche hanno segnalato una riduzione del rapporto tra il valore dei mutui erogati e quello delle garanzie. Secondo l'indagine più recente, l'irrigidimento delle condizioni di finanziamento, sia alle imprese sia alle famiglie, si sarebbe attenuato nel primo trimestre del 2009 e un'ulteriore attenuazione sarebbe prevista per il secondo trimestre.

*Nell'area dell'euro il rapporto tra le consistenze dei prestiti e il prodotto interno lordo nominale, depurato dal suo trend di lungo periodo, è diminuito nel corso del 2008, collocandosi nell'ultimo trimestre su valori lievemente negativi. Tale calo è sinora inferiore a quello osservato durante le fasi di forte rallentamento economico e del credito della prima metà degli anni novanta e degli inizi di questo decennio; ciò potrebbe segnalare il rischio che l'aggiustamento dell'offerta di credito non sia ancora pienamente emerso.*

Secondo le banche partecipanti alla *Bank Lending Survey*, nel primo trimestre del 2009 l'annuncio di programmi di ricapitalizzazione e concessione di garanzie pubbliche ha contribuito a migliorare le condizioni di provvista e a limitare la restrizione dell'offerta di credito.

La rapida riduzione dei tassi ufficiali si è riflessa rapidamente sui tassi bancari, contribuendo a contenere il servizio del debito per famiglie e imprese. Il costo dei finanziamenti a

breve termine alle imprese, inclusi i prestiti in conto corrente, è diminuito di 200 punti base tra settembre e marzo. Il calo è stato più forte per i nuovi finanziamenti di importo più elevato, concessi verosimilmente alle imprese di maggiori dimensioni. I tassi sui nuovi mutui alle famiglie a tasso variabile sono scesi di 210 punti base; il calo di quelli a tasso fisso è stato inferiore (80 punti base) a causa della riduzione più contenuta dei rendimenti a lungo termine.

### *Le operazioni di politica monetaria fino all'estate*

Prima dell'aggravarsi delle tensioni nell'autunno, la BCE ha fatto fronte al rischio che la crisi finanziaria determinasse un arresto delle transazioni sul mercato interbancario e una crisi di liquidità avvalendosi degli strumenti utilizzati sin dalla sua fondazione. Gli interventi volti a preservare l'ordinato funzionamento del mercato monetario sono stati attuati aumentando i volumi erogati nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine e anticipando l'offerta dei fondi all'interno del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria (tav. 7.1). È stato rinnovato e ampliato il rifinanziamento in dollari attivato nel dicembre 2007. Gli interventi condotti dall'Eurosistema hanno contenuto le tensioni sul segmento a breve termine del mercato interbancario (fig. 7.2).

**Tavola 7.1**

<b>Indicatori del mercato monetario</b> (dati medi per il periodo indicato)				
VOCI	2007	2008 1° gen.- 14 ott.	2008 15 ott.- 31 dic.	2009 1° gen.- 12 mag.
<b>Operazioni di rifinanziamento principali</b>				
Volumi (1)				
Area dell'euro	263,6	177,2	290,9	228,9
Italia	17,5	8,3	24,3	9,7
Quota Italia (2)	6,6	4,7	8,3	4,2
Differenziale tasso medio ponderato e tasso minimo/fisso (3)				
	10,6	23,2	0	0
Differenziale Eonia (4)				
	9,3	7,7	24,6	57,8
Volatilità del differenziale Eonia (5)				
	12,4	11,6	7,6	19,7
<b>Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine</b>				
Volumi (6)				
Area dell'euro	183,3	292,3	493,6	487,9
Italia	1,7	5,8	15,4	25,4
Quota Italia (2)	0,9	2,0	3,1	5,2
<b>Operazioni su iniziativa delle controparti (7)</b>				
Rifinanziamento marginale				
Area dell'euro	0,2	0,8	8,3	1,7
Italia	0,0	0,0	0,3	0,0
Depositi overnight				
Area dell'euro	0,4	2,3	208,0	126,5
Italia	0,1	0,1	8,0	3,6
<b>Riserve in eccesso (8)</b>				
Area dell'euro	0,47	0,43	0,90	0,49
Italia	0,24	0,22	0,30	0,20

(1) Consistenza media giornaliera dei finanziamenti erogati alle Istituzioni finanziarie e monetarie (IFM) mediante operazioni di rifinanziamento principali; miliardi di euro. – (2) Fondi assegnati alle controparti italiane in percentuale del totale aggiudicato in asta. – (3) Media giornaliera del differenziale tra il tasso medio ponderato di aggiudicazione e il tasso minimo di offerta; dal 15 ottobre 2008 il differenziale è nullo in quanto vengono condotte solo aste a tasso fisso. – (4) Media giornaliera del valore assoluto del differenziale fra tasso Eonia e tasso minimo/fisso di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali; centesimi di punto percentuale. – (5) Deviazione standard del differenziale fra tasso Eonia e tasso minimo/fisso di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali; centesimi di punto percentuale. – (6) Consistenza media giornaliera dei finanziamenti erogati alle IFM mediante operazioni a più lungo termine; miliardi di euro. – (7) Consistenza media giornaliera nei periodi di mantenimento terminanti nell'arco di tempo considerato; miliardi di euro. – (8) Calcolate rispetto all'obbligo di riserva, in percentuale dell'obbligo stesso; media di dati giornalieri nei periodi di mantenimento terminanti nell'arco di tempo considerato.

*Dall'avvio della crisi finanziaria le condizioni di accesso al mercato interbancario sono mutate significativamente. Un'analisi econometrica, basata su dati della piattaforma elettronica e-MID, ha permesso di studiare le determinanti del differenziale tra i tassi d'interesse interbancari senza e con garanzia in euro. I risultati, ottenuti utilizzando congiuntamente i dati relativi a diverse scadenze, mostrano che il differenziale medio, della durata di circa 35 giorni, è risultato pari a 37 punti base nel periodo da agosto 2007 a settembre 2008, con un aumento di 33 punti base rispetto al periodo antecedente. Gran parte di tale aumento appare riconducibile a fattori di tipo sistemico: una misura di avversione al rischio, ricavata dal mercato azionario, ne spiega oltre tre quarti. A seguito della crisi, le banche con migliore merito di credito, misurato dal rating e dal grado di capitalizzazione, pagano i fondi meno di quelle con peggiore merito di credito (la differenza era trascurabile prima della crisi); inoltre, la convenienza relativa del costo del debito si è modificata a favore delle banche di maggiori dimensioni.*

A metà settembre, con il dissesto della banca d'investimento Lehman Brothers e il salvataggio pubblico della compagnia di assicurazioni American International Group (AIG), le tensioni sui mercati finanziari dei principali paesi avanzati si sono bruscamente acuite. Gli scambi sui mercati monetari si sono rapidamente rarefatti, in un contesto di forte aumento dei premi per il rischio di controparte tra le banche (fig. 7.2). È aumentato il rischio che fenomeni di illiquidità potessero rapidamente degenerare in una crisi sistemica.

### ***Le misure non convenzionali***

In una fase caratterizzata da un drastico peggioramento del quadro macroeconomico e da un elevato rischio sistemico, tutte le principali banche centrali hanno reagito sia riducendo i tassi ufficiali a valori prossimi allo zero sia intensificando il proprio ruolo di intermediazione sul mercato monetario. La necessità di fornire ulteriori stimoli alle economie in presenza di ridotti margini di manovra sui tassi d'interesse, di stabilizzare i mercati finanziari e di facilitare l'accesso al credito è stata fronteggiata con misure non convenzionali di politica monetaria che hanno determinato un'espansione della dimensione dei bilanci delle banche centrali e un mutamento della loro composizione.

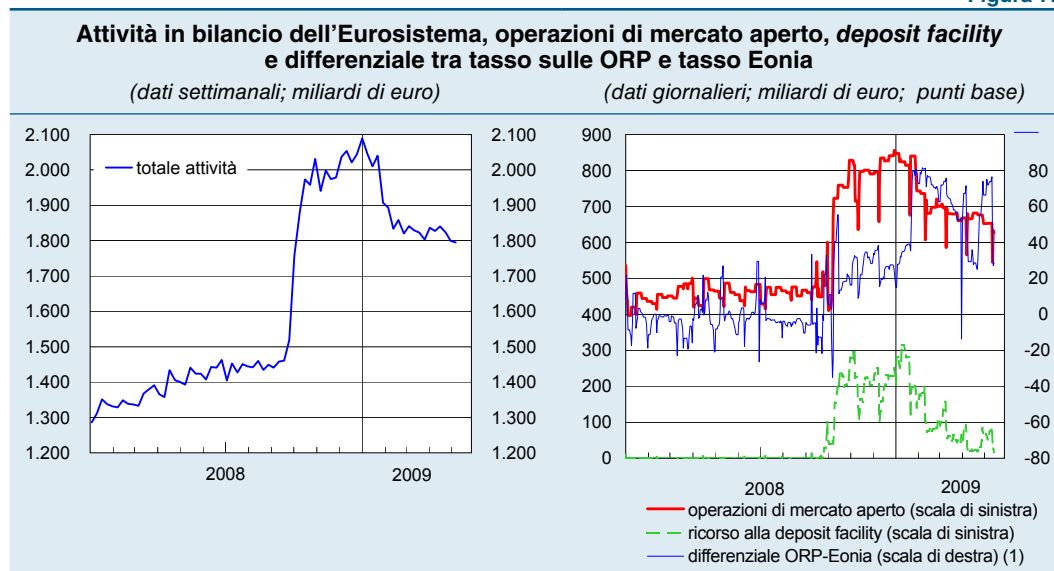
La scelta delle specifiche misure ha riflesso la struttura dei mercati finanziari e il diverso ruolo di banche e mercati nel finanziamento dell'economia. La Riserva federale ha effettuato vari interventi miranti ad assicurare l'erogazione diretta di credito ai prenditori finali; la stessa Riserva federale e la Banca d'Inghilterra hanno varato piani di acquisto di titoli pubblici e privati mediante emissione di moneta (cfr. il capitolo 2: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree*). L'Eurosistema ha concentrato i suoi interventi sulle banche al fine di garantire per questa via il mantenimento del credito all'economia, in considerazione del ruolo più preminente che le stesse svolgono nell'area dell'euro rispetto alle altre principali economie.

*La dimensione del bilancio consolidato delle banche centrali dell'Eurosistema si è ampliata di circa il 60 per cento nel corso del 2008 (l'aumento è in parte rientrato nei primi mesi del 2009; fig. 7.7). Dal lato dell'attivo, tale espansione è principalmente attribuibile all'aumento delle poste relative alle operazioni di rifinanziamento sia a breve termine (ORP) sia a lungo termine; vi hanno contribuito anche i crediti in valuta relativi alle linee di swap con altre banche centrali. L'ampliamento del bilancio è stato ancora più marcato, superiore al 100 per cento, per la Riserva federale e la Banca d'Inghilterra.*

*L'espansione delle attività nel bilancio ha comportato un aumento dei rischi a carico delle banche centrali, anche per l'inclusione di titoli con minore merito di credito tra le tipologie di garanzia accettate nei finanziamenti al sistema bancario. In prospettiva, il ridimensionamento del bilancio delle banche centrali dipenderà dal ritorno al normale funzionamento dei mercati interbancari. Da parte delle banche centrali occorre quindi prefigurare una exit strategy, da attuare tempestivamente*

nel momento in cui le tensioni cominceranno a ridursi. Nel caso delle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema, l'attenuazione delle tensioni renderà le condizioni di offerta dei fondi meno attraenti per le banche, inducendo automaticamente una restrizione del bilancio, come in parte è già avvenuto nei primi mesi del 2009.

Figura 7.7



Al fine di sostenere l'accesso al credito da parte delle istituzioni finanziarie e monetarie, in ottobre (cfr. *Bollettino economico*, n. 54, 2008) la BCE ha adottato un regime di aste a tasso fisso con aggiudicazione integrale dell'importo richiesto; tale sistema (che è stato esteso anche al rifinanziamento in valuta) resterà in vigore fino almeno a tutto il 2009. Per agevolare l'effettiva espansione della liquidità erogata, la BCE ha inoltre ampliato la tipologia di garanzie utilizzabili nelle operazioni di rifinanziamento riducendo a BBB- la soglia minima di merito di credito dei titoli ammissibili; per le *asset-backed securities* il rating minimo è stato invece lasciato a A- e da gennaio innalzato a AAA per le nuove emissioni. La decisione, sempre a ottobre, di restringere temporaneamente il corridoio dei tassi delle *standing facilities* attorno al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, da 200 a 100 punti base (fig. 7.1), ha mirato a contenere, nell'immediato, la volatilità del tasso Eonia.

Come conseguenza delle misure introdotte a partire da ottobre, la consistenza media giornaliera di liquidità fornita tramite operazioni di mercato aperto è quasi raddoppiata nell'ultimo trimestre del 2008, a oltre 800 miliardi di euro (fig. 7.7); l'incidenza di quelle a più lungo termine ha registrato un ulteriore lieve aumento. Una quota eccezionalmente elevata della liquidità fornita al sistema (circa 210 miliardi di euro al giorno in media; tav. 7.1) è stata depositata fra ottobre 2008 e gennaio 2009 presso lo stesso Eurosistema (*deposit facility*). Riflettendo l'ampia liquidità, il tasso Eonia si è portato sistematicamente al di sotto del tasso fisso sulle ORP (fig. 7.7). L'ampio ricorso al rifinanziamento e alla *deposit facility* segnala l'elevata incertezza sulle condizioni di provvista, che porta a detenere liquidità a scopo precauzionale.

In dicembre, a fronte di un primo miglioramento delle condizioni nel mercato monetario, la BCE ha reputato opportuno porre in atto decisioni volte a riattivare gli

scambi e ha riportato la dimensione del corridoio dei tassi ufficiali a 200 punti base con decorrenza dal periodo di mantenimento avente inizio a gennaio 2009.

*La decisione della BCE di riallargare il corridoio e il progressivo riassorbimento delle tensioni hanno ridotto la domanda di liquidità in asta da parte delle banche e aumentato lievemente gli scambi sul mercato interbancario. Di riflesso si è significativamente ridotto il ricorso alla deposit facility (da 175 miliardi nella media del periodo di mantenimento iniziato a gennaio a circa 43 miliardi in quello iniziato ad aprile 2009) e si è registrato un progressivo riavvicinamento del tasso Eonia a quello sulle ORP (il differenziale medio è passato da 76 punti base nel periodo di mantenimento iniziato in gennaio a 51 punti base in quello iniziato in aprile).*

L'ampiezza del corridoio è stata riportata a 150 punti base nella riunione di inizio maggio, in concomitanza con la riduzione all'1,0 per cento del tasso sulle ORP. Nella stessa riunione, il Consiglio direttivo ha deciso che a partire da giugno l'Eurosistema porrà in atto anche operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con durata pari a dodici mesi. Ha inoltre annunciato che verranno effettuati acquisti di *covered bonds* in euro emessi nell'area e che i dettagli relativi a quest'ultima misura verranno comunicati in occasione della riunione di inizio giugno. Questi interventi hanno lo scopo di contribuire ulteriormente ad alleviare le condizioni di offerta del credito bancario e fornire ulteriore stimolo all'economia.

Alle misure sinora adottate ha fatto seguito un miglioramento delle condizioni sul mercato interbancario. Gli spread sono diminuiti, tornando in maggio al di sotto del livello precedente il dissesto di Lehman Brothers; le transazioni hanno progressivamente recuperato e la preferenza per la liquidità è gradualmente diminuita.