



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**LE POLITICHE NON CONVENZIONALI DELLA BCE PRIMA E  
DURANTE LA PANDEMIA DA CORONAVIRUS**

**ECB NON CONVENTIONAL POLICIES BEFORE AND DURING THE  
CORONAVIRUS PANDEMIC**

Relatrice:

Prof.ssa Giulia Bettin

Rapporto Finale di:

Achraf Chaouki

Anno Accademico 2020/2021

*Ai miei genitori*

# INDICE

Introduzione

Capitolo 1 Politiche monetarie della BCE nel periodo pre-covid-19	7
1.1 Strumenti convenzionali di politica monetaria	9
1.1.1 Operazioni di mercato aperto (OMA)	10
1.1.2 Operazioni su iniziativa delle controparti	11
1.1.3 Regime di riserva obbligatoria	12
1.2 Strumenti non convenzionali di politica monetaria	12
1.1.2.1 Fixed Rate Full Allotment	14
1.1.2.2 Operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine (TLTRO)	15
1.1.2.3 Programmi di acquisto titoli	16
1.1.2.4 Quantitative easing	17
Capitolo 2 Introduzione di politiche monetarie eccezionali in risposta alla crisi ed analisi degli effetti dell'intervento della BCE	20
2.1 Ricalibrazione TLTRO III e LTRO aggiuntive	21
2.2 PELTROs (Pandemic emergency longer term refinancing operations).	23
2.3 Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP	24
2.4 Mantenimento condizioni favorevoli di finanziamento	28
2.5 Stabilità dei prezzi	29

Conclusioni	32
Bibliografia	33
Sitografia	34

## INTRODUZIONE

La pandemia da coronavirus che ha colpito il mondo all'inizio del 2020 ha accentuato gli squilibri economici e finanziari che l'unione europea si trascinava dalla crisi del 2008.

L'incertezza per le future ripercussioni economiche della pandemia ha portato a una crescente avversione al rischio e ad un brusco innalzamento della volatilità nei mercati finanziari, causando così un rischio di frammentazione dei mercati che comprometterebbe l'efficace trasmissione della politica monetaria in tutti i settori e paesi dell'area dell'euro.

Le misure di lockdown messe in atto dai governi hanno avuto un impatto negativo sulle prospettive economiche europee, causando: un crollo dei flussi turistici, l'interruzione delle attività produttive e commerciali e il conseguente calo della domanda di beni e servizi, tutto questo in un clima di timide spinte inflazionistiche dovute all'aumentare dei prezzi delle materie prime. Questo lavoro vuole analizzare i vari interventi effettuati dalla BCE per arginare i contraccolpi economici dovuti alla pandemia, si cercheranno di esaminare i lati positivi degli interventi e gli aspetti più critici, che dovrebbero essere rivisti.

Questi temi sono oggetto di studio della seguente tesi che viene articolata in due capitoli. Nel primo capitolo inizialmente viene proposta una panoramica generale degli strumenti di politica monetaria della BCE antecedenti la pandemia, attraverso un breve riepilogo degli strumenti convenzionali di politica monetaria che vanno dalle operazioni di mercato aperto alle operazioni su iniziativa delle controparti. In seguito, ci concentreremo principalmente sugli strumenti non convenzionali, questi strumenti sono stati utilizzati per la prima volta in risposta alla crisi del 2008, con l'intenzione di immettere liquidità, garantire stabilità ai mercati monetari e finanziari e facilitare la trasmissione della politica monetaria.

Con l'introduzione delle misure non convenzionali, sono stati introdotti nuovi strumenti di politica monetaria, tra cui i programmi di acquisto definitivo di titoli, dove la BCE acquista i titoli di stato dei paesi membri in difficoltà, come l'*Expanded Asset Purchase Programme (APP)*.

Altri importanti strumenti non convenzionali sono le **operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine (TLTRO)** e le aste *Fixed Rate Full Allotment*. Nel secondo capitolo ci concentreremo sul lavoro della Bce nel contrastare la pandemia, analizzando i vari interventi adottati dalla prima metà del 2020, che vanno dalle **ricalibrizioni del TLTRO III** al *Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP*. Nella seconda parte del secondo capitolo si cercherà di fare il punto della situazione, studiando gli effetti degli interventi della BCE, analizzando l'efficacia delle politiche nella stabilizzazione dei prezzi e nel mantenimento di condizioni favorevoli di finanziamento.

## Capitolo 1

### Politiche monetarie della BCE nel periodo pre-covid-19

La BCE e il Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC) le cui competenze e i cui poteri sono regolati sia dal Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE) e dallo Statuto, contenuto nel Protocollo 42, hanno come particolare obiettivo quello di perseguire la stabilità dei prezzi, così come riportato nel seguente articolo:

*“L’obiettivo principale del Sistema europeo di banche centrali, in appresso denominato «SEBC», è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l’obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nell’Unione al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi dell’Unione definiti nell’articolo 3 del trattato sull’Unione europea. Il SEBC agisce in conformità del principio di un’economia di mercato aperta e in libera concorrenza, favorendo una efficace allocazione delle risorse e rispettando i principi di cui all’articolo 119”.*

Il Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea enunciava la stabilità dei prezzi come obiettivo primario della BCE, ma non dava un'effettiva definizione di “stabilità dei prezzi”. Da questo presupposto, nel 1998, il Consiglio Direttivo della BCE indicò che per aversi stabilità dei prezzi il tasso di inflazione sarebbe dovuto restare prossimo ma al di sotto del 2% nel medio periodo.

Un altro obiettivo della UE è quello di promuovere il progresso economico, sociale e un elevato livello di occupazione e pervenire ad uno sviluppo equilibrato e sostenibile. Questo obiettivo può essere perseguito dall'Eurosistema secondariamente, fatta salva la stabilità dei prezzi, che resta l'obiettivo principale della BCE.

L'importanza della stabilità dei prezzi è dovuta al fatto che permette di evitare casi di errata allocazione di investimenti in beni da parte dei consumatori e in risorse di capitali da parte di imprese. Errori dovuti dalla distorsione della percezione dei prezzi provocati da inflazione o deflazione.

Per mantenere l'obiettivo della stabilità dei prezzi, la BCE deve analizzare molto attentamente gli sviluppi economici. Per fare ciò ha a disposizione due strumenti, denominati i "due pilastri", come evidenziato nella Figura 1.1: l'analisi economica e l'analisi monetaria.

Essi rappresentano la base per le decisioni di politica monetaria.

- **L'analisi economica** individua i rischi per la stabilità dei prezzi a breve e medio termine, esaminando gli shock che colpiscono l'area dell'euro e le proiezioni relative alle variabili macroeconomiche fondamentali.
- **L'analisi monetaria** valuta le tendenze dell'inflazione nel medio-lungo periodo, considerando una vasta gamma di indicatori monetari, fra cui M3, le sue componenti e contropartite, in particolare il credito, e diverse misure dell'eccesso di liquidità.

Figura 1.1: Analisi economica e analisi monetaria



Fonte: BCE

Per raggiungere questi obiettivi la BCE ha a disposizione diversi strumenti, che si possono dividere in due macrocategorie: Strumenti convenzionali e Strumenti non Convenzionali.

### **1.1 Strumenti convenzionali di politica monetaria**

Per manovrare i tassi di interesse e influenzare l'andamento del tasso di inflazione, la Bce ha a disposizione una prima serie di strumenti di politica monetaria. Questi strumenti si dividono in tre categorie: le operazioni di mercato aperto, le operazioni su iniziativa delle controparti e il regime di riserva obbligatoria.

Queste politiche permettono di indirizzare significativamente i tassi di interesse verso il livello programmato, permettendo così di raggiungere gli obiettivi di inflazione e crescita desiderati.

Un aumento degli acquisti di titoli da parte della Bce, ad esempio, provocherà un aumento della liquidità nel sistema, questa può essere una soluzione per allentare una recessione, perché grazie a questa operazione si verificherà una forte spinta al ribasso del tasso d'interesse nominale, rendendo così meno conveniente il risparmio e incentivando il consumo e l'occupazione, in modo da dare una spinta alla crescita economica.

Al contrario, in periodi di forte crescita economica per evitare spinte inflazionistiche, la Bce potrebbe drenare liquidità vendendo titoli e aumentando la percentuale di riserva obbligatoria. Questo comporterà un progressivo aumento del tasso di interesse nominale, con conseguente riduzione della produzione e della domanda aggregata di beni e servizi.

Gli strumenti convenzionali di politica monetaria risultano efficaci nel regolare il funzionamento dei mercati monetari e nel frenare le spinte inflazionistiche nei periodi di surriscaldamento dell'economia.

### ***1.1.1 Operazioni di mercato aperto (OMA)***

Le OMA sono i principali strumenti di politica monetaria della Bce, possono avere cadenza settimanale, mensile o trimestrale. Esse sono principalmente aste di erogazione di liquidità o attività di vendita e di acquisto di titoli che possono essere a titolo temporaneo o definitivo, attraverso le quali la Bce è in grado di indirizzare i tassi di interesse e gestire la liquidità nel mercato.

Queste operazioni sono generalmente eseguite dalle banche centrali nazionali su iniziativa della Banca centrale europea.

Le operazioni di mercato aperto possono essere suddivise in quattro tipologie: Le prime sono le Operazioni di rifinanziamento principale (RP), esse sono operazioni di cessione temporanea di titoli, (usati come *collateral*) che hanno l'obiettivo di fornire liquidità attraverso delle aste standard con cadenza settimanale e scadenza a una settimana. Il tasso ufficiale di riferimento è deciso dal consiglio direttivo.

Fino al 2008, queste aste erano a tasso variabile, ma successivamente divennero a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo, questo con lo scopo di permettere una più facile reperibilità della liquidità sul mercato.

Le seconde sono le Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (RLT), sono simili alle RP ma si differenziano per alcuni aspetti.

In primo luogo, queste operazioni hanno frequenza mensile e una scadenza maggiore, pari a tre mesi, un'altra differenza sta nel fatto che in queste operazioni la Bce fissa la quantità offerta in asta, senza fissare il tasso di riferimento, questo viene lasciato alla libertà delle banche commerciali che si aggiudicano la liquidità in base ai tassi variabili da loro indicati.

Oltre alle RLT con scadenza trimestrale, la Bce ha annunciato nel tempo operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenze maggiori,

come, ad esempio, le RLT con scadenza a tre anni annunciate l'8 dicembre 2011 dalla Bce per contrastare la crisi che stava dilagando.

Le Operazioni di *fine tuning* (FT) sono OMA solitamente di competenza delle banche centrali nazionali, servono a controllare le fluttuazioni impreviste dei tassi d'interesse e della liquidità. Queste operazioni non hanno una frequenza prestabilita, ma vengono attivate all'occorrenza per correggere i livelli di liquidità nel caso di esigenze temporanee impreviste.

Per ultime ci sono le Operazioni di tipo strutturale (OS), che consistono solitamente in emissioni di certificati di debito, con l'intenzione di adeguare la posizione strutturale dell'Eurosistema nei confronti del settore finanziario. Possono essere sia temporanee che definitive.

### ***1.1.2 Operazioni su iniziativa delle controparti (Standing facilities)***

Queste operazioni a differenza delle OMA sono su iniziativa delle banche commerciali. A seconda dei loro bisogni le banche commerciali possono depositare overnight la liquidità in eccesso, oppure ottenere un finanziamento overnight per compensare un deficit di liquidità stanziando attività idonee in garanzia.

La Bce fissa i tassi di interesse delle *Standing facilities* per porre un limite alle fluttuazioni nel mercato interbancario, per fare ciò stabilisce un corridoio dei tassi ufficiali overnight, con il tasso di interesse per i finanziamenti marginali  $i_{FMg}^*$  come limite superiore e il tasso sui depositi  $i_{Df}^*$  come limite inferiore.

Il Consiglio direttivo della Bce nel 2014 ha deciso di abbassare  $i_{Df}^*$  sotto lo zero per incentivare le banche a utilizzare la liquidità in eccesso per fini diversi dalla *Deposit facility*, questa tendenza è stata mantenuta anche per contrastare la crisi da Covid-19.

### ***1.1.3 Regime di riserva obbligatoria***

La Bce impone agli enti creditizi di tenere riserve obbligatorie in conti accesi presso le banche centrali nazionali, le riserve dipendono da una percentuale dei depositi posseduti dalle banche commerciali. Il valore di tale coefficiente era pari al 2%, è stato poi portato e mantenuto all'1% in risposta alla crisi del 2008.

In compenso la Bce corrisponde un tasso di interesse.

La ROB permette un controllo amministrativo dell'attività bancaria e del processo di creazione di moneta da parte della Bce nonché una garanzia a tutela dei depositanti.

### **1.2 Strumenti non convenzionali di politica monetaria**

Gli strumenti convenzionali di politica monetaria sono stati efficaci per molti anni, ma durante la crisi del 2008 hanno mostrato le loro lacune, questo è dovuto al fatto che durante crisi economiche particolarmente gravi e di lunga durata, la banca centrale viene spinta a diminuire il tasso di interesse, finendo in una spirale in cui intervenire al ribasso diventa inefficace. Questa situazione in macroeconomia viene chiamata trappola della liquidità, ed è una situazione in cui la politica monetaria non riesce più ad esercitare alcuna influenza sulla domanda aggregata, e dunque sull'economia. Quando il tasso di interesse è già molto basso, qualsiasi ulteriore politica monetaria espansiva dell'offerta monetaria non contribuisce a ridurre il tasso d'interesse e, quindi, non genera effetti reali sulla produzione (Y) e sull'occupazione, come mostrato nella Figura 1.2.

Il termine *liquidity trap* (trappola della liquidità) venne coniato dall'economista inglese John Maynard Keynes negli anni '30.

Figura 1.2: Trappola della liquidità



Fonte: okpedia.it

Un'altra conseguenza della crisi è sicuramente il malfunzionamento dei mercati finanziari e del meccanismo di trasmissione delle politiche, perché in un contesto di incertezza le banche commerciali saranno meno incentivate a prestare liquidità nel mercato interbancario, preferendo depositare sui conti presso la banca centrale la liquidità in eccesso. Questo causa una paralisi del mercato interbancario, spingendo le autorità bancarie ad intervenire per ripristinare il circuito di trasmissione del credito.

In queste situazioni le politiche convenzionali risulteranno inefficaci, quindi toccherà alla Bce adattarsi alle nuove condizioni di mercato e trovare una soluzione per riprendere il controllo della liquidità.

Un primo passo è stato fatto durante la crisi del 2008, la Bce per stimolare la domanda aggregata ha dovuto ricorrere a misure più incisive, queste l'hanno

portata a promuovere politiche come il “*Quantitative Easing*”, il “*Credit Easing*” e il “*negative policy rates*”. Queste politiche prendono il nome di strumenti non convenzionali, si tratta di strumenti come detto in precedenza che vengono utilizzati in contesti eccezionali di crisi economico-finanziarie, con lo scopo di garantire la stabilità dei mercati monetari e finanziari, di far fronte ai malfunzionamenti del meccanismo di trasmissione delle politiche monetarie e di trovare impulsi alternativi per l’economia quando il tasso d’interesse ufficiale raggiunge il suo livello minimo (*Zero Lower Bound*).

Rientrano tra questi strumenti tutti quegli interventi diretti all’acquisto di titoli pubblici e privati, per contrastare la carenza di liquidità tra le banche commerciali e quelle attività dirette ad annunciare alle controparti attraverso comunicati stampa le future intenzioni della banca centrale. Questa politica che prende il nome di *Forward Guidance* è stata adottata per la prima volta nel 4 luglio 2013, quando il Consiglio Direttivo della BCE decise di fornire un’indicazione di lungo periodo circa la fissazione dei tassi di interesse ufficiali. In particolare, la BCE ha reso noto che intendeva mantenere i tassi d’interesse chiave “ai livelli attuali o più bassi per un periodo di tempo prolungato”.

Un altro intervento della Bce è stato quello di estendere le scadenze delle operazioni di rifinanziamento a lungo termine, da tre mesi a tre anni, per poi vincolare tali strumenti all’erogazione di credito alle imprese allungando la scadenza a quattro anni (TLTRO).

Analizziamo nel dettaglio i principali strumenti non convenzionali di politica monetaria.

### ***1.2.1 Fixed Rate Full Allotment***

Con la crisi del mercato interbancario nell’autunno 2008, le banche non poterono più fare affidamento ai prestiti reciproci, questo spinse la BCE a modificare le

operazioni di rifinanziamento principale fornendo credito illimitato a un tasso di interesse fisso, queste operazioni presero il nome di *Fixed Rate Full Allotment*. Inoltre, è stata ampliata la scadenza e la gamma delle attività ammissibili che possono essere utilizzate come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento.

### ***1.2.2 Operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine (TLTRO)***

Le TLTRO sono operazioni che offrono finanziamenti con scadenze pluriennali alle banche commerciali, sono diretti a migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Queste operazioni vengono introdotte soprattutto per sostenere l'erogazione di credito bancario all'economia reale, questo obiettivo viene perseguito concedendo finanziamenti in proporzione ai prestiti erogati a favore di società non finanziarie e famiglie. Il tasso d'interesse corrisposto è pari al tasso medio applicato alle operazioni di rifinanziamento principale. Alle controparti i cui prestiti netti idonei superino un certo valore di riferimento, viene concesso un tasso di interesse inferiore, che può scendere fino a toccare il tasso medio applicato ai depositi presso la banca centrale. Grazie ai finanziamenti subordinati ai prestiti, tali operazioni risultano molto efficaci per contrastare le crisi di fiducia nei mercati finanziari.

La prima serie di TLTRO è stata inaugurata nel giugno 2014 (otto aste), poi sono seguite le TLTRO-II annunciate a marzo 2016 e composte da quattro aste e le TLTRO-III annunciate a marzo 2019 dal consiglio direttivo della BCE condotte con frequenza trimestrale da settembre 2019 a marzo 2021. Per colpa dell'inasprimento delle prospettive economiche dovute alla crisi da covid-19 il consiglio direttivo ha ritoccato il quadro generale di queste operazioni introducendo condizioni più favorevoli, portando lo stock di prestiti idonei dal 30% al 50% e decurtando i tassi di 25 punti base.

### ***1.2.3 Programmi di acquisto titoli***

Il primo programma di acquisto titoli è stato il “*Security Markets Programme*” (SMP), un programma pensato dalla Bce per far fronte alle tensioni emerse all’interno di alcuni segmenti dei mercati finanziari. Il programma si sostanzia in un acquisto di titoli di stato di quei paesi colpiti dalla crisi del debito sovrano, questo strumento è stato lanciato il 10 maggio 2010 e ha acquistato circa €210 miliardi di titoli. Poiché gli acquisti di titoli condotti con il SMP sono stati sterilizzati, questo ha permesso di non modificare la liquidità della banca centrale e in aggiunta non ha alterato l’orientamento della politica monetaria determinata dal consiglio direttivo, la sterilizzazione della liquidità in eccesso prodotta da questo programma è stata raggiunta grazie alle operazioni di *fine tuning*. Questo programma si è suddiviso in due fasi: la prima parte degli acquisiti venne effettuata tra il maggio 2010 e il febbraio del 2011, mentre la seconda nel periodo compreso tra l’agosto 2011 e il febbraio del 2012.

Il SMP venne abbandonato alla fine del 2012 per far spazio ad un nuovo programma di acquisto titoli, chiamato *Outright Monetary Transactions*, OMT, o Operazioni monetarie definitive. Questo programma è simile al suo predecessore, anch’esso ha come scopo quello di acquistare titoli di stato dei paesi membri dell’Ue nel mercato secondario, ma a differenza del SMP, l’OMT acquista solo titoli con una scadenza di breve termine e in aggiunta per beneficiare di questo programma, il paese dovrebbe avviare un programma di assistenza finanziaria o un programma precauzionale con il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES). Un’ulteriore differenza con il SMP sta nel fatto che la Bce si è impegnata a ricevere lo stesso trattamento di un creditore privato.

Le OMT non sono ancora state utilizzate, questo perché per beneficiare di queste operazioni, bisogna sottoporsi a severe riforme strutturali e di disciplina di

bilancio, tuttavia l'introduzione delle OMT nel 2012 è stata molto utile nell'abbassare lo spread dei rendimenti dei titoli di stato dei paesi dell'Ue.

#### ***1.2.4 Quantitative Easing***

Il QE o alleggerimento quantitativo è uno strumento non convenzionale di politica monetaria espansiva attraverso il quale la Bce acquista titoli dagli istituti di credito con lo scopo di aumentare la liquidità in circolazione.

La prima banca centrale a farne uso è stata la *Bank of Japan* nel 2001, seguita poi dalla *Bank of England* e dalla *Federal Reserve* durante la crisi del 2008.

La Bce decise di ricorrere a questo strumento solo nel 2015, quando il presidente della Bce M. Draghi annunciò l'*Asset Purchase Programme* (APP).

Il QE ha avuto come obiettivo quello di far ripartire il credito delle banche all'economia reale e contrastare i rischi di deflazione, riportando il tasso di inflazione verso il target del 2%, è sembrato anche l'unica soluzione per uscire dalla trappola della liquidità, in cui i tassi d'interesse nominali avevano raggiunto un livello in cui non era più possibile un ulteriore abbassamento.

Il QE si sostanzia essenzialmente nell'emissione di base monetaria a fronte dell'acquisto di titoli obbligazionari. Utilizzando la moneta creata ex-novo, il *Quantitative Easing* si prefigge il compito di acquistare titoli obbligazionari dagli enti creditizi, così facendo raggiunge due obiettivi, alzare i prezzi dei titoli e fornire moneta al sistema bancario, grazie all'innalzamento dei prezzi dei titoli molti tassi d'interesse diminuiscono rendendo i prestiti offerti all'economia meno onerosi. Grazie a questo i cittadini e le imprese possono contrarre più prestiti e spendere meno per rimborsare i propri debiti, questo dà vita a una ripresa dei consumi e degli investimenti, provocando anche un aumento dei prezzi, che permette alla Bce di conseguire un tasso di inflazione prossimo al 2% nel medio periodo.

Per far ciò la Bce nel gennaio 2015 annunciò *l'Asset Purchase Programme (APP)*, che prevedeva acquisti netti mensili di 60 miliardi di euro fino al settembre 2016. Il 10 marzo 2016 la Bce decise di portare l'importo mensile da 60 a 80 miliardi di dollari a partire dal mese di aprile, per poi tornare a 60 miliardi all'inizio del 2017. Il consiglio direttivo, dopo un'analisi macroeconomica approfondita, come riportato nella figura 1.3, decise di diminuire il ritmo mensile degli acquisti di titoli a 30 miliardi a partire dal gennaio 2018. Il 14 giugno 2018 il presidente della BCE Mario Draghi annunciò la riduzione degli acquisti di titoli a 15 miliardi a partire dal settembre 2018, fissando la fine del programma al gennaio del 2019. Da gennaio a Ottobre 2019 la Bce ha continuato a reinvestire, integralmente, il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel portafoglio dell'APP. Dopodiché si decise di riprendere gli acquisti netti di titoli a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro da novembre 2019.

Con l'avvento della crisi da covid-19 la Bce modificò ulteriormente l'APP, come si vedrà nel capitolo 2.

***L'Expanded Asset Purchase Programme (APP)*** è composto da quattro programmi di acquisto titoli:

***Public Sector Purchase Programme (PSPP)***, è un programma in cui la Bce acquista titoli del settore pubblico (obbligazioni emesse da governi, amministrazioni regionali e locali, organizzazioni internazionali e istituti internazionali situati nell'eurozona);

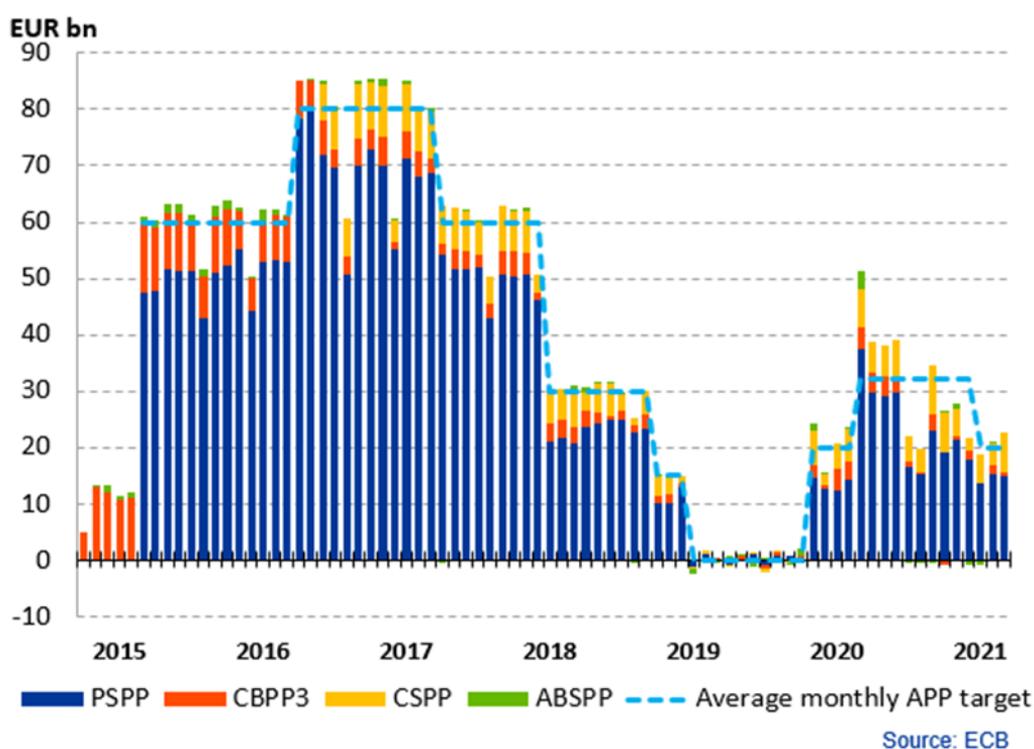
Il terzo ***Covered Bond Purchase Programme (CBPP3)***, si tratta di un programma di acquisto di obbligazioni garantite (covered bonds) nei mercati principali e secondari;

***Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)*** consiste in un programma di acquisto nei mercati principali e secondari di titoli obbligazionari di società non

finanziarie e da marzo 2020 di commercial paper emessi da società non finanziarie situate nei paesi dell'area dell'euro;

**Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP)** delinea un programma di acquisto di strumenti finanziari emessi in seguito alla cartolarizzazione di prestiti bancari.

Figura 1.3: Acquisti netti nell'ambito dell'Asset Purchase Programme (APP)



Fonte: Bce

## Capitolo 2

### **Introduzione di politiche monetarie eccezionali in risposta alla crisi ed analisi degli effetti dell'intervento della BCE**

La pandemia che ha colpito il mondo all'inizio del 2020, dovuta al diffondersi del virus Covid-19, ha dato il via a una delle peggiori recessioni economiche della storia europea. Si è assistito a un calo medio del 7.8% del Pil nell'Eurozona e 9-10% nella sola Italia, questo ha causato un aumento drammatico della povertà, portando in Italia a due milioni di famiglie povere.

Questo ha spinto i vari governi mondiali a varare nuovi programmi di aiuti per sostenere il reddito delle famiglie; in Italia, programmi come il reddito di cittadinanza, i bonus spesa etc., hanno aiutato le famiglie in difficoltà, permettendo loro di acquistare beni di prima necessità e di continuare una vita più o meno dignitosa, tuttavia non hanno impedito l'aumento della disoccupazione e la contrazione dei mercati.

Un ruolo centrale è stato svolto dalla Bce, che attraverso vari interventi ha cercato di ridurre l'incidenza della crisi nell'Eurozona, gli obiettivi principali che ha cercato di perseguire sono stati quelli di mantenere la liquidità nel settore finanziario e di garantire buone condizioni di finanziamento per l'economia.

Come primo intervento la Bce ha deciso di mantenere i tassi di interesse principali invariati, rispettivamente con il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale ( $i^*RP$ ) a 0,00%, il tasso di Finanziamento marginale ( $i^*FMg$ ) a 0,25 e il tasso di deposito ( $i^*Df$ ) a -0,50, questo perché il consiglio direttivo prevede un mantenimento dei tassi di interesse di riferimento a livelli pari o inferiori a quelli attuali finché non vedrà le prospettive di inflazione convergere saldamente su un livello sufficientemente prossimo ma inferiore al 2% nel suo orizzonte di proiezione

e tale convergenza non si rifletterà coerentemente nelle dinamiche dell'inflazione di fondo.

### **2.1 Ricalibrazione TLTRO III e LTROs aggiuntive**

Successivamente è stata promossa dal consiglio direttivo la modifica di alcuni parametri della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO III), questo con lo scopo di favorire un maggior accesso al credito a imprese e famiglie da applicare nel periodo compreso tra il 24 giugno 2020 e il 23 giugno 2021.

Le modifiche hanno toccato vari aspetti: sono state promosse operazioni più favorevoli a sostegno dei prestiti bancari per le persone più colpite dalla crisi da coronavirus, in particolare alle piccole e medie imprese, è stato ridotto di 25 punti base il tasso d'interesse ed è stato aumentato lo stock di prestiti idonei dal 30% al 50%, è stato rimosso da tutte le operazioni future il limite del 10% dello stock di prestiti ammissibili per l'ammontare dei fondi che possono essere presi in prestito in ciascuna operazione, la soglia delle prestazioni di prestito è stata ridotta allo 0%, è stata concessa anche l'opzione di rimborso anticipato degli importi presi in prestito decorsi 12 mesi dal regolamento di ciascuna operazione, anziché 24 mesi.

Ad aprile 2020, il Consiglio direttivo ha deciso un ulteriore allentamento delle condizioni applicate, riducendo di altri 25 punti base il tasso di interesse su tutte le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO III) arrivando a -0,5%. Il tasso di interesse può arrivare fino al -1% per le banche che raggiungono la soglia di finanziamento dello 0% introdotta il 12 marzo 2020, è stato anticipato anche l'inizio del periodo di valutazione dei prestiti al 1° marzo 2020.

Alle banche che abbiano raggiunto la soglia dello 0% tra il 1° marzo 2020 e il 31 marzo 2021, verranno applicate le condizioni più favorevoli per tutta la durata

delle operazioni e verrà applicato loro il tasso di interesse medio sui depositi presso la banca centrale.

Per le banche che non abbiano raggiunto la soglia di prestito dello 0% tra l'01/03/2020 e il 31/03/2021, si applicheranno i tassi di interesse e la soglia di prestito originali di TLTRO III, valutati per un periodo più lungo tra il 01/04/2019 e il 31/03/2021. La soglia di prestiti che dovranno rispettare queste controparti sarà ridotta dal 2,5%, all'1,15%. In ogni caso, nel periodo dal 24/06/2020 al 23/06/2021 il tasso per tali banche non sarà inferiore di 50 punti base al tasso medio applicato nelle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema nello stesso periodo.

Un'ulteriore modifica al TLTRO III è avvenuta nel dicembre 2020, quando è stato aumentato lo stock di prestiti ammissibili dal 50% al 55%, sono state annunciate altre tre ulteriori operazioni triennali da condurre in giugno, settembre e dicembre 2021 ed è stato prorogato di altri 12 mesi il periodo con tassi d'interesse favorevoli per gli enti creditizi che concedono prestiti all'economia.

La Bce ha anche introdotto un nuovo metodo di valutazione della lending performance.

Il 29 gennaio 2021 si è deciso inoltre di includere ulteriori banche commerciali come nuovi membri nei gruppi TLTRO-III, a condizione che tali nuovi membri non facciano parte di un altro gruppo TLTRO-III.

Le ricalibrature delle terze operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine TLTRO-III sono state accompagnate in data 16 marzo 2020 da una serie di LTRO aggiuntive che miravano a tutelare la liquidità e le condizioni dei mercati monetari.

Queste serie aggiuntive sono state progettate per colmare le esigenze di liquidità e sostenere il normale funzionamento del mercato finanziario, le scadenze sono state fissate tutte in concomitanza con la data di regolamento a pronti della quarta operazione del programma TLTRO-III il 24 giugno 2020.

Le operazioni vengono assegnate su base settimanale e condotte con procedure d'appalto a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi, il tasso per queste operazioni viene fissato con riferimento al tasso medio applicato ai depositi presso la banca centrale per la durata della rispettiva operazione, gli interessi vengono regolati a scadenza.

Il Consiglio direttivo della BCE in data 07/04/2020 ha approvato delle misure temporanee che mirano ad accrescere la disponibilità di garanzie per attenuare l'inasprimento delle condizioni finanziarie. Questo aumento temporaneo della tolleranza al rischio ha permesso alle imprese e alle famiglie un accesso facilitato al credito, con una riduzione generalizzata degli scarti di garanzia applicati su tutte le attività conferibili in garanzia.

Questo pacchetto di misure temporanee di allentamento delle garanzie è stato utile soprattutto per facilitare la partecipazione degli enti creditizi a operazioni di finanziamento, come le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO-III), operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO) e il programma di acquisto di emergenza pandemica (PEPP).

## **2.2 PELTROs (*Pandemic emergency longer term refinancing operations*)**

Un ulteriore programma varato per fronteggiare la crisi da Covid-19 è stato il PELTRO, si tratta di 7 nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (PELTRO) che mirano a sostenere le condizioni di liquidità del sistema finanziario dell'area dell'euro e a contribuire a preservare l'ordinato funzionamento dei mercati monetari fornendo un efficace supporto di liquidità dopo la scadenza delle LTRO aggiuntive condotte a partire da marzo 2020. Le prime operazioni sono state condotte con ritmo mensile tra maggio e dicembre 2020, con scadenze suddivise tra luglio e settembre 2021, attraverso aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti. Le operazioni sono

state offerte a condizioni altamente accomodanti, con il tasso di interesse inferiore di 25 punti base al tasso applicato nelle principali operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema (attualmente 0%). Queste operazioni beneficeranno anche delle nuove misure di allentamento del collateral.

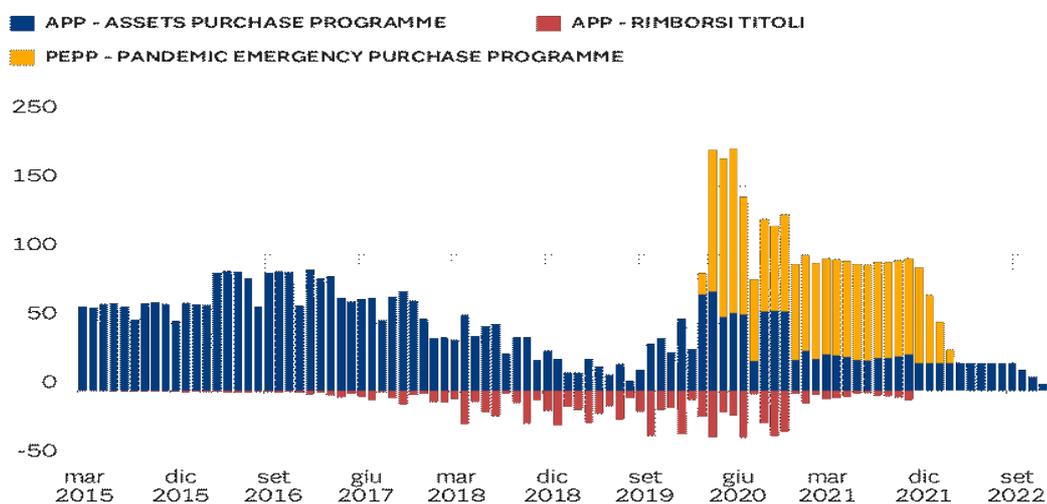
Il 10 dicembre 2020 il consiglio direttivo ha deciso di aggiungere ulteriori quattro nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a partire dal 2021 assegnate su base trimestrale con scadenza a un anno, tali operazioni serviranno da sostegno alla liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro e contribuiranno a preservare il buon funzionamento dei mercati monetari durante il lungo periodo pandemico.

### ***2.3 Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP***

La Bce ha cercato di assorbire lo shock dell'attuale crisi avviando un nuovo programma temporaneo di acquisto di titoli, questo programma sarà utile per contrastare i gravi problemi inerenti al meccanismo di trasmissione della politica monetaria e cercherà di migliorare le prospettive di crescita dell'eurozona.

Gli acquisti del PEPP come riportato dalla figura 2.1, si sono aggiunti agli acquisti nell'ambito dell'APP, quest'ultimi sono stati aumentati il 12 marzo 2020 di 120 miliardi di euro fino alla fine del 2020 con un ritmo mensile di 20 miliardi di euro.

Figura 2.1: Acquisti netti nell'ambito del PEPP



Fonte: Bce

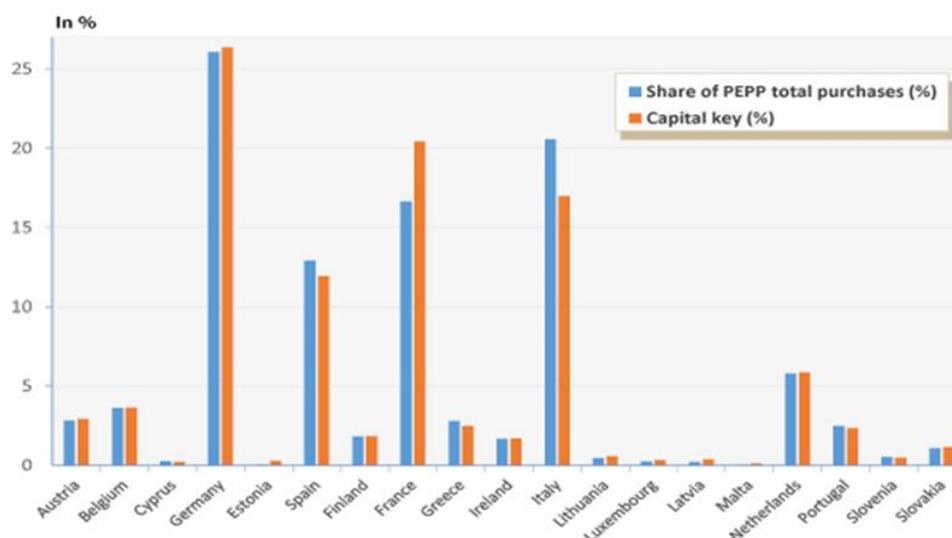
Il PEPP è stato presentato in una riunione straordinaria del consiglio direttivo il 18 marzo 2020, con una dotazione finanziaria iniziale di 750 miliardi di euro, e scadenza degli acquisti entro la fine del 2020. Questo programma include tutte le categorie di attività ammissibili del programma di acquisto di attività (APP). Oltre agli acquisti netti nell'ambito dell'APP, si sono aggiunti per quanto riguarda il programma CSPP (*Corporate Sector Purchase Program*) i *commercial paper* non finanziari con una durata residua minima di almeno 28 giorni (APP: sei mesi), e i titoli del settore pubblico con una durata residua minima di 70 giorni (APP: un anno). Il PEPP comprende sia programmi di acquisto di titoli privati che di titoli pubblici, per l'acquisto di titoli del settore pubblico, la distribuzione del benchmark fra i vari paesi continuerà a essere, lo schema di partecipazione delle banche centrali nazionali al capitale della BCE.

Al tempo stesso, gli acquisti nell'ambito del PEPP saranno condotti in maniera flessibile, in modo da consentire fluttuazioni nella distribuzione dei flussi di acquisti nel corso del tempo, fra le varie classi di attività e i vari paesi.

Ai fini degli acquisti, si è applicata una deroga ai requisiti di ammissibilità per i titoli di Stato emessi dalla Grecia.

L'Italia come evidenziato nella figura 2.2 è stato il secondo paese dopo la Germania ad aver beneficiato maggiormente del Pepp.

Figura 2.2: Distribuzione del PEPP tra i vari paesi europei



Fonte: Bce

Inizialmente si era partiti da una dotazione iniziale prevista di 750 miliardi di euro, il 4 giugno 2020 il Consiglio direttivo decise di aumentare la dotazione di 600 miliardi di euro arrivando a un totale di 1.350 miliardi di euro, questa operazione è stata promossa in risposta alla revisione al ribasso dell'inflazione connessa alla pandemia nell'orizzonte di proiezione. L'aumento dello stock di capitale ha permesso di alleviare ulteriormente l'orientamento generale della politica monetaria, favorendo un miglioramento delle condizioni di

finanziamento. Gli acquisti continueranno ad essere condotti in maniera flessibile nel tempo, consentendo di evitare efficacemente i rischi per la trasmissione della politica monetaria.

Un'ulteriore modifica è stata quella di estendere gli acquisti netti nell'ambito del PEPP fino alla fine di giugno 2021. In ogni caso, il Consiglio direttivo procederà all'acquisto di attività nette fino a quando non riterrà conclusa la fase di crisi da coronavirus e reinvestirà i capitali rimborsati fino alla fine del 2022.

Un'ulteriore decisione è stata presa a riguardo del programma di acquisto di attività (APP), questo programma continuerà l'acquisto di titoli a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro, accompagnato dagli acquisti nel quadro della dotazione temporanea aggiuntiva di 120 miliardi di euro, fino alla fine del 2020. Questa decisione è dovuta al fatto che la Bce si aspetta che gli acquisti netti mensili di attività nell'ambito dell'APP proseguiranno finché sarà necessario rafforzare l'impatto di accomodamento dei tassi di riferimento e che termineranno poco prima che inizierà l'innalzamento dei tassi di riferimento.

La Bce ha l'aspettativa di continuare a reinvestire il capitale rimborsato anche dopo la data in cui il Consiglio direttivo inizierà a innalzare i tassi di interesse di riferimento, e in ogni caso finché sarà necessario mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.

Il 10 dicembre 2020 a causa delle nuove ricadute economiche derivanti dall'inasprimento della pandemia, la Bce stabilì di modificare nuovamente alcuni parametri del PEPP, il consiglio direttivo decise di aumentare lo stock di 500 miliardi di euro per un totale di 1.850 miliardi di euro, decise inoltre di estendere l'orizzonte per gli acquisti netti almeno fino alla fine di marzo 2022, in secondo luogo stabilì di prorogare il reinvestimento dei pagamenti principali dei titoli in scadenza acquistati nell'ambito del PEPP almeno fino alla fine del 2023.

Il *Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP*, e le altre politiche promosse dalla Bce hanno contribuito a preservare condizioni di finanziamento favorevoli durante il periodo pandemico, sostenendo il flusso di credito verso tutti i settori dell'economia, rinforzando l'attività economica e salvaguardando la stabilità dei prezzi a medio termine.

#### **2.4 Mantenimento di condizioni favorevoli di finanziamento**

Con l'avvento della crisi, gli investitori hanno modificato le loro preferenze, aumentando la domanda di attività sicure causando una contrazione della liquidità sui diversi mercati dei titoli.

Per molte aziende, le misure di lockdown hanno causato un peggioramento nel bilancio a causa del calo dei ricavi e della costanza dei costi fissi. Al fine di evitare che le imprese fermino l'attività per mancanza di liquidità, è importante che le banche forniscano credito sufficiente.

Questo ha portato la Bce a trovare delle soluzioni, uno degli obiettivi principali che ha cercato di perseguire è stato quello di offrire ingenti quantità di liquidità per sostenere l'erogazione di credito all'economia reale, questo rimane il presupposto fondamentale per ridurre l'incertezza e rafforzare la fiducia, sostenendo così l'attività economica e salvaguardando la stabilità dei prezzi nel medio termine. Per far ciò la Bce ha messo in funzione diverse politiche, con programmi mirati e non mirati, con riferimento ai primi la ricalibrazione delle TLTRO III ad aprile 2020 ha introdotto un tasso di interesse molto più favorevole, facendo seguito alla decisione, adottata nel mese precedente, di incrementare l'ammontare massimo che le controparti potevano ottenere in prestito nell'ambito del programma, grazie a questi interventi si è notato un netto allentamento dei termini e delle condizioni offerte ai debitori e un impatto netto positivo sui volumi di prestito.

I finanziamenti al settore privato sono stati la principale fonte di creazione di moneta, questo grazie ai prestiti concessi alle imprese. Il tasso di crescita annuo dei prestiti alle imprese è salito al 5,4% a marzo, rispetto al 3,0% di febbraio 2020. Al contrario, il tasso di crescita annuo dei prestiti alle famiglie si è leggermente moderato: è sceso al 3,4%, in calo rispetto al 3,7% di febbraio 2020. Secondo uno studio sull'accesso ai finanziamenti delle imprese, le piccole e medie imprese hanno segnalato, un calo della disponibilità di prestiti bancari, quest'indagine sottolinea l'importanza delle nuove misure di politica monetaria adottate dalla Bce. Ciò nonostante, sembra che le condizioni di finanziamento per le imprese abbiano tenuto relativamente bene rispetto alla profondità della crisi, sebbene gli standard di credito per i prestiti alle imprese si siano inaspriti nel primo trimestre del 2020, il grado di stretta è stato molto lieve rispetto alla stretta creditizia che ha amplificato le crisi del debito finanziario e sovrano tra il 2008 e il 2012.

Queste condizioni sono state messe a rischio dall'aumento dei tassi di interesse che si è registrato all'inizio del 2021, per ovviare a questo problema il consiglio direttivo ha annunciato che avrebbe aumentato il ritmo di acquisti di titoli nell'ambito del *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), questo perché gli enti creditizi utilizzano tassi di interesse privi di rischio e rendimenti delle obbligazioni sovrane come riferimenti chiave per determinare le condizioni di credito.

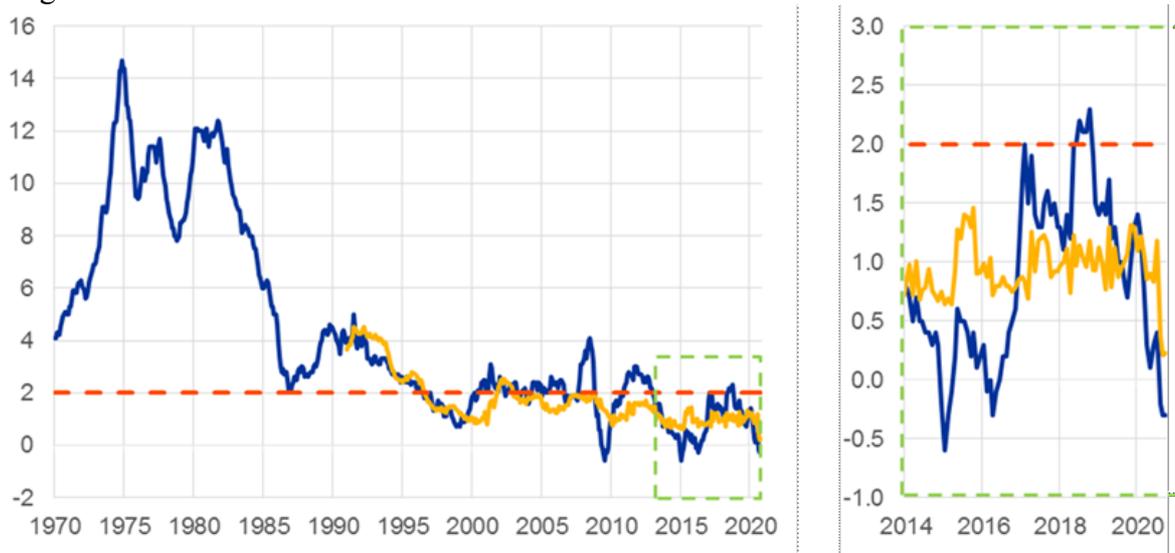
## **2.5 Stabilità dei prezzi**

Il controllo dell'inflazione è il principale obiettivo della Bce, che ha l'obbligo dallo statuto di mantenere un'inflazione inferiore ma prossima al 2%.

Negli ultimi anni, come si può notare nella figura 2.3, l'inflazione non ha quasi mai raggiunto questo obiettivo. Dal 2014, è stata in media solo dello 0,8%,

questa bassa inflazione è fatta ricondurre agli sviluppi economici favorevoli che hanno interessato l'economia dell'eurozona, ad esempio la globalizzazione che ha reso molti beni di consumo più economici nel tempo.

Figura 2.3: Andamento dell'inflazione nell'Eurozona



Fonte: Bce

La deflazione causata dal Covid-19 invece è stata un chiaro precursore di una minore crescita futura del Pil e di una eventuale diminuzione dell'occupazione, questo shock ha portato infatti l'inflazione ai minimi storici arrivando allo 0,2% ad ottobre 2020.

Nella prima fase dopo la diffusione della pandemia, la Bce ha dovuto affrontare gravi turbolenze nei mercati finanziari, i prezzi di molti titoli sono crollati, la liquidità si è prosciugata e la volatilità dei prezzi ha raggiunto livelli prossimi a quelli registrati durante la crisi del 2008.

Grazie agli interventi iniziali della Bce, si è riusciti a scongiurare una grave crisi finanziaria, che avrebbe avuto conseguenze devastanti sui livelli dei prezzi e dei salari. Come riportato dal Bollettino economico Bce 5/ 2020 le misure intraprese dalla Bce hanno fornito un sostegno determinante alla stabilità dei prezzi; secondo

delle stime, il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), l'espansione del APP e le varie ricalibrature del TLTRO III determineranno un aumento del pil pari a circa 1,3 punti percentuali, con un contributo cumulato pari a 0,8 punti percentuali al tasso di inflazione sui dodici mesi. Tuttavia, le attuali previsioni prevedono un significativo rallentamento dell'inflazione nell'area dell'euro nel breve e medio periodo, vale a dire nella seconda fase della crisi, in cui si prevede una lenta ripresa dell'economia dell'area dell'euro. Fino all'anno prossimo, l'inflazione potrebbe essere vicina allo 0%, potendo scendere anche sotto lo zero.

## CONCLUSIONI

La Banca Centrale Europea è stata impeccabile nel suo intervento contro questa crisi, le prospettive dell'eurozona senza tali misure potevano essere devastanti, invece attraverso interventi repentini è riuscita a dare un freno alla recessione che stava dilagando.

Per far ciò ha messo in atto diverse politiche monetarie, con l'obiettivo di perseguire come abbiamo analizzato, la stabilità dei prezzi, mantenere la liquidità nel settore finanziario, e garantire buone condizioni di finanziamento per l'economia.

## BIBLIOGRAFIA

- Alessandrini P. (2015), *Economia e Politica della Moneta. Nel labirinto della finanza*, Il Mulino, Bologna, seconda edizione..
- Brozzetti A. (2020), *LA RISPOSTA EUROPEA AL COVID-19: UN EXCURSUS SULL'OPERATO DELLE ISTITUZIONI POLITICHE E DELLE AUTORITÀ CREDITIZIE (CON UN CENNO AI RISCHI PER LA "SAFETY NET" DI SISTEMA)*, Iustus Diritto e Finanza
- BCE (2020), *Bollettino Economico n.5/2020*, Francoforte.
- Fischer, Startz, Canullo, Pettenati, *Macroeconomia 11e 2014* McGraw-Hill Education S.r.l.Dornbusch,
- Lane P. (2020), *Pandemic central banking: the monetary stance, market stabilisation and liquidity*, Discorso all' Institute for Monetary and Financial Stability Policy Webinar.
- Lane P. (2020), *Monetary policy in a pandemic: ensuring favourable financing conditions*, Discorso al the Economics Department and IM-TCD, Trinity College Dublin
- Schnabel I. (2020), *The ECB's policy in the COVID-19 crisis a medium term perspective*, Discorso alla Florence School of Banking & Finance
- Schnabel I. (2020), *The ECB's monetary policy during the coronavirus crisis necessary, suitable and proportionate*, Discorso al Petersberger Sommerdialog
- Schnabel I. (2021), *The ECB's policy response to the COVID-19 pandemic*, Discorso all' University of Chicago Booth School of Business

## SITOGRAFIA

<https://www.bancaditalia.it/media/notizia/le-misure-di-politica-monetaria-dell-eurosistema-in-risposta-all-emergenza-causata-dalla-pandemia-di-covid-19/>

[https://www.bundesbank.de/en/tasks/monetary-policy/outright-transactions/pandemic-emergency-purchase-programme-pepp--831136 - :~:text=The%20pandemic%20emergency%20purchase%20programme,asset%20purchase%20programme%20\(%20APP%20\)](https://www.bundesbank.de/en/tasks/monetary-policy/outright-transactions/pandemic-emergency-purchase-programme-pepp--831136-:~:text=The%20pandemic%20emergency%20purchase%20programme,asset%20purchase%20programme%20(%20APP%20))

[https://www.bancaditalia.it/media/bcecomunicati/documenti/2020/20200318\\_EC B PEPP-IT.pdf](https://www.bancaditalia.it/media/bcecomunicati/documenti/2020/20200318_EC B PEPP-IT.pdf)

[https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2020/648787/IPOL\\_BRI\(2020\)648787\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2020/648787/IPOL_BRI(2020)648787_EN.pdf)

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200604~a307d3429c.it.html>

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp201210~8c2778b843.en.html>

[https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318\\_1~3949d6f266.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html)<https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200605~0ee256bcc9.en.html>

<https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200605~0ee256bcc9.en.html>

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/tltro/html/index.en.html>

[https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200312\\_1~39db50b717.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200312_1~39db50b717.en.html)

<https://www.okpedia.it/trappola-della-liquidita>