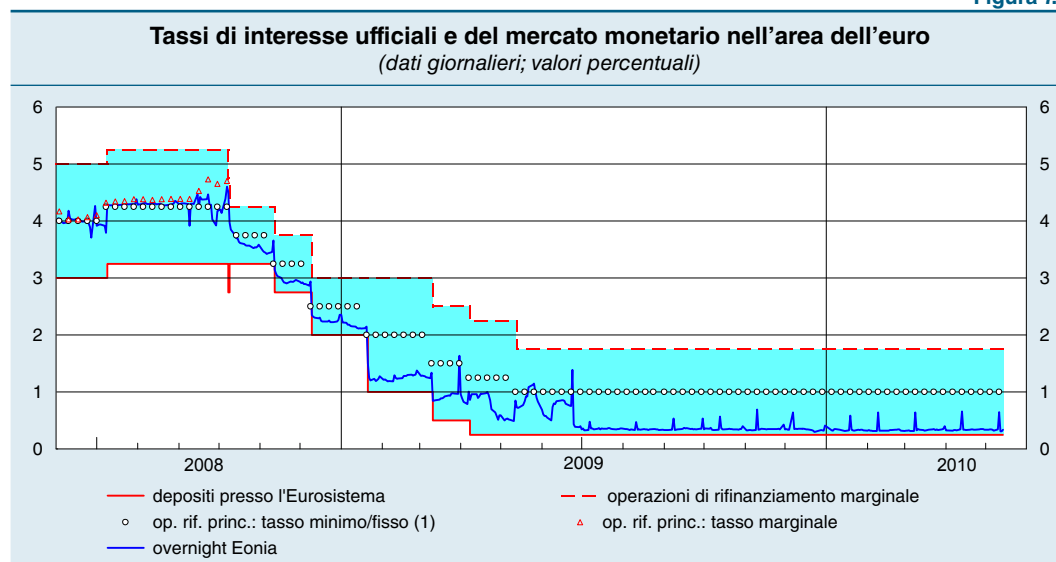


7. LA POLITICA MONETARIA COMUNE

Nel 2009 il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha allentato in maniera decisa le condizioni monetarie, in un contesto caratterizzato dalla più forte recessione del dopoguerra e dal persistere di tensioni nei mercati finanziari, ancorché in attenuazione nella seconda parte dell'anno. Il tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP), già diminuito di 175 punti base negli ultimi mesi del 2008, è stato ridotto tra gennaio e maggio del 2009 di ulteriori 150 punti, all'1 per cento, il livello più basso raggiunto dai tassi ufficiali nei paesi dell'area. Il tasso Eonia è sceso fino allo 0,3 per cento (fig. 7.1).

Figura 7.1



Fonte: BCE, Thomson Reuters Datastream.

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

A fronte del persistere di gravi difficoltà nel funzionamento dei mercati finanziari e del credito, il Consiglio ha inoltre introdotto misure non convenzionali di politica monetaria, al fine di favorire la trasmissione delle riduzioni dei tassi ufficiali a quelli monetari e bancari e di sostenere l'afflusso di credito a famiglie e imprese. Gli interventi dell'Eurosistema hanno garantito la disponibilità illimitata di liquidità agli intermediari bancari, a fronte di un'ampia gamma di garanzie. L'insieme delle misure ha contribuito a evitare che la crisi di liquidità si trasformasse in una crisi sistemica, con gravi conseguenze sulla disponibilità di credito all'economia.

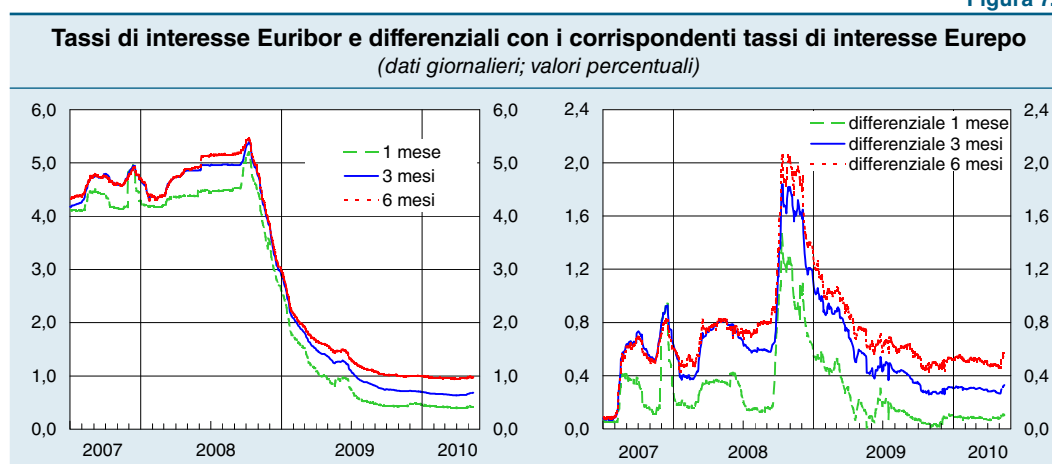
Nella seconda parte dell'anno il Consiglio non ha rinnovato alcune delle misure eccezionali ritenute non più necessarie, mantenendo però un'abbondante offerta di finanziamenti, con l'obiettivo, da un lato, di evitare distorsioni nei mercati, dall'altro di continuare a sostenere la ripresa e garantire al sistema bancario la liquidità necessaria.

Nei mesi a cavallo tra il 2009 e il 2010 sono andati via via crescendo i timori sullo stato delle finanze pubbliche in Grecia; le tensioni si sono fortemente aggravate in aprile, estendendosi ad altri paesi dell'area. In maggio, in concomitanza con la decisione del Consiglio della Unione europea (UE) di adottare un pacchetto di salvaguardia della stabilità finanziaria in Europa, il Consiglio direttivo ha avviato un programma di acquisti di titoli pubblici e privati emessi nell'area, a sostegno di segmenti del mercato particolarmente colpiti dalla crisi; contestualmente, ha riattivato l'offerta illimitata di liquidità nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine e reintrodotta, di concerto con altre banche centrali, operazioni in dollari.

I tassi d'interesse e il cambio dell'euro

I tassi d'interesse a breve termine. – Tra il mese di gennaio e l'estate del 2009 è proseguita la discesa dei tassi d'interesse del mercato monetario, avviatasi nell'ottobre dell'anno precedente (fig. 7.2). Il calo ha riflesso sia la riduzione dei tassi ufficiali sia l'introduzione delle misure eccezionali di politica monetaria a sostegno della liquidità e, in particolare, l'attuazione a fine giugno della prima, ingente operazione a dodici mesi (cfr. il paragrafo: *Le operazioni non convenzionali di politica monetaria*). L'Euribor a tre mesi ha raggiunto lo 0,7 per cento a fine settembre e successivamente si è mantenuto attorno a questo valore. I differenziali rispetto ai tassi sui prestiti interbancari assistiti da garanzia (Eurepo), che si erano fortemente ampliati dopo il dissesto di Lehman Brothers segnalando un brusco aumento del rischio di controparte, sono progressivamente diminuiti nel corso del 2009 (fig. 7.2); a fine aprile del 2010, quello sulla scadenza a tre mesi era pari a 30 punti base, un livello ben inferiore al picco raggiunto nell'ottobre del 2008, anche se ancora più elevato di quello prevalente prima dell'inizio della crisi finanziaria. Alcuni segnali di tensione sul mercato interbancario sono riemersi in maggio, in connessione con le tensioni sul mercato dei titoli di Stato dell'area.

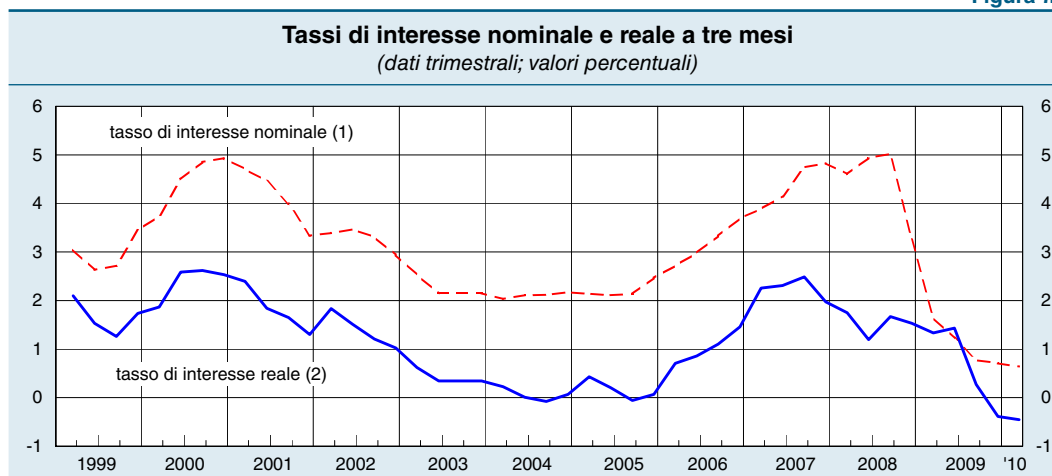
Figura 7.2



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Nel corso del 2009, i tassi d'interesse reali a breve termine sono rapidamente diminuiti, raggiungendo livelli negativi nell'ultimo trimestre (fig. 7.3). Alla fine di aprile del 2010 si collocavano a -0,5 per cento, il valore più basso dall'adozione della moneta comune.

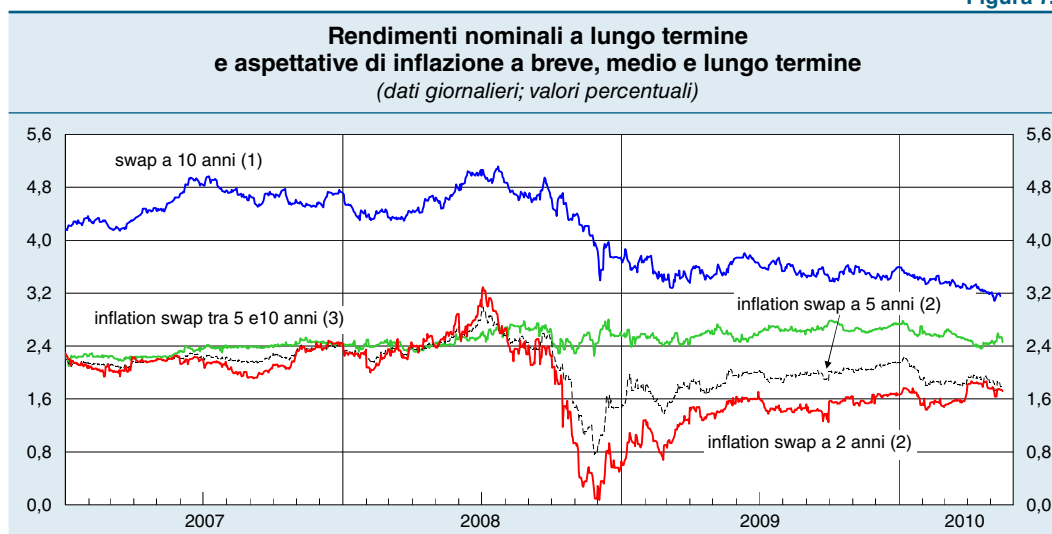
Figura 7.3



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream e Consensus Economics.
(1) Tasso Euribor a 3 mesi (media dei dati giornalieri nell'ultimo mese del trimestre). – (2) Differenza tra il tasso d'interesse nominale e le aspettative di inflazione per il trimestre successivo rilevate presso gli operatori professionali dal sondaggio trimestrale *Consensus Forecasts*.

I rendimenti a lungo termine. – I tassi d'interesse a lungo termine, misurati sulla base dei contratti swap a dieci anni in euro, hanno mostrato oscillazioni contenute nel corso del 2009, collocandosi in media attorno al 3,5 per cento (fig. 7.4). Per molti paesi dell'area, i differenziali di rendimento tra i titoli di Stato e i titoli tedeschi, dopo un significativo aumento registrato nei primi mesi del 2009 a causa di riallocazioni di portafoglio (*flight to quality*) a favore dei Bund, sono successivamente diminuiti, riflettendo il miglioramento delle condizioni sui mercati finanziari. A partire da dicembre, tuttavia, i premi al rischio sui titoli di Stato sono rapidamente aumentati, risentendo delle crescenti preoccupazioni circa la sostenibilità delle finanze pubbliche in Grecia e in altri paesi dell'area. Le tensioni si sono fortemente aggravate tra la fine di aprile e la prima settimana di maggio – dopo l'ulteriore riduzione del merito di credito dei titoli greci e dei titoli spagnoli da parte di alcune agenzie internazionali di rating (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*) – per poi alleviarsi parzialmente a seguito delle decisioni del Consiglio della UE e della BCE.

Figura 7.4

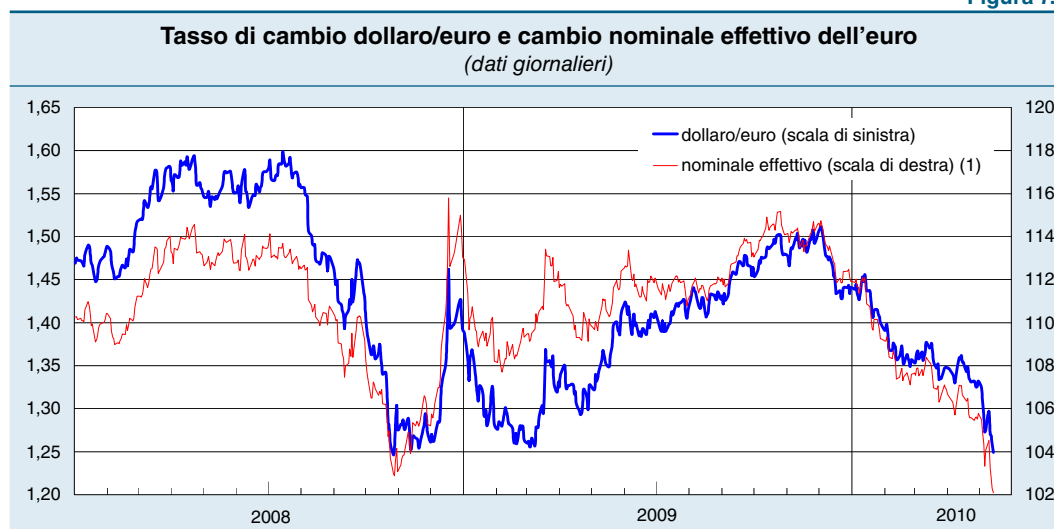


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.
(1) Rendimenti dei contratti swap a dieci anni. – (2) Rendimenti dei contratti swap sull'inflazione dell'area dell'euro a due e a cinque anni. – (3) Rendimento implicito a cinque anni nei contratti swap sull'inflazione dell'area dell'euro a cinque e dieci anni.

Le attese d'inflazione restano ben ancorate. Quelle a breve e medio termine, dopo il forte calo nell'ultima parte del 2008, hanno registrato un recupero nella prima metà del 2009 e si sono stabilizzate a partire dall'estate (fig. 7.4). Le aspettative d'inflazione tra cinque e dieci anni in avanti, meno influenzate dall'andamento corrente dei prezzi al consumo, sono rimaste su livelli che, al netto dei premi per il rischio, sono coerenti con l'obiettivo di stabilità dei prezzi. Indicazioni analoghe emergono dalle inchieste effettuate da Consensus Economics e dalla *Survey of Professional Forecasters* condotta dalla BCE.

Il cambio dell'euro. – Tra la primavera e l'autunno dello scorso anno l'euro si è significativamente apprezzato nei confronti del dollaro (fig. 7.5). In questo periodo la ripresa dei mercati finanziari e la riduzione dell'avversione al rischio hanno determinato un'inversione della ricomposizione dei portafogli degli investitori internazionali rispetto a quella verso le attività in dollari che si era osservata, con l'acuirsi della crisi finanziaria, tra la fine del 2008 e i primi mesi del 2009 (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*). Dal novembre dello scorso anno l'euro è tornato a deprezzarsi sia rispetto al dollaro sia in termini nominali effettivi; il deprezzamento ha accelerato in maggio. Ad esso hanno contribuito le attese di una ripresa economica nell'area dell'euro più lenta rispetto a quella degli Stati Uniti, le preoccupazioni sulla crisi in Grecia e sulla sostenibilità delle finanze pubbliche in altri paesi dell'area, il timore che le necessarie misure di aggiustamento fiscale possano ridurre ulteriormente le prospettive di crescita. Rispetto all'inizio del 2010, il 20 maggio l'euro risultava deprezzato del 14 per cento nei confronti del dollaro e dell'8 per cento in termini effettivi nominali.

Figura 7.5



Fonte: BCE

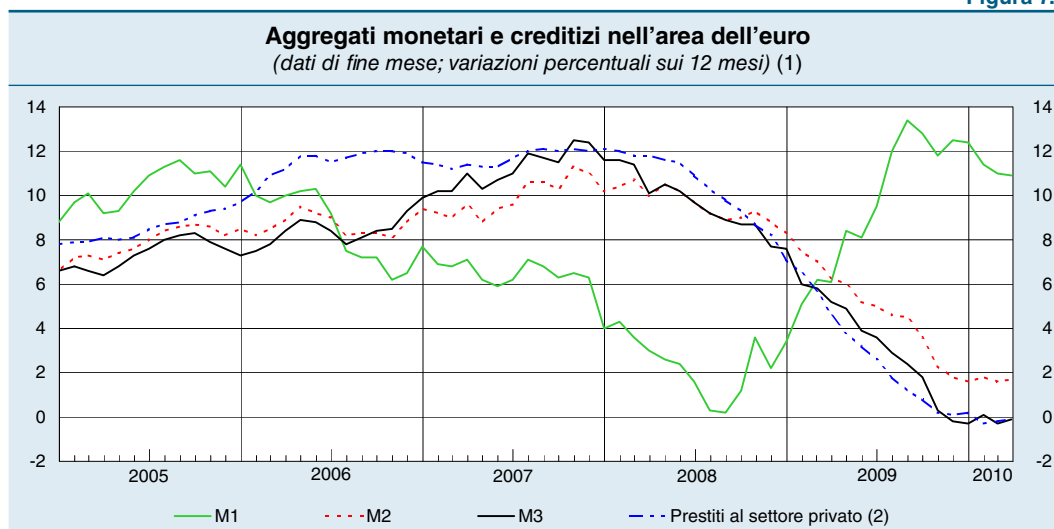
(1) Indice: 1° trim. 1999=100. Un aumento dell'indice corrisponde a un apprezzamento.

La moneta e il credito

La moneta. – Nel corso del 2009 la crescita sui dodici mesi della moneta M3 è progressivamente diminuita, collocandosi a partire dall'ultima parte dell'anno su valori negativi, per la prima volta dall'avvio della terza fase della UEM (-0,3 per cento in dicembre e -0,1 a marzo 2010, da 7,6 a fine 2008; fig. 7.6). La decelerazione ha riflesso riallocazioni dalle attività monetarie meno liquide incluse in M3 (come i titoli a breve termine e le

quote di fondi comuni monetari) verso titoli a lungo termine, in un contesto caratterizzato dall'accentuata inclinazione della curva dei rendimenti. Al contempo, la diminuzione dei tassi d'interesse a breve termine ha favorito una ricomposizione all'interno della moneta verso le componenti più liquide: a marzo del 2010 la moneta M1 cresceva del 10,9 per cento sui dodici mesi. Tra i diversi settori detentori delle attività monetarie, le famiglie hanno gradualmente ridotto il ritmo di accumulazione dei depositi inclusi in M3, mentre le società non finanziarie hanno ripreso a costituire riserve di liquidità a partire dal secondo semestre, in concomitanza con il graduale miglioramento del quadro congiunturale.

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.

Il credito. – Alla fine del 2009 la variazione annua dei prestiti bancari al settore privato dell'area è stata sostanzialmente nulla (da 7,1 a dicembre 2008, su dati corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni), divenendo negativa nei primi mesi del 2010. Hanno registrato una marcata caduta i prestiti alle società non finanziarie, il cui tasso di variazione sui dodici mesi è sceso a -2,2 per cento a fine 2009 (dati non corretti per le cartolarizzazioni), per effetto della forte contrazione dei finanziamenti a breve termine.

Dopo essere diminuita ininterrottamente dalla seconda metà del 2006 fino ai primi mesi del 2009, la crescita dei prestiti alle famiglie si è successivamente mantenuta su valori contenuti (1,3 per cento a fine 2009; dati non corretti per le cartolarizzazioni). Le differenze negli andamenti tra i diversi settori dell'economia potrebbero essere coerenti con quanto osservato in passato nelle fasi di inversione del ciclo economico: i prestiti alle famiglie tendono ad aumentare sin dall'inizio delle fasi di ripresa, mentre i finanziamenti alle società non finanziarie mostrano tipicamente un ritardo di alcuni trimestri. A marzo del 2010, tuttavia, non si registravano ancora segnali di ripresa nei finanziamenti alle imprese, un'indicazione, verosimilmente, del protrarsi di vincoli di offerta.

Dall'inizio del 2009 le istituzioni finanziarie monetarie dell'area hanno ridotto la propria leva finanziaria. A marzo del 2010 il rapporto fra il totale dell'attivo (non ponderato per il rischio) e il capitale (incluse le riserve) era sceso a 16,4, da 18,0 alla fine del 2008. Tale diminuzione ha riflesso sia il processo di ricapitalizzazione sia la contrazione dei bilanci; a marzo del 2010, il tasso di variazio-

ne sui dodici mesi di capitale e riserve si attestava al 9,1 per cento, quello del totale dell'attivo a -1,3. Il processo di deleveraging si è associato a una ricomposizione dell'attivo nei bilanci delle istituzioni finanziarie monetarie, che ha penalizzato in misura maggiore le voci non connesse con le attività primarie degli intermediari e favorito quelle caratterizzate da minori rischi. Nel corso del 2009, a fronte della stagnazione dei finanziamenti al settore privato, il credito nei confronti di soggetti non residenti e le esposizioni interbancarie hanno registrato cali significativi (il tasso di crescita sui dodici mesi ammontava, rispettivamente, a -9,3 e -3,0 per cento a dicembre del 2009; -2,7 e -1,4 a marzo del 2010). Al contempo, gli acquisti netti di titoli del debito pubblico da parte di intermediari nell'area sono fortemente cresciuti (a 165 miliardi nei dodici mesi terminanti a marzo, da 38 nel 2008).

La dinamica del credito al settore privato ha risentito della debole domanda di finanziamenti, influenzata dall'andamento ciclico negativo e dalle prospettive sfavorevoli del mercato immobiliare, ma anche, seppure con intensità decrescente, di tensioni dal lato dell'offerta.

Secondo le risposte fornite dalle banche dell'area partecipanti alla *Bank Lending Survey* (BLS) condotta dall'Eurosistema, una rapida restrizione delle condizioni di offerta si sarebbe verificata all'inizio del 2009. Successivamente, nel corso dell'anno e nel primo trimestre del 2010 la tendenza all'irrigidimento dei criteri per la concessione di finanziamenti alle imprese si sarebbe progressivamente attenuata. Avrebbero continuato a influire sulle politiche di offerta, seppure con intensità decrescente, le valutazioni sul rischio di credito e i costi connessi con la posizione patrimoniale degli intermediari, mentre si sarebbe sostanzialmente annullato il contributo negativo derivante dalla loro posizione di liquidità e dalle difficoltà di accesso al finanziamento sui mercati. Anche la tendenza all'irrigidimento delle politiche creditizie nei confronti delle famiglie, sia per i mutui destinati all'acquisto di abitazioni sia per il credito al consumo, si sarebbe attenuata nel corso del 2009, riflettendo valutazioni meno pessimistiche sulle prospettive dei mercati immobiliari e sul merito di credito dei prenditori; un nuovo lieve incremento della restrizione si sarebbe tuttavia registrato nel primo trimestre del 2010. Indicazioni meno ottimistiche di quelle fornite dalle banche nella BLS provengono dall'indagine presso le imprese condotta dalla BCE in collaborazione con la Commissione europea, secondo la quale l'irrigidimento delle condizioni di accesso al credito si sarebbe protratto anche nella seconda parte del 2009, soprattutto per le imprese di piccole e medie dimensioni.

Nel 2009 il costo del credito bancario ha continuato a diminuire, riflettendo la graduale trasmissione alla clientela delle riduzioni dei tassi d'interesse di riferimento operate dal Consiglio direttivo e la politica di sostegno alla liquidità della BCE. Dall'inizio della fase di riduzione dei tassi ufficiali, nell'ottobre del 2008, il costo dei nuovi finanziamenti a breve termine alle società non finanziarie e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è calato di circa tre punti percentuali (rispettivamente al 3,4 e 2,6 per cento lo scorso marzo). Il costo delle nuove erogazioni a lungo termine a tasso fisso è diminuito di oltre due punti per i finanziamenti alle imprese e di oltre un punto per i mutui concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (rispettivamente al 3,4 e 4,1 per cento).

Le operazioni non convenzionali di politica monetaria

La BCE ha reagito alla crisi finanziaria affiancando alla rapida riduzione dei tassi ufficiali l'adozione di misure non convenzionali di politica monetaria, intese a sostenere la liquidità dei mercati e del sistema bancario e, per questa via, evitare una crisi sistemica, alleviare le tensioni finanziarie e favorire l'afflusso dei finanziamenti all'economia. Un

ruolo primario è stato svolto, da ottobre 2008, dall'adozione di aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti in tutte le operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema, dall'ampliamento della gamma di attività stanziabili a garanzia fino alla soglia minima di BBB- o a Baa3 e dall'offerta di liquidità in valuta estera (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune* nella Relazione sull'anno 2008). Nel maggio del 2009 il Consiglio direttivo ha rafforzato queste misure, introducendo nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con durata pari a dodici mesi, anch'esse condotte a tasso fisso dell'1 per cento e con soddisfacimento integrale della domanda, che sono andate ad aggiungersi a quelle a sei mesi già introdotte l'anno precedente, con l'obiettivo di contenere i rendimenti più a lungo termine. È stato inoltre deciso l'avvio di un piano di acquisti a titolo definitivo di obbligazioni bancarie garantite (*covered bonds*) emesse nell'area.

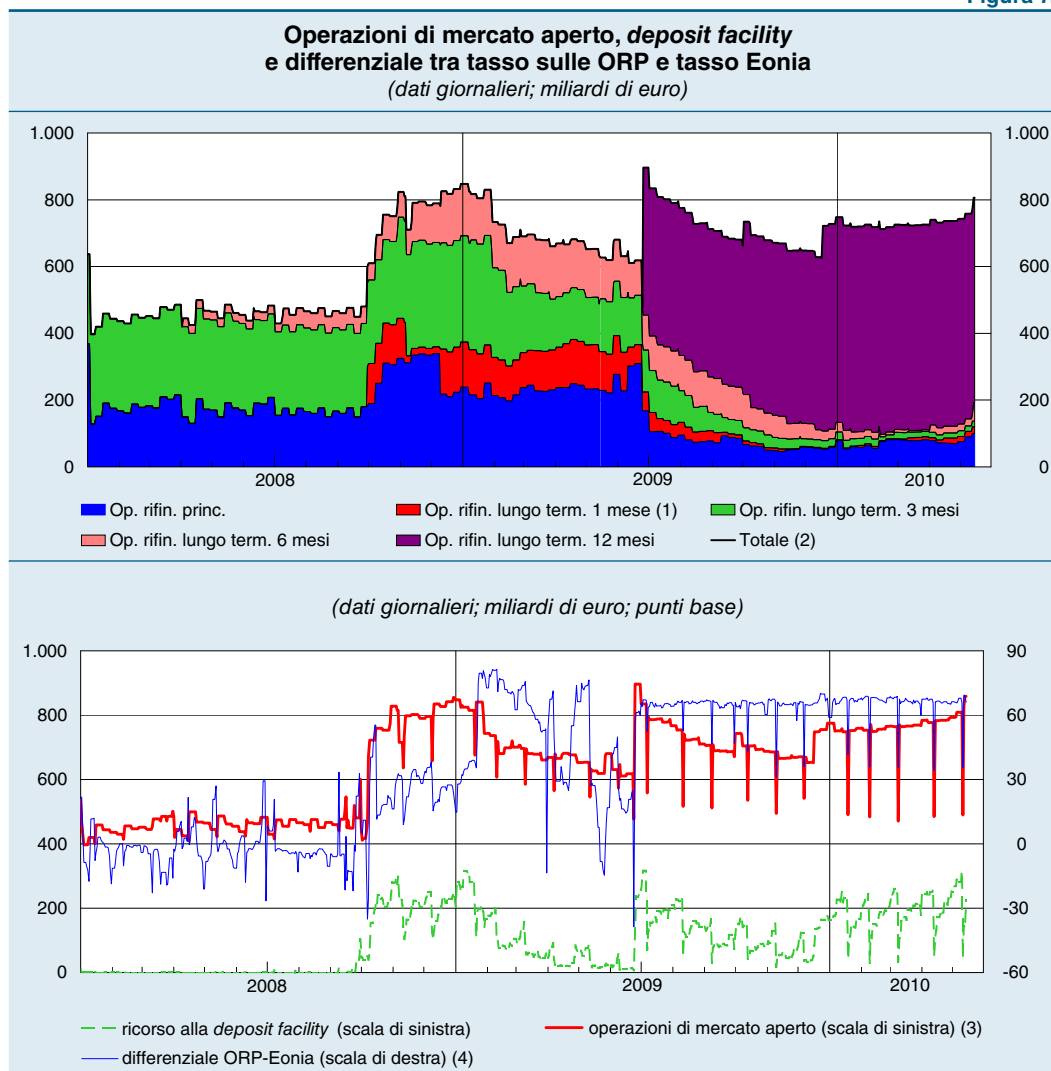
A giugno del 2009 la BCE ha specificato in 60 miliardi di euro il piano di acquisti di obbligazioni garantite, da completarsi entro un anno, con l'obiettivo di rivitalizzare un mercato importante per il finanziamento delle istituzioni creditizie, particolarmente colpito dalla crisi. A metà maggio del 2010, il totale dei titoli acquistati ammontava a 52 miliardi di euro; i differenziali di rendimento tra le obbligazioni garantite e i contratti swap su scadenze comparabili si erano riportati su livelli simili a quelli precedenti la fase più acuta della crisi finanziaria. Gli acquisti di titoli sia del settore privato sia di quello pubblico da parte di altre principali banche centrali sono stati, finora, notevolmente più consistenti: fra la fase più acuta della crisi nel settembre del 2008 e la fine del primo trimestre del 2010, quelli della Riserva federale e della Banca d'Inghilterra sono stati pari, rispettivamente, a circa 1.250 e 220 miliardi di euro, il 12 e il 14 per cento in rapporto al PIL (cfr. il capitolo 1: Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree).

La dimensione dei bilanci delle principali banche centrali, ampliatisi bruscamente nell'ultima parte del 2008 per effetto delle misure non convenzionali da esse adottate, si è mantenuta elevata nel 2009 e nella prima parte del 2010. Ad aprile del 2010 il bilancio della Banca d'Inghilterra e quello della Riserva federale risultavano più ampi, rispettivamente, del 170 e 150 per cento rispetto ai livelli precedenti al dissesto di Lehman Brothers; l'espansione è stata più contenuta, pari al 35 per cento, per l'Eurosistema.

Nella prima asta a dodici mesi a tasso fisso e con piena aggiudicazione degli importi, effettuata a fine giugno del 2009, le banche hanno richiesto un ammontare eccezionalmente elevato di fondi (circa 440 miliardi di euro; fig. 7.7). L'abbondante liquidità, in buona parte depositata presso l'Eurosistema (circa 120 miliardi nella media del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria terminante in luglio), ha spinto il tasso Eonia in prossimità del limite inferiore del corridoio dei tassi ufficiali, fissato allo 0,25 per cento: si è di conseguenza ampliato il differenziale tra il tasso sulle ORP e l'Eonia, che ha raggiunto i 65 punti base ed è rimasto successivamente stabile su tale livello (fig. 7.7 e tav. 7.1).

L'eccesso di liquidità del sistema bancario, anche a seguito dell'ulteriore aggiudicazione di 75 e 97 miliardi di euro nella seconda e nella terza asta a dodici mesi di fine settembre e fine dicembre, è rimasto molto ampio; i fondi in eccesso depositati dal sistema bancario sulla *deposit facility* hanno raggiunto circa 220 miliardi nella media del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria terminante a metà maggio del 2010.

Alla luce di un miglioramento delle condizioni sui mercati finanziari, nella riunione di inizio dicembre del 2009 il Consiglio direttivo non ha rinnovato alcune misure eccezionali ritenute non più indispensabili, confermando al contempo, tuttavia, l'impegno dell'Eurosistema a erogare tutta la liquidità necessaria al sistema bancario dell'area. Non sono state riproposte, nei primi mesi del 2010, altre operazioni a dodici mesi. Contestualmente, però, il Consiglio ha stabilito che le ORP e le operazioni di rifinanziamento con durata pari alla lunghezza di ciascun periodo di mantenimento avrebbero continuato a essere condotte mediante aste a tasso fisso e con piena aggiudicazione degli importi richiesti.



Fonte: BCE.

(1) Operazioni con scadenza speciale pari alla durata del periodo di mantenimento. – (2) Non comprende le operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*). – (3) Comprende gli acquisti di *covered bonds*. – (4) Per il tasso sulle ORP: tasso minimo fino al 14 ottobre 2008, successivamente tasso fisso.

A inizio marzo il Consiglio ha deciso che le ORLT regolari con scadenza a tre mesi sarebbero tornate a essere svolte a tasso variabile, con tasso minimo di offerta pari all'1 per cento, a partire dall'asta del 28 aprile. Per quest'asta, il Consiglio ha fissato un importo indicativo ampio, riservandosi anche la possibilità di aumentare la quantità effettivamente erogata per evitare aumenti nei tassi di aggiudicazione o tensioni sulla liquidità.

Nell'operazione a tre mesi con asta a tasso variabile dello scorso 28 aprile la domanda è stata sensibilmente inferiore sia alla quantità proposta indicativamente dalla BCE (circa 5 miliardi di euro a fronte di 15 miliardi) sia alle attese degli operatori di mercato. All'asta hanno partecipato 24 banche (in linea con quanto osservato, in media, alle aste a tre mesi dell'ultimo anno). Il tasso marginale è stato pari all'1 per cento; quello medio ponderato all'1,15 per cento (50 punti base al di sopra del tasso Euribor a tre mesi rilevato nel giorno di regolamento dell'operazione) e quello massimo all'1,50 per cento. Quest'ultimo dato può essere interpretato come un segnale delle difficoltà di finanziamento sul mercato ancora incontrate da alcuni intermediari.

Tavola 7.1

Indicatori del mercato monetario (dati medi per il periodo indicato)				
VOCI	2008	2009 1° gen.-24 giu.	2009 25 giu.-31 dic.	2009 1° gen.-11 mag.
Operazioni di rifinanziamento principali				
Volumi (1)				
Area dell'euro	202,5	236,3	75,1	73,1
Italia	11,9	8,4	4,2	1,9
Quota Italia (2)	5,9	3,6	5,6	2,6
Differenziale ORP-Eonia (3)	3,9	48,1	64,1	65,1
Volatilità del differenziale Eonia (4)	15,2	26,0	5,3	7,1
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine				
Volumi (5)				
Area dell'euro	336,7	458,8	643,2	656,0
Italia	8,0	24,2	23,9	24,9
Quota Italia (2)	2,4	5,3	3,7	3,8
Operazioni su iniziativa delle controparti (6)				
Rifinanziamento marginale				
Area dell'euro	2,1	1,6	0,5	0,6
Italia	0,1	0,0	0,0	0,0
Depositi overnight				
Area dell'euro	37,9	110,5	119,8	182,0
Italia	1,4	3,1	2,1	3,3
Riserve in eccesso (7)				
Area dell'euro	0,51	0,49	0,48	0,56
Italia	0,24	0,19	0,21	0,23

(1) Consistenza media giornaliera dei finanziamenti erogati alle 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 fra tasso minimo/fisso di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali (tasso minimo fino al 14 ottobre 2008; successivamente tasso fisso) e tasso Eonia; centesimi di punto percentuale. – (4) Deviazione standard del differenziale fra tasso minimo/fisso di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e tasso Eonia; centesimi di punto percentuale. – (5) Consistenza media giornaliera dei finanziamenti erogati alle IFM mediante operazioni a più lungo termine a tre, sei, dodici mesi e con scadenza pari alla durata di ciascun periodo di mantenimento; miliardi di euro. – (6) Consistenza media giornaliera nei periodi di mantenimento terminanti nell'arco di tempo considerato; miliardi di euro. – (7) 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.

Nell'aprile del 2010, con la ripresa delle tensioni sui mercati, il Consiglio direttivo ha stabilito di mantenere, anche oltre la fine di quest'anno, a BBB- o a Baa3 la soglia minima di merito di credito delle attività stanziabili a garanzia nelle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema confermando, al contempo, quella più alta per le attività cartolarizzate (*asset-backed securities*, ABS) e di modificare, dal gennaio del 2011, gli scarti di garanzia applicati ai titoli con minore merito di credito.

Alla fine di aprile le tensioni si sono rapidamente aggravate, estendendosi dal mercato dei titoli di Stato della Grecia a quelli dei titoli di altri paesi dell'area e ad altri mercati finanziari (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*). Alcuni segmenti di mercato hanno cessato di operare in modo ordinato: la liquidità si è prosciugata, le transazioni sono cadute e gli spread denaro-lettera hanno raggiunto livelli senza precedenti. Il 3 maggio, dopo la decisione del Consiglio della UE di attivare il sostegno finanziario concordato dalla Grecia con la Commissione europea, la BCE e l'FMI, il Consiglio direttivo ha sospeso l'applicazione dei requisiti di rating minimo per la stanziabilità in garanzia ai titoli emessi o garantiti dallo Stato greco.

Il 10 maggio il Consiglio della UE ha adottato un ingente piano di salvaguardia della stabilità finanziaria in Europa (cfr. i capitoli 2 e 6: *I mercati finanziari e valutari e Le politiche di bilancio*). Il Consiglio direttivo ha avviato un programma di acquisti di titoli pubblici e privati emessi nell'area a sostegno di segmenti del mercato particolarmente colpiti della crisi (Securities Markets Programme) prevedendo la sterilizzazione degli acquisti mediante operazioni di riassorbimento della liquidità, al fine di evitare riflessi sull'orientamento della politica monetaria. Il Consiglio direttivo ha inoltre riattivato le aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi per le ORLT regolari a tre mesi di fine maggio e fine giugno e deciso di effettuare a metà maggio un'asta a sei mesi con queste stesse modalità e tasso fisso (pari a quello medio delle ORP nell'arco della durata dell'operazione). Di concerto con altre banche centrali, la BCE ha reintrodotto linee di rifinanziamento in dollari.

Il 18 maggio la BCE ha effettuato la prima operazione di regolazione puntuale a una settimana per riassorbire la liquidità immessa nel sistema bancario a seguito degli acquisti effettuati nell'ambito del Securities Markets Programme (16,5 miliardi di euro al 14 maggio). Un'ulteriore operazione di riassorbimento è stata annunciata per la settimana successiva.

L'obiettivo delle decisioni del Consiglio direttivo è contrastare le eccezionali tensioni sui mercati finanziari, assicurare il rifinanziamento degli intermediari e garantire profondità e liquidità ai segmenti di mercato a rischio di paralisi e di completo arresto degli scambi. Nel tutelare la stabilità del sistema finanziario e garantire il funzionamento dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria, l'Eurosistema adempie alla responsabilità assegnatagli dal Trattato sull'Unione europea di garantire nel medio termine la stabilità dei prezzi.

