



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia aziendale

La risposta della BCE all'emergenza COVID-19

The ECB's response to COVID-19 emergency

Relatore:
Prof. Paolo Canofari

Rapporto Finale di:
Daniele Lupini

Anno Accademico 2020/2021

INDICE

INTRODUZIONE	3
Capitolo primo	
DALLA CRISI SANITARIA ALLA CRISI ECONOMICA	5
1.1 Lo shock dal lato dell’offerta.....	5
1.2 Lo shock dal lato della domanda.....	6
1.3 Le banche: potenziale detonatore della crisi.....	7
Capitolo secondo	
LA POLITICA MONETARIA DELL’EUROSISTEMA	9
2.1 L’attuazione della politica monetaria.....	10
2.2 Lo zero lower bound e il ricordo alla politica non convenzionale.....	11
Capitolo terzo	
CRONISTORIA DELL’AZIONE DELL’EUROSISTEMA IN RISPOSTA ALL’EMERGENZA COVID-19	23
Capitolo quarto	
IL PANDEMIC EMERGENCY PURCHASE PROGRAMME	33
4.1 Il ricorso dinanzi alla Corte di Karlsruhe: il ‘test Weiss’ come generale criterio di legittimità delle misure non convenzionali.....	36
4.2 5 maggio 2020: una data da ricordare.....	42
CONCLUSIONE	43
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA	47
ALLEGATI	

“Tempi straordinari richiedono azioni straordinarie.

Il nostro impegno per l'euro non ha limiti.”

Christine Lagarde

Presidente della BCE

INTRODUZIONE

Il 2020 è stato un brutto anno per l'umanità, soprattutto per l'arrivo di un nuovo nemico, tanto silenzioso quanto insidioso, che è entrato a far parte delle nostre vite: il COVID-19. A inizio anno eravamo del tutto ignari dell'emergenza sanitaria che sarebbe scoppiata di lì a poco, un nuovo virus altamente contagioso e completamente sconosciuto al nostro sistema immunitario aveva iniziato a circolare in una regione remota del globo. Non avremmo mai pensato che questo virus, apparentemente così lontano, avrebbe potuto diffondersi e causare così tanti problemi. Ma in poco tempo lo scenario globale è cambiato radicalmente, abbiamo dovuto sconvolgere la nostra quotidianità e far fronte alle nuove esigenze. Come se le strade vuote, i guanti di lattice, le mascherine, e le restrizioni alla mobilità individuale fossero la nostra nuova normalità. Stavamo scivolando giorno dopo giorno in una sorta di sceneggiatura da film distopico.

Il contenuto dell'elaborato

Con questo elaborato voglio illustrarvi come la guerra contro questo virus, invisibile e così contagioso, abbia provocato delle importanti ripercussioni sull'economia, in particolare in quella dell'Eurozona, e di come la politica monetaria dell'Eurosistema non abbia esitato a reagire, con una potenza di fuoco senza precedenti, al fine di evitare che la recessione non fosse più grave di quanto

si temesse. Più specificatamente, presenterò le principali misure di politica monetaria non convenzionale, e spiegherò perché il Consiglio direttivo della BCE non poteva far altro che affidarsi quasi totalmente a misure di questo tipo. Continuerò quindi con una cronistoria dell'azione della BCE nel corso di tutto il 2020, focalizzando poi la mia attenzione sul *pandemic emergency purchase programme* (PEPP), il cosiddetto quantitative easing pandemico. Per il tramite di un'analisi della nota sentenza Weiss, discuterò sulla eventuale validità di questa misura contro la quale, come diremo più tardi, all'inizio dell'anno è stato presentato ricorso da parte di uno degli Stati membri. Infine, ci lasceremo con delle riflessioni riguardo un possibile e chissà necessario cambiamento del ruolo ricoperto dalla BCE all'interno dell'Eurozona, soprattutto a fronte dei problemi riscontrati nella risposta alla crisi.

Capitolo primo

DALLA CRISI SANITARIA ALLA CRISI ECONOMICA

Il COVID-19 ha avuto importanti ripercussioni sull'economia di tutto il mondo e, diversamente da quanto sembrava lecito sperare, è subito tramontata l'ipotesi di uno shock acuto ma di breve durata che avrebbe dato spazio ad una veloce e forte ripresa (una c.d. 'crisi a V'). Lo sfasamento temporale dei picchi sanitari e la recrudescenza del virus rischiano di posporre il ritorno alla normalità suggerendo una ben più temibile 'crisi a L'¹.

Sebbene aiutino a ridurre il contagio, infatti, le misure di lockdown che sono state adottate hanno determinato uno shock sia dal lato dell'offerta sia dal lato della domanda.

1.1 Lo shock dal lato dell'offerta

Per quanto riguarda lo shock dal lato dell'offerta, conseguenza diretta della diffusione della pandemia di COVID-19 è stata la sospensione e/o limitazione delle attività a più alto rischio di contagio. Tale shock può essere solo parzialmente mitigato sostituendo alle attività 'in presenza' il lavoro da remoto. Il fermo di alcune attività può indirettamente colpire attività in altri comparti e altre aree geografiche, a seconda rispettivamente del livello di integrazione verticale delle

¹ È una situazione di drastica caduta del PIL, seguita da una stagnazione di lunga durata; una 'crisi a V' è invece una situazione di rapida contrazione del PIL, a cui fa seguito una altrettanto rapida ripresa.

attività. Inoltre, un fattore critico di trasmissione, tanto più rilevante quanto più la diffusione della pandemia è asincrona, è una produzione imperniata sulla delocalizzazione delle attività e/o fortemente dipendente da catene globali di approvvigionamento che aumentano le interdipendenze con la produzione estera. C'è da dire anche che, maggiore sarà la durata del lockdown, maggiore sarà la possibilità che molte imprese si arrendano alla crisi pandemica, soprattutto se già versavano in una condizione di vulnerabilità patrimoniale e finanziaria, con la conseguenza che lo shock sull'offerta da temporaneo divenga permanente.

1.2 Lo shock dal lato della domanda

Le misure restrittive alla mobilità individuale provocano un danno diretto e immediato alla domanda aggregata. Per quanto riguarda i consumi, sebbene in un primo momento la contrazione interessi un limitato, seppur ampio, spettro di beni e servizi, la situazione viene aggravata dai cosiddetti 'effetto reddito' ed 'effetto ricchezza'², aumentando l'intensità e il perimetro dei comparti coinvolti. Anche l'incertezza può acuire lo shock della domanda, accrescendone in modo significativo gli effetti. Le famiglie si orientano verso una limitazione delle spese al minimo indispensabile, posticipandole o annullandole, rafforzando il risparmio

² L'effetto reddito deriva dalla contrazione del reddito a disposizione delle famiglie, interessate dal rallentamento o dalla chiusura temporanea di alcune attività, che subiscono una riduzione della retribuzione oppure, nell'ipotesi peggiore, la perdita del lavoro. L'effetto ricchezza è legato alla perdita di valore delle attività finanziarie possedute dagli individui a fronte dell'andamento negativo dei mercati finanziari.

precauzionale e le imprese, sulla stessa lunghezza d'onda, rimandano o annullano progetti di investimento.

1.3 Le banche: potenziale detonatore della crisi

Di fronte ad una crisi come questa, è importante che i mercati finanziari rimangano liquidi³. Inoltre, soprattutto in un'Europa che fatica ad uscire da un bancocentrismo⁴ che l'ha da sempre caratterizzata, è necessario che l'attività creditizia delle banche non subisca una battuta d'arresto. Le stesse infatti potrebbero razionare il credito (*credit crunch*) soprattutto a fronte di un deterioramento significativo della qualità dei propri attivi, dovuto all'aumento delle insolvenze da parte di imprese e famiglie. L'inasprimento delle condizioni di accesso al credito bancario avrebbe l'effetto di esacerbare la contrazione dei consumi da parte delle famiglie e degli investimenti da parte delle imprese. La politica monetaria, in mano alla BCE, dovrebbe evitare tutto questo.

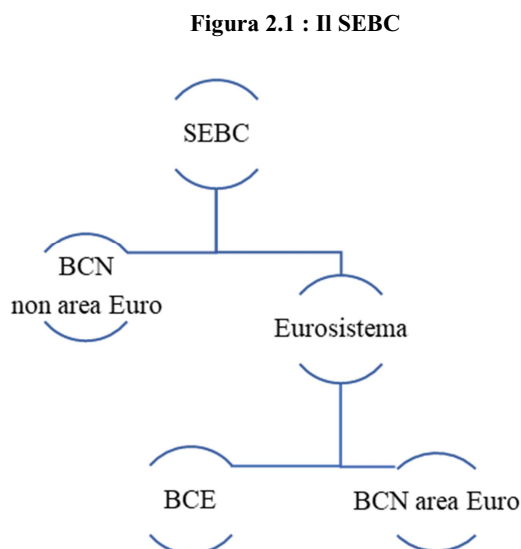
³ Un mercato è tanto più liquido quanto maggiore è il volume delle contrattazioni; in questi casi il bid-ask spread è molto basso e le transazioni sono molto rapide.

⁴ Si usa per indicare un sistema produttivo in cui il finanziamento dell'impresa privata è totalmente dipendente dal credito bancario.

Capitolo secondo

LA POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA

Con l'adozione dell'euro come moneta unica, gli Stati membri dell'UE partecipanti all'area dell'euro hanno rinunciato alla sovranità monetaria. La BCE in quanto nucleo del nuovo sistema che svolge le funzioni di banca centrale, denominato SEBC⁵, ha assunto la competenza della conduzione della politica monetaria nell'area



Fonte: elaborazione dell'autore

dell'euro. Il SEBC infatti, non è dotato di personalità giuridica propria ed esistono diversi livelli di integrazione nell'UEM⁶, quindi i soggetti effettivamente coinvolti sono la BCE e le BCN dei paesi dell'area dell'euro, che esercitano le funzioni fondamentali del SEBC nel quadro dell'Eurosistema.

Ai sensi dell'*articolo 127, paragrafo 1, TFUE* l'obiettivo principale del SEBC è la salvaguardia della stabilità dei prezzi⁷, cioè mirare ad un tasso di inflazione

⁵ Sistema europeo delle banche centrali.

⁶ Unione economica e monetaria.

⁷ La politica monetaria può incidere, in ultima istanza, solo sul livello dei prezzi nell'economia. La stabilità dei prezzi rappresenta, quindi, il solo obiettivo realizzabile nel medio-lungo periodo. Per contro, la politica monetaria non esercita

inferiore ma vicino al 2 per cento, in un orizzonte di medio periodo. Fatto salvo tale obiettivo, lo stesso sostiene le politiche economiche dell'Unione in vista di contribuire alla realizzazione degli obiettivi di quest'ultima, fra cui un elevato livello di occupazione e una crescita sostenibile e non inflazionistica. Poiché tale articolo non si applica agli Stati membri dell'UE che non hanno adottato l'euro, il termine SEBC va inteso come Eurosystem.

2.1 L'attuazione della politica monetaria

In tempi normali, i tassi d'interesse di riferimento⁸ per le operazioni dell'Eurosistema sono lo strumento a disposizione della BCE per segnalare il proprio orientamento di politica monetaria. Fissando i tassi di interesse ai quali le banche commerciali possono ottenere denaro dalla banca centrale, la politica monetaria della BCE influisce direttamente sui tassi di interesse in tutta l'economia della zona euro e, in particolare, sui tassi per i prestiti concessi da banche commerciali e i depositi di risparmio.

Vi è, tuttavia, un limite alla capacità della banca centrale di ridurre i tassi ufficiali. Questo limite è noto come zero lower bound (ZLB), di cui parleremo nel paragrafo successivo.

alcuna influenza durevole sulle variabili dell'economia reale, se non attraverso gli effetti positivi della stabilità dei prezzi (*neutralità della moneta*).

⁸ I tassi ufficiali delle operazioni dell'Eurosistema sono il tasso d'interesse: sulle operazioni di: rifinanziamento principale; rifinanziamento marginale (overnight); deposito overnight presso la banca centrale.

2.2 Lo ZERO LOWER BOUND e il ricorso alla politica monetaria non convenzionale

Quando è necessario il ricorso a misure di politica monetaria non convenzionali?

La banca centrale ricorre a tali misure quando si trova a dover affrontare il cosiddetto *zero lower bound problem*, cioè una situazione di bassi tassi di interesse nominali in cui le misure tradizionali di politica monetaria espansiva non sono più in grado di influenzare l'economia senza cadere nella cosiddetta trappola della liquidità⁹. Ma come si arriva a questa situazione? Facciamo un piccolo passo indietro. Quando ci troviamo in una situazione di deflazione¹⁰ o di bassa inflazione i consumatori non acquistano oggi perché domani le cose costeranno meno. Potrebbe sembrare uno scenario da sogno, ma non lo è. A guardar bene, in una situazione del genere la domanda aggregata non solo congelerebbe, ma continuerebbe a scendere, spingendo chi vende ad abbassare invano ulteriormente i prezzi. In tale situazione il rischio di un disancoraggio delle aspettative di inflazione di medio-lungo periodo dall'obiettivo della BCE può aumentare, sospingendo ulteriormente al rialzo i tassi reali. Aumenta così la probabilità di una spirale deflattiva o, comunque, di un prolungato periodo di bassa crescita sia dell'attività economica sia dei prezzi. Per stimolare la domanda aggregata e

⁹ La trappola della liquidità è una situazione in cui gli operatori trattengono ogni liquidità aggiuntiva di moneta e la politica monetaria tradizionale non produce più effetti reali sull'economia e non è più in grado di influenzare la domanda aggregata.

¹⁰ Per deflazione si intende una diminuzione del livello generale dei prezzi.

riportare l'inflazione in linea con l'obiettivo la banca centrale ricorrerà dapprima a misure di politica monetaria espansiva tradizionali¹¹ che, qualora la crisi dovesse risultare più grave del previsto, potrebbero non bastare per risollevare la situazione. Ormai con tassi prossimi o addirittura pari a zero, essa dovrà influenzare l'economia attraverso un approccio alternativo, inducendo cioè una riduzione del tasso d'interesse reale agendo sul tasso di inflazione atteso.

Sapendo che:

Figura 2.2: Formula del tasso di interesse reale

$$\text{tasso di interesse reale} = \text{tasso di interesse nominale} - \text{tasso di inflazione atteso}$$

Fonte: Elaborazione dell'autore

nel caso in cui la banca centrale riuscisse ad aumentare le aspettative di inflazione attraverso un incremento del tasso di inflazione atteso, a parità di tasso di interesse nominale, essa riuscirebbe a stimolare l'economia grazie alla riduzione del tasso di interesse reale¹².

È a questo punto che entra in gioco la politica monetaria non convenzionale, che indica l'insieme di misure urgenti e non ordinarie implementate per la prima volta dalle autorità monetarie a seguito della crisi finanziaria del 2008 e della crisi dei debiti sovrani nella zona euro del 2011.

¹¹ Gli strumenti tradizionali a disposizione per condurre la politica monetaria sono il tasso di sconto, la riserva obbligatoria e le operazioni di mercato aperto.

¹² Il tasso di interesse reale può essere considerato come il prezzo del consumo corrente in termini di consumo futuro. Questo misura di quante unità si potrà accrescere il consumo domani se oggi, anziché consumare un'unità di beni in più, la si dà in prestito.

Di seguito andrò ad illustrare alcune delle più importanti di queste misure, che saranno utili per la comprensione dell'azione della BCE in risposta alla crisi. In particolare:

- ✚ quantitative easing;
- ✚ negative interest rate policy;
- ✚ forward guidance;
- ✚ LTRO e TLTRO.

Quantitative easing: *canali d'azione ed effetti attesi*

Il QE è una misura di politica monetaria ultra-espansiva di tipo non convenzionale che consiste in una espansione del bilancio della banca centrale attraverso l'acquisto di titoli sia pubblici sia privati sul mercato secondario. Perché si possa parlare di quantitative easing è necessario quindi che vi sia creazione di nuova base monetaria¹³, saltando quindi quella fase di sterilizzazione¹⁴ tipica delle misure tradizionali. Questo intervento mira a ripristinare un adeguato funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria e ad evitare il rischio, o il protrarsi di un periodo di deflazione.

¹³ È l'insieme composto dalla moneta circolante e dalle riserve della banca centrale.

¹⁴ Intervento compiuto dalla banca centrale per contrastare le variazioni della base monetaria.

Oltre ad un aumento della base monetaria¹⁵, abbiamo anche altri canali attraverso cui questa misura agisce, non legati direttamente all'immissione di riserve o all'espansione del bilancio della banca centrale, bensì al mutamento nella composizione del bilancio del settore privato e all'effetto sulle aspettative e sul clima di fiducia degli agenti economici.

Gli effetti diretti

I rendimenti delle attività finanziarie acquistate. Una misura di quantitative easing provoca in primo luogo una riduzione dei rendimenti dei titoli pubblici e privati che sono oggetto dell'intervento. Come sappiamo, al tempo t , il rendimento di un titolo con scadenza al tempo $t+n$, può essere scomposto in una componente priva di rischio e una componente di premio per il rischio, che include il premio a termine, il premio per la liquidità e il premio per il rischio di credito. Questa misura, segnalando l'intenzione della banca centrale di tenere un orientamento monetario accomodante per un periodo protratto di tempo, induce una riduzione delle attese sui tassi del mercato monetario futuri e quindi della componente priva di rischio dei rendimenti delle attività finanziarie acquistate (**signaling channel**)¹⁶. Inoltre, gli investitori possono presentare delle preferenze per attività finanziarie con caratteristiche specifiche, ed una riduzione dell'offerta

¹⁵ Ciò deriva dal fatto che, secondo la teoria quantitativa della moneta, nel lungo periodo a una variazione del tasso di crescita della base monetaria corrisponde una variazione di pari ammontare dell'inflazione.

¹⁶ La valenza segnaletica è rafforzata dal fatto che la bc sarebbe esposta a perdite qualora dovesse decidere di aumentare nel breve periodo i tassi di interesse ufficiali.

disponibile di tali attività, fa diminuire il rendimento che essi sono disposti ad ottenere per acquistarla (**scarcity channel**). Questo perché altri tipi di attività si configurerebbero come imperfetti sostituti, e l'imperfetta sostituibilità fa sì che l'elasticità del prezzo all'offerta sia molto elevata. Gli acquisti da parte della banca centrale sono dunque tanto più efficaci nel ridurre i rendimenti quanto più la domanda di quei titoli oggetto dell'intervento è inelastica al prezzo.

I tassi di interesse sul mercato monetario. L'acquisto di attività finanziarie ad opera della banca centrale è contestuale all'iniezione di una massiccia dose di liquidità nel sistema bancario. L'accresciuta liquidità produce riserve in eccesso rispetto al proprio fabbisogno e, per questo motivo, i tassi di interesse sul mercato monetario tendono a convergere al limite inferiore del corridoio¹⁷, il tasso sui depositi overnight (**excess liquidity channel**).

Le aspettative di inflazione e il clima di fiducia. Poiché la banca centrale ha come obiettivo la stabilità dei prezzi, nel momento in cui essa annuncia che utilizzerà una misura di politica monetaria in modo coerente e protratto nel tempo al fine di riportare l'inflazione in linea con il proprio obiettivo, c'è un aggiustamento delle aspettative degli agenti economici proprio in direzione

¹⁷ Il «corridoio» dei tassi d'interesse è costituito da un limite massimo rappresentato dal tasso di rifinanziamento marginale e da un limite minimo rappresentato dal tasso sui depositi overnight.

dell'obiettivo stesso. Questo effetto sarà tanto più forte quanto più credibile è l'annuncio della banca centrale (**confidence channel**). A questo riguardo, gioca un ruolo importante e decisivo la **forward guidance policy**¹⁸.

Gli effetti indiretti

I rendimenti delle attività finanziare non oggetto dell'intervento. Gli investitori, dovendo rimpiazzare le attività vendute alla banca centrale, si sposteranno su titoli più redditizi, generalmente privati. Così facendo, anche i prezzi di quest'ultimi salgono riducendone il rendimento (**portfolio-balance channel**). In questo modo si favorisce anche una riduzione dei premi per il rischio di credito a seguito di una riduzione della possibilità di default di un ampio ventaglio di emittenti, pubblici e privati.

Il tasso di cambio. Una misura di quantitative easing causa generalmente il deprezzamento della valuta domestica (**exchange rate channel**). Questo perché la diminuzione dei rendimenti sui titoli interni spingono gli investitori a modificare il proprio portafoglio non solo verso i titoli più redditizi denominati nella propria valuta, ma anche verso attività finanziarie in valuta estera¹⁹.

¹⁸ La **forward guidance**, che tradotto chiameremo **indicazioni prospettiche**, consiste in informazioni che il Consiglio direttivo della banca centrale può diffondere, riguardo il futuro orientamento di politica monetaria.

¹⁹ Avremo un eccesso di domanda di valuta estera, la quale tenderà quindi ad apprezzarsi con contestuale deprezzamento della valuta domestica.

I prestiti bancari. Un più basso costo del denaro (**interest rate channel**), ed il miglioramento del grado di patrimonializzazione delle banche, potrebbero migliorare le condizioni di offerta del credito bancario sia in termini di prezzo che di quantità (**bank lending channel**). Inoltre, l'impatto sul credito potrebbe essere maggiore se la riduzione dei rendimenti a lungo termine, inducendo un'espansione dell'attività economica e un aumento della ricchezza netta di famiglie e imprese, aumentasse la loro capacità di ricorrere al finanziamento esterno e riducesse la loro rischiosità (**balance sheet channel**).

I saldi di finanza pubblica. L'acquisto di attività finanziarie tende a migliorare i saldi di finanza pubblica, poiché la riduzione dei rendimenti dei titoli sovrani comporta minori esborsi per il servizio del debito (**government budget constraint channel**).

La trasmissione all'economia reale

L'obiettivo ultimo di una misura di QE riguarda il ristabilire una dinamica dei prezzi coerente con l'obiettivo di politica monetaria. È di cruciale importanza quindi che gli effetti benefici finora descritti si ripercuotano sull'economia reale. Questo avviene attraverso 3 effetti. In primis, la diminuzione del costo del finanziamento influenza le scelte intertemporali di famiglie e imprese (**effetto di sostituzione intertemporale**). Le famiglie, infatti, sono incentivate a indebitarsi

maggiormente o a risparmiare di meno, aumentando i consumi correnti; le imprese allo stesso modo vengono spinte a investire maggiormente.

Il deprezzamento del tasso di cambio rende i beni prodotti internamente relativamente meno costosi rispetto a quelli offerti dai competitori esteri, con un effetto espansivo sulla domanda interna e dall'estero verso tali beni (**effetto competitività**). L'aumento dei prezzi delle attività finanziarie o reali, aumentando direttamente la ricchezza dei detentori di tali attività, ha un effetto espansivo sulla domanda aggregata (**effetto ricchezza**). L'effetto complessivo sulla domanda aggregata e, quindi, sulla dinamica dei prezzi sarà, infine, tanto maggiore quanto più forte è l'effetto del programma di acquisti sulle aspettative e sul clima di fiducia di imprese e famiglie.

Negative interest rate policy

Normalmente diamo per scontato che i tassi d'interesse debbano essere positivi. Un tasso d'interesse negativo implicherebbe, ad esempio, che si è disposti a pagare un'obbligazione oggi più di quanto non si riceverebbe per tale obbligazione in futuro. Tutto ciò può sembrare fuori da ogni logica e, in effetti, lo zero lower bound è stato considerato per molto tempo un limite insormontabile. Ad oggi, i tassi negativi non sono una realtà impossibile. Facciamo un esempio:

come sappiamo, le banche dell'Eurozona devono detenere un certo ammontare di fondi nei loro conti correnti presso la BCN a titolo di riserve obbligatorie minime. In periodi di recessione ed incertezza esse tendono ad accumulare più riserve rispetto a quanto necessario, evitando quindi di investire in maniera produttiva le proprie liquidità. Ebbene, la BCE può decidere di applicare tassi d'interesse negativi alla parte eccedente la soglia di legge. Questa operazione è stata pensata appunto per invogliare le banche a concedere prestiti piuttosto che tenere i soldi fermi nelle riserve della BCE.

LTRO e TLTRO.

TLTROs è l'acronimo di *targeted longer-term refinancing operations*, che tradotto indica le operazioni **mirate** di rifinanziamento a più lungo termine (generalmente 4 anni). Tali operazioni sono finalizzate a migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria sostenendo il processo di erogazione del credito bancario all'economia reale. In parole più semplici, i fondi che la banca centrale mette a disposizione in queste operazioni sono erogati alle banche, che a loro volta dovranno utilizzarli per migliorare l'erogazione di prestiti a favore delle famiglie e delle imprese dell'area dell'euro. Vigge poi l'obbligo, per chi non dovesse utilizzare questa liquidità per il fine a essa destinato, di restituire questi finanziamenti alla banca centrale. La quantità di fondi erogati è stabilita in funzione del totale dei prestiti già concessi dalla banca alle famiglie e alle imprese²⁰. Anche il costo di tali fondi è legato a questo totale: più si presta e meno si pagherà quel denaro. Un esempio, che ci tornerà utile in seguito, è la terza tornata di questo tipo di operazioni: le **TLTRO-3**, una serie di operazioni trimestrali da lanciare nel periodo compreso tra settembre 2019 e marzo 2021 e con scadenza a 2 anni. In questo caso le banche potranno prendere a prestito fino al 30 per cento dello stock di prestiti idonei. Prima delle TLTRO però, è stata inaugurata un'altra misura, meno vincolante e per questo relativamente più costosa: le LTRO. **LTROs** sta per *longer-term*

²⁰ Da questi finanziamenti sono esclusi i prestiti concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni.

refinancing operations, che tradotto indica le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. Con queste operazioni, generalmente della durata di 3 anni, si eroga liquidità alle banche in forma di prestito. Come già anticipato, a differenza delle TLTROs le banche che hanno ottenuto tali finanziamenti non devono garantire l'erogazione di denaro a favore del settore privato dell'area dell'euro.

Capitolo terzo

CRONISTORIA DELL’AZIONE DELL’EUROSISTEMA IN RISPOSTA

ALL’EMERGENZA COVID-19

L’economia dell’area dell’euro ha molto risentito dell’influsso negativo della pandemia, in quanto colpita proprio mentre si iniziavano a cogliere i primi segni di una stabilizzazione ancora fragile.

«La pandemia del coronavirus costituisce un'emergenza collettiva di sanità pubblica pressoché senza precedenti (...) È anche uno shock economico estremo, che richiede una reazione ambiziosa, coordinata e urgente delle politiche su tutti i fronti.»²¹

La prima grande reazione l’abbiamo avuta dalla politica monetaria: nel corso del 2020 la BCE ha allentato notevolmente l’orientamento della politica monetaria, al fine di contrastare l’impatto negativo della crisi. L’adozione e la successiva ricalibrazione di un’ampia gamma di misure ha attenuato la minaccia di una stretta creditizia e di una crisi di liquidità, preservando condizioni di abbondante liquidità nel sistema bancario, ha protetto il flusso di credito a favore dell’economia reale, e ha tutelato l’orientamento della politica monetaria evitando un inasprimento prociclico delle condizioni di finanziamento. L’azione

²¹ Bollettino economico BCE, n. 2 - 2020

dell'Eurosistema nel corso dell'anno è stata fondamentale per stabilizzare i mercati e per contrastare i gravi rischi posti dalla rapida diffusione del virus per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, per le prospettive dell'economia dell'area dell'euro e, in ultima analisi, per l'obiettivo di stabilità dei prezzi perseguito dalla BCE.

All'inizio dell'anno, si segnalava una crescita continua, seppur moderata, dell'economia dell'area dell'euro. Il cauto ottimismo di inizio anno è stato tuttavia interrotto bruscamente dall'insorgenza e dalla diffusione del COVID-19 in tutto il mondo.

A marzo 2020, si è resa necessaria l'adozione, da parte del Consiglio direttivo della BCE, di un articolato pacchetto di misure di politica monetaria²². In particolare, lo stesso ha deciso di:

🇪🇺 effettuare ulteriori operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (**additional LTROs**), a un tasso di interesse fissato ad un livello pari al tasso medio applicato ai depositi presso la banca centrale per la durata della rispettiva operazione, *a tasso fisso*²³ e *piena aggiudicazione degli importi*²⁴;

²² Il Consiglio direttivo ha preferito lasciare invariati, almeno per tutto il 2020, i tassi d'interesse di riferimento: il tasso principale rimane a zero, il tasso sui depositi a -0,50% e il tasso sui prestiti marginali a 0,25%, affidandosi essenzialmente a misure non convenzionali.

²³ Denominata anche asta sulle quantità, è una procedura d'asta in cui il prezzo è predeterminato e la variabile negoziata è costituita dalle quantità. In questo caso, la BCE stabilisce quindi un determinato tasso d'interesse e le controparti presentano le loro richieste per quel prezzo. Se il totale delle domande supera la liquidità che la banca centrale vuole immettere sul mercato, l'aggiudicazione avviene mediante riparto.

²⁴ Significa che le banche possono ottenere tutta la liquidità richiesta purché dotate di sufficienti garanzie. Questo per evitare che, nel caso di una mancanza di fiducia nel meccanismo di redistribuzione tramite i prestiti interbancari, una

✚ modificare alcuni parametri relativi al **TLTRO-3**, rendendo la misura più favorevole all'assolvimento del fine previsto: il tasso d'interesse è stato ridotto di 25 punti base, e avrebbe potuto essere inferiore di 25 punti base al tasso medio sui depositi presso la banca centrale nel periodo compreso tra giugno 2020 e giugno 2021 per tutte le operazioni in essere durante tale periodo, qualora si fosse raggiunta la soglia di prestito prefissata; inoltre l'ammontare totale massimo assegnabile alle controparti è stato innalzato al 50 per cento del rispettivo stock di prestiti idonei;

✚ aggiungere al programma di acquisto di attività (**APP – ASSET PURCHASE PROGRAMME**)²⁵ una dotazione temporanea di ulteriori acquisti pari a 120 miliardi di euro fino alla fine dell'anno.

Nella settimana successiva, la situazione è peggiorata in modo significativo a causa della rapida diffusione del COVID-19 e dell'adozione di rigorose misure di contenimento del contagio. I mercati finanziari hanno mostrato forte volatilità e segnali di gravi tensioni, a causa di illiquidità e congelamenti del mercato, nonché dell'aumento della frammentazione. Ciò ha determinato un forte inasprimento delle condizioni di finanziamento. Alla luce di questo rapido deterioramento, il

situazione di concorrenza aggressiva tra le banche per l'aggiudicazione della liquidità nelle aste faccia schizzare i tassi di interesse sui prestiti.

²⁵ Vedi capitolo 4.

Consiglio direttivo ha deciso che fosse giustificata un'ulteriore forte risposta di politica monetaria, decidendo di:

- ✚ varare un nuovo programma temporaneo di acquisto di attività: il ***pandemic emergency purchase programme (PEPP)***²⁶;

- ✚ estendere la gamma delle attività ammissibili nell'ambito del ***public sector purchase programme***, includendo la carta commerciale emessa da società non finanziarie (di adeguata qualità creditizia), considerando idonei all'acquisto gli strumenti di debito negoziabili con scadenza iniziale inferiore a un anno, purché la durata residua fosse di almeno 28 giorni al momento dell'acquisto;

- ✚ adottare alcune misure temporanee che miravano a mitigare gli effetti di eventuali declassamenti dei rating sulla disponibilità di garanzie ed evitare potenziali dinamiche procicliche.

Per accedere ai finanziamenti erogati dall'Eurosistema le banche devono conferire adeguate²⁷ garanzie. Le regole sulle attività che possono essere conferite a garanzia della liquidità erogata svolgono, pertanto, un ruolo cruciale. Al momento, e solo in via temporanea, l'Eurosistema ha un sistema c.d. duale delle attività idonee: abbiamo una lista di 1° livello, comprensiva delle garanzie accettate da tutte le BCN e a rischio finanziario condiviso; si dà poi la possibilità a

²⁶ Vedi capitolo 4.

²⁷ Con adeguatezza si fa riferimento sia all'esigenza di proteggere l'Eurosistema contro il rischio di perdite in caso di mancato rimborso del finanziamento erogato, sia alla volontà di assicurare che le banche possano usare come garanzie attività presenti nei loro attivi come esito della gestione ordinaria evitando, in tal modo, che si verifichino fenomeni di scarsità di garanzie tali da compromettere l'accesso alla liquidità offerta dalla BCE, con conseguenti rischi per la trasmissione degli impulsi di politica monetaria all'economia reale.

ciascuna BCN, grazie agli ACC (*additional credit claims*) di accettare in garanzia attività non in possesso dei requisiti di idoneità dell'Eurosistema, ma rispondenti a criteri più ampi definiti da ciascuna BCN, che ne sopporta i relativi rischi.

Per effetto della crisi provocata dalla pandemia di COVID-19, il calo dei prezzi dei titoli e i declassamenti effettuati dalle agenzie di rating hanno diminuito il valore e la disponibilità delle garanzie idonee per l'Eurosistema. Tale fenomeno ha ridotto la capacità delle banche di accedere alla liquidità della BCE. Il Consiglio direttivo della BCE è pertanto intervenuto a più riprese, adottando un pacchetto di misure miranti ad accrescere la disponibilità di attività conferibili a garanzia, e ad aumentare la resilienza del sistema bancario a eventuali declassamenti dei rating da parte delle agenzie, mediante la riduzione della soglia minima di merito creditizio per i titoli già idonei. In particolare:

🇪🇺 sono stati ridotti gli scarti di garanzia²⁸ su tutte le attività idonee, e diminuite le maggiorazioni sugli scarti di garanzia applicate alle obbligazioni bancarie garantite stanziata in uso proprio dalla stessa banca emittente, nonché le decurtazioni di valore per i titoli valutati con un prezzo teorico. L'insieme di queste misure ha determinato un aumento immediato del valore cauzionale delle garanzie già stanziata dalle banche;

²⁸ Gli scarti di garanzia sono decurtazioni prudenziali al valore delle attività conferite, applicate ai fini del calcolo del valore netto della garanzia. Essi hanno lo scopo di coprire possibili perdite di valore delle attività. Sono proporzionali al livello di rischio di ciascuna attività, cosicché il rischio residuale sia uguale per tutte quelle conferibili (c.d. *principio di equivalenza del rischio*). Dipendono dalla tipologia di attività e dalla qualità creditizia, misurata per i titoli dal rating pubblicato dalle agenzie riconosciute e, per i prestiti bancari, dalla probabilità di insolvenza su un orizzonte annuale (probability of default).

✚ è stata eliminata la soglia di importo minimo per i prestiti (finora pari a 30.000 euro), per facilitare il conferimento in garanzia di prestiti erogati alle società più piccole, e allentato il limite di concentrazione previsto per le obbligazioni bancarie non garantite (portandolo dal 2,5 al 10 per cento del valore complessivo delle garanzie di ciascuna banca);

✚ è stato deciso di ‘congelare’ l’idoneità dei titoli alla data del 7 aprile 2020 nel caso di declassamenti di rating (fino a livello BB, ad eccezione degli ABS, per i quali la riduzione del rating è accettata fino a BB+);

A dicembre 2020 tali misure sono state prorogate fino a giugno 2022 per assicurare un’adeguata disponibilità di garanzie per le controparti.

Al momento della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo di aprile 2020, la situazione economica continuava a deteriorarsi rapidamente.

Il Consiglio direttivo ha pertanto deciso di rafforzare ancora di più le proprie misure di sostegno a famiglie e imprese.

In particolare, ha deciso di:

✚ allentare ulteriormente le condizioni relative alle TLTRO-3 riducendone il tasso di interesse, nel periodo compreso tra giugno 2020 e giugno 2021, a un livello inferiore di 50 punti base rispetto al tasso medio sulle operazioni di rifinanziamento principali dell’Eurosistema applicato nello stesso periodo. Inoltre le controparti, i cui prestiti netti idonei avessero raggiunto la soglia definita,

avrebbero beneficiato da giugno 2020 a giugno 2021 di un tasso di interesse inferiore di 50 punti base rispetto al tasso medio applicato ai depositi presso la banca centrale nel corso del medesimo periodo.

🇪🇺 condurre una nuova serie di sette operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (**PELTROs**, *PANDEMIC EMERGENCY LONG-TERM REFINANCING OPERATIONS*), applicando un tasso di interesse inferiore di 25 punti base a quello medio delle operazioni di rifinanziamento principali nell'arco della durata di ciascuna PELTRO. Dato il protrarsi della crisi pandemica, nel mese di dicembre la BCE ha poi deciso di prorogare la misura offrendo quattro ulteriori PELTRO nell'arco del 2021.

A giugno, la situazione non sembrava voler migliorare: le notevoli perdite in termini di posti di lavoro e reddito e il livello di incertezza eccezionalmente elevato che circondava le prospettive economiche avevano determinato una flessione significativa della spesa per consumi ed investimenti.

In tale contesto, il Consiglio direttivo ha adottato una serie di ulteriori misure di politica monetaria volte a sostenere l'economia durante il suo graduale riavvio e a salvaguardare la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo.

In particolare, ha deciso di:


🇪🇺 incrementare la dotazione del PEPP di 600 miliardi di euro, per un totale di 1350 miliardi, di estendere l'orizzonte degli acquisti almeno sino alla fine di

giugno 2021 e di reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza almeno sino alla fine del 2022;

Nel corso dell'estate, si segnalava una forte ripresa dell'attività economica, soprattutto per l'effetto dell'allentamento delle misure di contenimento del contagio. Ciononostante, la ripresa era asimmetrica, e l'attività rimaneva ben al di sotto dei livelli precedenti la pandemia. L'inflazione continuava a essere frenata, la domanda debole e c'era significativa capacità inutilizzata nel mercato del lavoro.

In autunno è diventato sempre più evidente che, dopo un forte, benché parziale e disomogeneo, recupero dell'attività nei mesi estivi, la ripresa economica dell'area dell'euro stava perdendo lo slancio più rapidamente rispetto alle attese. La recrudescenza dei contagi da covid-19 e le connesse restrizioni adottate tornavano a porre una serie di sfide per la salute pubblica e le prospettive di crescita dell'area dell'euro.

A **dicembre 2020** il Consiglio direttivo ha così ricalibrato ulteriormente i suoi strumenti:

 incrementando ancora una volta la dotazione del PEPP di 500 miliardi di euro, per un totale di 1850 miliardi, di estendere l'orizzonte degli acquisti almeno

sino a marzo 2022 e di reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza almeno sino alla fine del 2023.

🚧 modificando ulteriormente le condizioni relative alle TLTRO-3: è stato esteso di dodici mesi, fino a giugno 2022, il periodo di applicazione dei termini notevolmente più favorevoli, si è deciso di condurre tre ulteriori operazioni nel corso del 2021 e di innalzare l'ammontare totale assegnabile alle controparti dal 50 al 55 per cento del rispettivo stock di prestiti idonei.

Al fine di preservare la stabilità finanziaria anche attraverso la cooperazione internazionale, nel corso del 2020 la BCE ha istituito linee di swap²⁹ e linee di pronti contro termine³⁰ bilaterali con diverse banche centrali non appartenenti all'area dell'euro.

²⁹ Una **linea di swap** in valuta è un accordo tra due banche centrali per lo scambio delle rispettive valute. In questo modo si consente a una banca centrale di ottenere liquidità in valuta estera presso la banca centrale che emette tale valuta. Ma perché sono così importanti? Esse sono un importante strumento per preservare la stabilità finanziaria e impedire che le tensioni sui mercati finanziari si ripercuotano sull'economia reale. Il deterioramento dei mercati di raccolta in una valuta rende difficile per le banche situate al di fuori dell'area di tale valuta finanziare le proprie attività legate ad essa, non avendo accesso diretto alla banca centrale estera che la emette. Se invece la banca centrale del proprio paese dispone di una linea di swap con la banca centrale estera, essa potrà fornire alle proprie banche la liquidità richiesta nella valuta straniera senza dover attingere alle proprie riserve ufficiali.

³⁰ Le operazioni di **pronti contro termine** sono invece contratti attraverso cui una banca centrale acquista valuta estera da un'altra banca centrale fuori dall'area dell'euro cedendo a pronti dei titoli detenuti nel proprio portafoglio e impegnandosi contestualmente al riacquisto a una data futura e a un prezzo prestabilito, comprensivo di un tasso di remunerazione.

Capitolo quarto

IL PANDEMIC EMERGENCY PURCHASE PROGRAMME

Il 18 marzo 2020, la BCE ha varato un programma temporaneo di acquisti aggiuntivi di titoli pubblici e privati sul mercato secondario per una dotazione iniziale complessiva di 750 miliardi di euro³¹. Si tratta del pandemic emergency purchase programme (PEPP), un piano d'emergenza straordinario e, senza dubbio, non convenzionale. Tutte le categorie di attività idonee ai fini del programma di acquisto di attività esistente (APP) sono ammissibili anche nell'ambito del nuovo programma.

L'asset purchase programme (APP) trova le proprie radici negli anni immediatamente successivi alla crisi dei debiti sovrani, un periodo caratterizzato da un tasso d'inflazione prossimo allo zero e da una crescita che faticava a consolidarsi all'interno dell'Eurozona. Il Consiglio direttivo della BCE, aveva iniziato a paventare l'adozione di una misura non convenzionale di politica monetaria basata sull'acquisto di attività finanziarie sul mercato secondario. L'intenzione si concretizzò con la creazione appunto di questa misura che tuttora è in essere, e che venne progressivamente strutturata in 4 parti:

- ✚ Il *covered bond purchase programme* (CBPP), per l'acquisto di obbligazioni bancarie garantite;

³¹ Il Consiglio direttivo è intervenuto a più riprese a modifica di questa misura per ricalibrarla nel corso dei mesi.

- 🇪🇺 L'*asset-backed securities purchase programme* (ABSPP), per l'acquisto di titoli emessi in seguito alla cartolarizzazione di prestiti bancari;
- 🇪🇺 Il *corporate sector purchase programme* (CSPP), per l'acquisto di titoli obbligazionari emessi da società non finanziarie;
- 🇪🇺 Il *public sector purchase programme* (PSPP), per l'acquisto di titoli di Stato.

La parte più rilevante era, ed è, ricoperta da quest'ultima parte: invero, circa l'80% dei fondi stanziati è stato convogliato in favore di obbligazioni sovrane dell'Eurozona.

Il PSPP era stato creato con caratteristiche specifiche tali da non distorcere le finalità iniziali del programma. A questo proposito venne pertanto previsto un rating minimo che evitasse l'acquisizione dei c.d. junk bonds³²; si fissò un limite del 33% per gli acquisti relativi ad ogni emissione; un eguale limite per la detenzione dei titoli di Stato in circolazione afferenti ad un singolo Paese; venne concepito un *black-out period* che permettesse di non condizionare in modo eccessivo il prezzo sui mercati primari.

Come già detto, il PEPP va ad aggiungersi all'APP, ancora in corso, rispetto al quale, tuttavia, presenta più accentuati margini di flessibilità, dato che la BCE ha rivisto alcuni dei limiti autoimposti rendendo l'intervento più proporzionato ai

³² I titoli greci non vennero dunque interessati da questa misura.

rischi da affrontare. In particolare, le differenze riscontrabili sono circoscritte al solo PSPP:

- ✚ È stata sospesa la regola del tetto su singola emissione e singolo emittente;
- ✚ È stato adottato un approccio flessibile alla composizione degli acquisti trasformando in mero benchmark la capital key³³;
- ✚ La gamma dei titoli di Stato acquistabili è estesa a 70 giorni di vita residua degli stessi;
- ✚ Gli acquisti sono effettuati in modo da consentire fluttuazioni nella distribuzione dei medesimi, nel corso del tempo, fra le varie classi di attività e i vari Paesi.

³³ Quota percentuale del capitale della BCE sottoscritta da ciascuna banca centrale nazionale dell'Eurosistema, determinata in base al peso percentuale dello Stato membro di appartenenza rispetto alla popolazione totale e al prodotto interno lordo della UE;

4.1 Il ricorso dinanzi alla Corte di Karlsruhe: il “test Weiss” come generale criterio di legittimità delle misure non convenzionali.

Ogniqualevolta che, in passato, la BCE ha adottato un programma per l’acquisto di titoli di Stato, ciò ha portato a sfide legali che alla fine dovevano essere risolte dalla CGUE³⁴. Il PEPP non è stato da meno: l’8 marzo di quest’anno un gruppo di imprenditori e docenti universitari tedeschi, capeggiato dall’economista Kerber, ha presentato ricorso alla Corte costituzionale federale (BVerfG) contro questa misura emergenziale: la Corte ha poi sottoposto la questione ad un rinvio pregiudiziale al fine di ottenere un parere da parte della CGUE.

C’è però una differenza: in questo caso abbiamo un precedente storico rispetto al quale possiamo valutare l’eventuale legittimità del PEPP.

La sentenza che con maggiore efficacia consente di condurre l’analisi è quella relativa alla **causa Weiss**. La sentenza in esame, resa su rinvio pregiudiziale *ex art. 267 TFUE* sollevato dalla BVerfG, verte essenzialmente sulla validità del *PUBLIC SECTOR PURCHASE PROGRAMME (PSPP)*. Il giudice del rinvio aveva chiesto alla CGUE di verificare da un lato l’eventuale travalicamento del mandato di politica monetaria della BCE e dall’altro l’eventuale violazione del divieto di finanziamento monetario diretto del bilancio degli Stati membri sancito dall’*art. 123, paragrafo 1, del TFUE*. La CGUE, con sentenza dell’11 dicembre del 2018

³⁴ Corte di giustizia dell’Unione Europea.

ha reputato conforme ai Trattati l'operato posto in essere da parte dell'Istituto di Francoforte. Vista l'analogia tra il PSPP ed il PEPP ritengo che, nonostante la rimozione dei limiti suesposti, quest'ultimo sia una misura legale e proporzionale rispetto alla situazione che ci si trova a dover affrontare. Di seguito, si riportano alcune riflessioni che hanno guidato la Corte a formulare la decisione:

Perché il PSPP non travalica il mandato di politica monetaria della BCE?

Con riguardo a questa prima questione sottoposta all'attenzione dei giudici di Lussemburgo, la propria argomentazione si basa su tre punti:

- ✚ Il rispetto dell'obbligo di motivazione;
- ✚ La delimitazione della politica monetaria dell'Unione;
- ✚ Il rispetto del principio di proporzionalità.

Quanto all'obbligo di motivazione del PSPP, in particolare, la Corte evidenzia che esso deve ritenersi correttamente adempiuto da parte della BCE. Se è vero, infatti, che gli atti dell'Unione devono far apparire in maniera chiara ed inequivoca la ragione della loro adozione, d'altro canto giurisprudenza consolidata consente di affermare che valga una visione per lo più sostanzialistica della motivazione. Quest'ultima cioè non deve risultare necessariamente per intero dalla lettera dell'atto ma, nella misura in cui lo stesso sia comprensibile da parte del suo destinatario, può anche ricavarsi legittimamente altrove: ad esempio, dal contesto economico di riferimento, dai comunicati stampa, dalle dichiarazioni introduttive

del presidente della BCE pubblicate in occasione dell'adozione della misura e così via.

Passando, quindi, alla delimitazione della politica monetaria dell'Unione, la Corte ha ragionato alla luce di due criteri: l'obiettivo della misura, ed i mezzi impiegati per raggiungerlo.

Quanto alle finalità del PSPP, dal *considerando n. 4 della decisione UE 2015/774* emerge chiaramente che l'obiettivo perseguito della BCE sia contribuire al ritorno dei tassi di inflazione a livelli inferiori, ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. È quindi giocoforza concludere che la citata decisione risulta inclusa nel perimetro della politica monetaria, sul rilievo assorbente delle finalità da essa perseguite. Il fatto che la politica monetaria sortisca degli effetti su quella fiscale è infatti inevitabile e considerare anche solo l'ipotesi secondo cui l'operato della BCE non abbia ripercussioni su quello dei governi e degli operatori economici è fuori da ogni logica. Quanto alle modalità con le quali tale obiettivo è raggiunto, i giudici di Lussemburgo si limitano a sottolineare che il PSPP si basa sull'acquisto di titoli di debito pubblico sui mercati secondari e che questo tipo di misura rientra senza dubbio nella definizione di operazioni di mercato aperto che l'*art. 18, par. 1, Protocollo SEBC* consente alla BCE e alle BCN di porre in essere.

Un'altra questione affrontata dalla Corte afferisce al principio di proporzionalità, il quale postula che il contenuto e la forma dell'azione dell'Unione si limitino a quanto necessario per il conseguimento degli obiettivi dei Trattati. Stando alla

giurisprudenza della CGUE il rispetto del principio di proporzionalità presuppone l'osservanza di tre requisiti cumulativi: quello dell'idoneità, quello della necessità e quello dell'adeguatezza. Ebbene, l'idoneità del PSPP rispetto al fine della stabilità dei prezzi risulta dal *considerando n. 3 della decisione UE 2015/774*, oltre al fatto che questo intervento è stato posto in atto in un contesto di crisi economica caratterizzato da un rischio di deflazione.

Con riguardo alla necessità, occorre chiedersi: quali alternative erano sul tavolo per evitare la deflazione, vista la presenza di tassi d'interesse che erano già stati ridotti ad un livello difficilmente abbassabile?³⁵ Ad avviso della Corte il PSPP infatti rispetta la c.d. regola del mezzo più mite poiché da un lato esso è stato adottato per rimediare all'insufficienza degli strumenti già impiegati per far aumentare il tasso di inflazione eccessivamente basso e dall'altro non risulta che l'obiettivo perseguito dal SEBC avrebbe potuto realizzarsi mediante differenti misure di politica monetaria meno afflittive. Il mancato superamento dei limiti del necessario, inoltre, è testimoniato da una serie di indicatori sintomatici che attengono alle modalità della misura: l'assenza di selettività fra Stati membri; il rispetto di elevati criteri di idoneità dei titoli acquistabili; il carattere temporaneo della misura; la circoscrizione del volume di titoli acquistabili mensilmente; infine, il tetto massimo di acquisto riferito alla singola emissione obbligazionaria

³⁵ Si pensava all'*helicopter money*, o all'*yield control curve* (YCC), misure di certo più estreme. L'YCC, a differenza del quantitative easing, ha come target direttamente un determinato prezzo per gli asset che la banca centrale decide di acquistare. La quantità di titoli acquistabili è quindi potenzialmente infinita. L'*helicopter money*, in italiano soldi dall'elicottero, è anch'essa una non-standard measure per cui una banca centrale crea del denaro e lo distribuisce direttamente a famiglie ed imprese.

e all'insieme di titoli emessi all'interno di un singolo Stato membro. Sostanzialmente per le stesse ragioni è rispettato il requisito della proporzionalità in senso stretto.

Perché il PSPP non viola il divieto di finanziamento monetario?

Riguardo a questa seconda macro-questione affrontata dalla CGUE, è evidente che su un piano meramente formale la misura in esame, legittimando esclusivamente gli acquisti di titoli sui mercati secondari, mai potrebbe essere tacciata di violare l'*art. 123, par. 1, TFUE*. La CGUE si è posta, tuttavia, il problema di accertare se venissero rispettati due limiti supplementari riconducibili alla citata norma e volti ad impedirne l'elusione, ossia:

- ✚ il non produrre effetti equivalenti a quelli derivanti dall'acquisto di titoli sui mercati primari;

- ✚ e l'idoneità a sottrarre gli Stati membri dall'incitamento a condurre una sana politica di bilancio.

Ebbene, il primo limite potrebbe dirsi violato solo se la misura consentisse agli operatori privati di sottoscrivere titoli di debito pubblico sui mercati primari con la certezza del loro successivo riacquisto da parte dell'Eurosistema, ossia di poter fare affidamento sull'impegno e la disponibilità di quest'ultimo. In tal caso, infatti, correttamente potrebbe sostenersi che il ruolo occupato dagli operatori di fatto verrebbe a coincidere con quello di meri intermediari fra le amministrazioni

emittenti e la BCE o le BCN. Lo scenario riconducibile al PSPP, viceversa, si caratterizza per l'assenza della summenzionata certezza, contro la quale si pongono: la previsione di un periodo di black-out di durata non precisata; la flessibilità degli acquisti sul piano sia quantitativo che qualitativo; infine, la previsione di tetti massimi all'acquisto. Con riguardo al secondo limite, d'altro canto, i giudici di Lussemburgo evidenziano pressoché per i medesimi motivi, cui vanno ad aggiungersi il carattere temporaneo del programma e i requisiti di idoneità legati alla qualità creditizia degli emittenti, che concretamente il PSPP non alimenta alcun comportamento imprudente in punto di politica di bilancio degli Stati membri.

4.2 5 maggio 2020: una data da ricordare

Il BVerfG, con sentenza del 5 maggio 2020, ha sorpreso tutti con una decisione che boccia drasticamente il PSPP, affermando come il suo giudizio fosse completamente svincolato da quello formulato dalla CGUE. Non era mai accaduto. I giudici di Karlsruhe hanno infatti giudicato *ultra-vires* quanto effettuato dalla BCE ed hanno al contempo criticato la CGUE per il modo in cui avevano giudicato sulla questione. È così che il BVerfG ha dato 3 mesi di tempo alla banca centrale per fornire chiarimenti in merito alle osservazioni presentate ed ha posto per la Bundesbank³⁶ l'obbligo, in caso di risposta non soddisfacente in merito alla non proporzionalità degli interventi effettuati, di ritirarsi dall'attuazione del programma e di predisporre una progressiva riduzione, anche a lungo termine, delle proprie partecipazioni in titoli di Stato. Questa sentenza non ha potuto che sollevare rilevanti critiche e perplessità in un periodo, già di per sé, caratterizzato dalle notevoli incertezze conseguenti all'emergenza sanitaria globale in corso. *Quale futuro aspettarci all'indomani di questa sentenza?*

³⁶ La banca centrale tedesca.

CONCLUSIONE

Un dibattito di vecchia data, e tuttora irrisolto, è quello riguardante la natura tecnica o anche politica del ruolo esercitato dalla BCE, con riferimento all'utilizzo di strumenti di politica monetaria non convenzionale quale forma di gestione di situazioni emergenziali. La BCE com'è oggi, è il frutto di un'idea che si faceva forza intorno agli anni '70 del secolo scorso secondo cui la politica monetaria debba essere sottratta alla discrezionalità dei governi per essere affidata in via esclusiva a banche centrali indipendenti, incaricate primariamente di garantire la stabilità dei prezzi, senza tener conto delle considerazioni politiche contingenti. Eppure ad oggi, pare si stia assistendo ad un massiccio ritorno al passato, all'interventismo pubblico e alla sempre più matura consapevolezza per cui il dato economico è inseparabile da quello politico, anche con riferimento alla politica monetaria. Ebbene, *che rapporto c'è oggi tra politica e moneta? Può ritenersi che il ruolo della Banca Centrale Europea stia evolvendo, assumendo una maggiore 'politicizzazione' rispetto a quella attribuitale dai Trattati europei?* Per cercare di rispondere a questa domanda è opportuno fare riferimento al crescente ricorso alla politica monetaria non convenzionale da parte della BCE. Infatti, nella perdurante incompletezza del disegno europeo, caratterizzato non solo dall'assenza di un'unione fiscale e politica ma ancor prima dall'incompletezza dell'Unione Economica e Monetaria, la BCE è stata costretta a mettere in atto una serie di

interventi urgenti e fuori dal comune al fine di fronteggiare l'emergenza. Particolarmente significativa è stata la creazione del nuovo programma di acquisto per l'emergenza pandemica (PEPP), che appare ancor più radicale del programma di acquisti di titoli pubblici sui mercati secondari (PSPP), che, come abbiamo visto, è stato recentemente oggetto di sindacato da parte della CGUE. Ancora una volta, la crisi sembra averci colto del tutto impreparati, avvalorando la tesi che la BCE sia una banca centrale imperfetta, essendo priva di quella funzione di prestatore di ultima istanza che è invece intrinseca al proprio mandato. È proprio a causa di questa incompletezza che la stessa si trova costretta a porre in essere strumenti "creativi" di politica non convenzionale. Questi, uniti alla crescente contrapposizione politica tra Stati del Nord e del Sud Europa, di cui la crisi ha fornito una prova evidente³⁷, rende manifesta la fragilità del compromesso su cui si basa la cessione di sovranità monetaria da parte dei singoli Stati membri.

L'attuale crisi costituisce dunque l'occasione per un generale ripensamento del ruolo della BCE, che si è dimostrata essenziale non solo alla sopravvivenza dell'Unione monetaria, ma anche al processo di integrazione politica europea.

In particolare, essa è stata chiamata a garantire la sopravvivenza della moneta unica prima ancora della regolare gestione della politica monetaria, così perseguendo obiettivi assai più ambiziosi rispetto al corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione monetaria. Se ciò è vero, ritornando a quanto detto

³⁷ Basti pensare alla reviviscenza delle istanze protezioniste e all'aspro dibattito politico europeo sulla creazione dei c.d. coronabond o eurobond nel momento in cui urgeva fornire una risposta immediata all'emergenza.

pocanzi, diventa assolutamente attuale l'esigenza di riconoscere in capo ad essa la possibilità di svolgere funzioni che vadano oltre la mera integrazione economica, ripristinando così finalmente il connaturale nesso tra politica e moneta. Bisognerebbe allora prendere atto del fatto che «la più profonda *raison d'être* della BCE è proprio questa: essa è anzitutto un mezzo, prima ancora che un fine, volto a contribuire al consolidamento ed all'estensione del processo di unificazione (politica) europea»³⁸. Questo anche perché, come ha reso evidente la costante proroga delle misure di politica monetaria non convenzionale poste in essere dalla crisi del 2008, tali strumenti hanno in realtà una natura solo formalmente temporanea. È più che mai necessario pertanto un effettivo riconoscimento normativo dell'innovativo ruolo della BCE, che nel lungo periodo appare difficilmente giustificabile per mera via interpretativa. Ovviamente è ancora presto per comprendere come la dinamica Stato/Mercato verrà concretamente impattata dalla pandemia. Ad ogni modo, qualora le attuali avvisaglie di un maggior interventismo pubblico nell'economia trovino effettivamente conferma, sarà necessario rivedere il mandato della BCE.

Insomma, «è doveroso denunciare l'attualità dei pericoli derivanti dalla decisione di ingabbiare l'unica istituzione in grado di essere lungimirante nella prigione d'oro di un'autonomia ad una sola dimensione, quella del mantenimento

³⁸ O. ROSSELLI, Profili costituzionali dell'integrazione monetaria europea, in ID. (a cura di) Europa e Banche centrali, Napoli, Editoriale Scientifica, 2004, p. 18.

*della stabilità dei prezzi»*³⁹. Sembra dunque giunto il momento di operare un esplicito allargamento dei poteri ad essa attribuiti, fino a ricomprendere in via diretta anche quello di prestatore di ultima istanza, riconoscendo alla BCE una maggiore possibilità di intervento nell'economia reale.

³⁹ G. NARDOZZI, Sul mito dell'autonomia della banca centrale, in ID. (a cura di), *Il ruolo della banca centrale nella recente evoluzione dell'economia italiana*, Milano, Franco Angeli, 1993, p. 92, richiamato da A. ANTONUCCI, *Il credito di ultima istanza nell'età dell'euro*, Bari, Cacucci, 2003, pp. 91-92.

BIBLIOGRAFIA

Linciano N., Caivano V., Fancello F., Gentile M. (luglio 2020) *La crisi Covid-19. Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata* – CONSOB – pagine 10-17.

Cova P., Ferrero G. (aprile 2015) *Questioni di economia e finanza. Il programma di acquisto di attività finanziarie per fini di politica monetaria dell'Eurosistema* – Banca d'Italia - pagine 5-10.

Nasti S., Pasqualone F. (luglio 2020) *Le misure di politica monetaria dell'Eurosistema in risposta all'emergenza causata dalla pandemia di Covid-19 e il contributo della Banca d'Italia* - Note Covid-19.

Antilici P., Gariano G., Monterisi F., Picone A., Russo L. (giugno 2020) *Le misure di espansione delle attività a garanzia delle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema in risposta all'emergenza da Covid-19* - Note Covid-19.

TESAURO G., De Pasquale P. (maggio 2020) *La BCE e la Corte di giustizia sul banco degli accusati del Tribunale costituzionale tedesco* - Osservatorio Europeo.

Frattola E. (giugno 2020) *Come sta andando il PEPP della BCE* – OCPI.

Schnabel Isabel, member of the ECB Executive Board University of Chicago Booth School of Business (febbraio 2021) *The ECB's policy response to the COVID-19 pandemic*.

Grund Sebastian (marzo 2020) *Legal, compliant and suitable: The ECB's Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) - Policy Brief* - Hertie School. Jacques Delors Centre – BertelsmannStiftung.

Favaro T. (luglio 2020) *Gli interventi delle banche centrali sul mercato. Dalla regolazione al governo dell'economia.*

Bursi M. (luglio 2020) *La sentenza del BVerfG sul public sector purchase programme: un'Europa sempre più difficile.* – CONSULTA ONLINE, periodico telematico ISSN 1971-9892, fasc. II (estratto).

SITOGRAFIA

<https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-come-funzionano-gli-acquisti-di-titoli-pubblici-della->

[bce#:~:text=Gli%20acquisti%20avvengono%20sul%20mercato%20secondario%20C%20dato%20che%20l'art.&text=Sul%20secondario%20C%20la%20BCE%20e,rispetto%20alle%20condizioni%20di%20mercato.](#)

https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/escb_it_webit.pdf

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2004it.pdf>

https://www.bancaditalia.it/media/bce-comunicati/documenti/2020/20200318_ECB_PEPP-IT.pdf

<https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/tltro/documenti/Operazioni-TLTRO-III-FAQ.pdf>

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2020~4960fb81ae.it.html>

<https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-sanitaria-economica>

ALLEGATI

Allegato 1

Articolo 123 del TFUE (Trattato sul funzionamento dell'Unione europea).

1. Sono vietati la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia, da parte della Banca centrale europea o da parte delle banche centrali degli Stati membri (in appresso denominate «banche centrali nazionali»), a istituzioni, organi od organismi dell'Unione, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di diritto pubblico o a imprese pubbliche degli Stati membri, così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della Banca centrale europea o delle banche centrali nazionali.

2. Le disposizioni del paragrafo 1 non si applicano agli enti creditizi di proprietà pubblica che, nel contesto dell'offerta di liquidità da parte delle banche centrali, devono ricevere dalle banche centrali nazionali e dalla Banca centrale europea lo stesso trattamento degli enti creditizi privati.

Allegato 2

Art. 267 del TFUE

La Corte di giustizia dell'Unione europea è competente a pronunciarsi, in via pregiudiziale:

a) sull'interpretazione dei trattati;

b) sulla validità e l'interpretazione degli atti compiuti dalle istituzioni, dagli organi o dagli organismi dell'Unione. Quando una questione del genere è sollevata dinanzi ad un organo giurisdizionale di uno degli Stati membri, tale organo giurisdizionale può, qualora reputi necessaria per emanare la sua sentenza una decisione su questo punto, domandare alla Corte di pronunciarsi sulla questione.

Quando una questione del genere è sollevata in un giudizio pendente davanti a un organo giurisdizionale nazionale, avverso le cui decisioni non possa proporsi un ricorso giurisdizionale di diritto interno, tale organo giurisdizionale è tenuto a rivolgersi alla Corte.

Quando una questione del genere è sollevata in un giudizio pendente davanti a un organo giurisdizionale nazionale e riguardante una persona in stato di detenzione, la Corte statuisce il più rapidamente possibile.

Allegato 3

DECISIONE (UE) 2015/774 DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA

del 4 marzo 2015

**su un programma di acquisto di attività del settore pubblico sui mercati secondari
(BCE/2015/10)**

IL CONSIGLIO DIRETTIVO DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA,

visto il trattato sul funzionamento dell'Unione europea e in particolare il primo trattino dell'articolo 127, paragrafo 2,

visto lo statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea, in particolare il secondo comma dell'articolo 12.1, congiuntamente al primo trattino dell'articolo 3.1 e all'articolo 18.1,

Considerando quanto segue:

- (1) Conformemente a quanto previsto dall'articolo 18.1 dello statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea (di seguito «Statuto del SEBC»), la Banca centrale europea (BCE), insieme alle banche centrali nazionali degli Stati membri la cui moneta è l'euro (di seguito, le BCN), ha la facoltà di operare sui mercati finanziari, tra l'altro, comprando e vendendo a titolo definitivo strumenti negoziabili, al fine di realizzare gli obiettivi del SEBC.
- (2) Il 4 settembre 2014 il Consiglio direttivo ha deciso di avviare un terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite (di seguito, il «CBPP3») e un programma di acquisto di titoli garantiti da attività (ABSPP). Insieme alle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine introdotte nel settembre 2014, tali programmi di acquisto di attività sono intesi a migliorare ulteriormente la trasmissione della politica monetaria, facilitare l'erogazione del credito all'economia dell'area dell'euro, rendere più accessibili le condizioni di finanziamento di famiglie e imprese e contribuire a ricondurre i tassi di inflazione a livelli prossimi al 2 %, in coerenza con l'obiettivo principale della BCE di mantenere la stabilità dei prezzi.
- (3) Il 22 gennaio 2015 il Consiglio direttivo ha deciso di ampliare gli acquisti di attività per includervi un programma di acquisto di attività del settore pubblico sui mercati secondari (di seguito il «PSPP»). Nell'ambito del PSPP le BCN, in proporzione alle rispettive quote nello schema di capitale della BCE, e la BCE possono effettuare acquisti definitivi di titoli di debito negoziabili idonei da controparti idonee sui mercati secondari. Tale decisione è stata presa come parte della politica monetaria unica, alla luce di una serie di fattori che hanno sensibilmente accresciuto il rischio di diminuzione nelle previsioni di medio termine sull'evoluzione dei prezzi, pregiudicando in tal modo il raggiungimento dell'obiettivo

principale della BCE di mantenere la stabilità dei prezzi. Tali fattori comprendono uno stimolo monetario derivante dalle misure di politica monetaria adottate che è risultato inferiore alle attese, una tendenza al ribasso nella maggior parte degli indicatori relativi all'inflazione effettiva e a quella attesa nell'area dell'euro — sia nelle misure al consumo che in quelle depurate dall'impatto delle componenti volatili, quali energia e prodotti alimentari — verso il raggiungimento di minimi storici, e un'accresciuta possibilità di effetti di secondo impatto sul processo di formazione di salari e prezzi, derivanti da un significativo declino dei prezzi del petrolio.

- (4) Il PSPP rappresenta una misura proporzionata per mitigare i rischi relativi alle previsioni sull'evoluzione dei prezzi, poiché allenterà ulteriormente le condizioni monetarie e finanziarie, comprese quelle relative alle condizioni di finanziamento delle società non finanziarie e delle famiglie dell'area dell'euro, sostenendo in tal modo i consumi aggregati e la spesa per investimenti nell'area dell'euro e contribuendo in ultima analisi ad un ritorno dei tassi di inflazione a livelli inferiori ma prossimi al 2 % nel medio termine. In un contesto in cui i tassi di interesse di riferimento della BCE sono ai loro limiti inferiori, e si valuta che i programmi di acquisto concentrati su attività del settore privato abbiano consentito di affrontare in misura tangibile, ma non sufficiente, i prevalenti rischi di deflazione per la stabilità dei prezzi, è necessario aggiungere alle misure di politica monetaria dell'Eurosistema il PSPP, come strumento caratterizzato da un elevato potenziale di trasmissione all'economia reale. Grazie al suo effetto di riequilibrio del portafoglio, l'ingente volume di acquisti del PSPP contribuirà a raggiungere il sottostante obiettivo di politica monetaria di indurre gli intermediari finanziari ad aumentare la fornitura di liquidità al mercato interbancario e quella di credito all'economia dell'area dell'euro.
- (5) Il PSPP contiene una serie di misure di salvaguardia per garantire che gli acquisti programmati siano proporzionati alle sue finalità, e che i relativi rischi finanziari siano stati debitamente presi in considerazione nella sua progettazione e siano tenuti sotto controllo tramite forme di gestione del rischio. Per consentire un regolare funzionamento dei mercati dei titoli di debito negoziabili idonei, ed evitare di ostacolare ristrutturazioni ordinate del debito, si applicheranno delle soglie agli acquisti di tali titoli da parte delle banche centrali dell'Eurosistema. Il PSPP rispetta pienamente gli obblighi incombenti sulle banche centrali dell'Eurosistema in base ai trattati, compreso il divieto di finanziamento monetario, e non incide negativamente sul funzionamento dell'Eurosistema in conformità al principio di una economia di mercato aperta e in libera concorrenza.
- (6) Il PSPP rispetta pienamente gli obblighi incombenti sulle banche centrali dell'Eurosistema in base ai trattati, compreso il divieto di finanziamento monetario, e non incide negativamente sul funzionamento dell'Eurosistema in conformità al principio di una economia di mercato aperta e in libera concorrenza.
- (7) Relativamente alle dimensioni del PSPP, dell'ABSPP e del CBPP3, la liquidità fornita al mercato dagli acquisti mensili combinate ammonterà a 60 miliardi di EUR. Gli acquisti sono destinati ad essere effettuati fino alla fine di settembre 2016, e saranno in ogni caso condotti fino a che il Consiglio direttivo ravvisi un duraturo aggiustamento nell'evoluzione dell'inflazione, che sia coerente con la sua finalità di raggiungere tassi di inflazione inferiori, ma prossimi, al 2 % nel medio termine.
- (8) Al fine di assicurare l'efficacia del PSPP, l'Eurosistema chiarisce che accetta lo stesso trattamento riservato agli investitori privati, per quanto riguarda i titoli di debito negoziabili che l'Eurosistema

può acquistare nell'ambito del PSPP, in conformità alle condizioni previste da tali strumenti.

- (9) Gli acquisti di strumenti di debito negoziabili idonei da parte dell'Eurosistema nell'ambito del PSPP dovrebbero essere effettuati in maniera decentrata, tenendo in debita considerazione la formazione del prezzo di mercato e gli aspetti relativi al funzionamento di esso, e dovrebbero essere coordinati dalla BCE, salvaguardando in questo modo l'unicità della politica monetaria dell'Eurosistema,

HA ADOTTATO LA PRESENTE DECISIONE:

Articolo 1

Istituzione e ambito del PSPP

L'Eurosistema istituisce il PSPP, nell'ambito del quale le banche centrali dell'Eurosistema acquistano sui mercati secondari titoli di debito negoziabili idonei, come definiti all'articolo 3, da controparti idonee, come definite all'articolo 7, sulla base di specifiche condizioni.

Articolo 2

Definizioni

Ai fini della presente decisione si applicano le seguenti definizioni:

- 1) per «banca centrale dell'Eurosistema» si intendono la BCE e le banche centrali nazionali degli Stati membri la cui moneta è l'euro (di seguito le «BCN»);
- 2) per «agenzia riconosciuta» si intende un soggetto che l'Eurosistema ha classificato come tale ai fini del PSPP;
- 3) per «organizzazione internazionale» si intende un ente nel significato di cui all'articolo 118 del Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio ⁽¹⁾ e che l'Eurosistema ha classificato come tale ai fini del PSPP;
- 4) per «banca multilaterale di sviluppo» si intende un ente nel significato di cui all'articolo 117, paragrafo 2, del Regolamento (UE) n. 575/2013 e che l'Eurosistema ha classificato come tale ai fini del PSPP;
- 5) per «esito positivo del riesame» si intende la più recente tra le seguenti due decisioni: la decisione del Consiglio di amministrazione del Meccanismo europeo di stabilità e, nel caso in cui il Fondo monetario internazionale (FMI) cofinanzi il programma di assistenza finanziaria, del

Comitato esecutivo del FMI, di approvare la successiva erogazione nel contesto di tale programma, restando inteso che ambedue le decisioni sono necessarie alla ripresa degli acquisti in base al PSPP.

Gli elenchi dei soggetti ed enti indicati nei punti da 2 a 4 sono pubblicati sul sito Internet della BCE.

Articolo 3

Criteria di idoneità per i titoli di debito negoziabili

1. Fatti salvi i requisiti indicati nel presente articolo, sono idonei per gli acquisti da parte delle banche centrali dell'Eurosistema nell'ambito del PSPP i titoli di debito negoziabili denominati in euro emessi da amministrazioni centrali di uno Stato membro la cui moneta è l'euro, da agenzie riconosciute situate nell'area dell'euro, da organizzazioni internazionali situate nell'area dell'euro e da banche multilaterali di sviluppo situate nell'area dell'euro. In circostanze eccezionali, qualora non si riesca a raggiungere l'ammontare di acquisti programmato, il Consiglio direttivo può decidere di acquistare titoli di debito negoziabili emessi da altri soggetti situati nell'area dell'euro, nel rispetto delle condizioni stabilite dal paragrafo 4.
2. Per essere idonei nell'ambito del PSPP, i titoli di debito negoziabili soddisfano i criteri di idoneità delle attività negoziabili per le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema di cui all'allegato I all'Indirizzo BCE/2011/14 ⁽¹⁾, salvi i seguenti requisiti:
 - a) l'emittente o il garante dei titoli di debito negoziabili ha una valutazione di qualità creditizia corrispondente almeno ad un grado di qualità di livello 3 nella scala di rating armonizzata dell'Eurosistema, espressa in forma di almeno un rating di credito pubblico attribuito da un'agenzia esterna di valutazione del merito di credito (*External Credit Assessment Institution*, ECAI) accettata nell'ambito del quadro di riferimento per la valutazione della qualità creditizia dell'Eurosistema;
 - b) se sono disponibili più valutazioni attribuite da ECAI all'emittente o al garante, si segue la regola del first-best, ossia si applica la migliore valutazione disponibile attribuita da ECAI all'emittente o al garante. Se il rispetto dei requisiti di qualità creditizia è determinato sulla base di una valutazione attribuita da ECAI al garante, la garanzia soddisfa le caratteristiche di una garanzia accettabile indicate nella Sezione 6.3.2, lettera c), punti da i) a iv), dell'allegato I all'Indirizzo BCE/2011/14;
 - c) se la valutazione di qualità creditizia fornita da un'ECAI accettata all'emittente o al garante non corrisponde almeno ad un grado di qualità di livello 3 nella scala di rating armonizzata dell'Eurosistema, i titoli di debito negoziabili sono idonei solamente nel caso in cui siano emessi o integralmente garantiti dalle amministrazioni centrali di Stati membri dell'area dell'euro che siano soggetti ad un programma di assistenza finanziaria e se in relazione ad essi l'applicazione delle soglie di qualità creditizia dell'Eurosistema sia sospesa da parte del Consiglio direttivo ai sensi dell'articolo 8 dell'Indirizzo BCE/2014/31 ⁽²⁾;
 - d) In caso di riesame di un programma di assistenza finanziaria in corso, l'idoneità ai fini degli acquisti per il PSPP è sospesa e riprende solamente nell'ipotesi di un esito positivo del riesame.
3. Per essere idonei per gli acquisti nell'ambito del PSPP, i titoli di debito, ferme le caratteristiche di cui

ai paragrafi 1 e 2, hanno una scadenza residua minima di 2 anni e massima di 30 anni al momento del loro acquisto da parte della pertinente banca centrale dell'Eurosistema. Per agevolare una regolare attuazione, gli strumenti di debito negoziabili con una scadenza residua di 30 anni e 364 giorni sono idonei nell'ambito del PSPP. Le banche centrali nazionali effettuano altresì acquisti sostitutivi di titoli di debito negoziabili emessi da organizzazioni internazionali e banche multilaterali di sviluppo, nel caso in cui non si riescano a raggiungere gli importi di acquisti programmati in titoli di debito negoziabili emessi da amministrazioni centrali e agenzie riconosciute.

4. In circostanze eccezionali, le banche centrali dell'Eurosistema possono proporre al Consiglio direttivo società non finanziarie pubbliche situate nella propria giurisdizione, quali emittenti di strumenti di debito negoziabili da acquistare come sostituti nell'ipotesi in cui non si riesca a raggiungere l'importo programmato di acquisti in strumenti di debito negoziabili emessi da amministrazioni centrali o agenzie riconosciute situate nella medesima giurisdizione. Le società non finanziarie pubbliche che sono proposte soddisfano almeno entrambi i seguenti requisiti:
 - sono classificate come «società non finanziaria», come definita dal Regolamento (UE) n. 549/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio ⁽³⁾,
 - hanno natura di soggetto del «settore pubblico», ossia un soggetto rientrante nella nozione di cui all'articolo 3 del Regolamento (CE) n. 3603/93 del Consiglio ⁽⁴⁾.

A seguito di approvazione da parte del Consiglio direttivo, sono considerati idonei per gli acquisti sostitutivi nell'ambito del PSPP gli strumenti di debito negoziabili denominati in euro emessi da tali società non finanziarie pubbliche situate nell'area dell'euro, che rispettino: i) i criteri di idoneità delle attività negoziabili come garanzia per le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema, di cui alla Sezione 6.2.1 dell'allegato I all'Indirizzo BCE/2011/14; e ii) i requisiti di cui ai paragrafi 2 e 3.

5. In linea di principio, sono consentiti acquisti di strumenti di debito negoziabili nominali con un tasso di rendimento a scadenza (o di rendimento nel peggiore degli scenari) negativo, che sia comunque superiore al tasso sui depositi presso la banca centrale.

Articolo 4

Limiti all'esecuzione di acquisti

1. Al fine di consentire la formazione di un prezzo di mercato per i titoli idonei, non sono permessi acquisti di titoli di nuova emissione o emessi in via continuativa (tapped security) e di strumenti di debito negoziabili con una scadenza residua che si collochino in prossimità, prima o dopo, della scadenza degli strumenti di debito negoziabili da emettere, per un periodo determinato dal Consiglio direttivo («periodo di black-out»). Per le sindacazioni, il periodo di black-out in questione deve essere rispettato con la massima diligenza possibile prima dell'emissione.
2. Per i titoli di debito emessi o integralmente garantiti dalle amministrazioni centrali di Stati membri dell'area dell'euro che siano soggetti ad un programma di assistenza finanziaria, il periodo di acquisti nell'ambito del PSPP a seguito di un esito positivo di ciascun riesame del programma è limitato, di norma, a due mesi, a meno che circostanze eccezionali giustifichino una sospensione degli acquisti prima di tale periodo o una prosecuzione degli stessi dopo di esso, e fino all'avvio del successivo riesame.

Articolo 5

Limiti all'acquisto

1. Fatto salvo l'articolo 3, si applica nell'ambito del PSPP un limite relativo alla quota-parte di un'emissione, in base al numero internazionale di identificazione dei titoli (*International Security Identification Number*, codice ISIN), per i titoli di debito negoziabili che soddisfano i criteri indicati nell'articolo 3, dopo aver sommato le quote detenute in tutti i portafogli delle banche centrali dell'Eurosistema. Il limite sarà inizialmente fissato al 25 %, per i primi sei mesi di acquisti, e sarà successivamente rivisto dal Consiglio direttivo.
2. Nel caso dei titoli di debito di cui all'articolo 3, paragrafo 2, lettera c), si applicherà un diverso limite relativo alla quota-parte di un'emissione.
3. Nell'ambito del PSPP si applica un limite complessivo, pari al 33 % dei titoli in circolazione di un'emittente, alla totalità dei titoli di debito negoziabili idonei in relazione alle scadenze indicate nell'articolo 3, dopo aver sommato le quote detenute in tutti i portafogli delle banche centrali dell'Eurosistema.

Articolo 6

Allocazione dei portafogli

1. Sul valore totale dei titoli di debito negoziabili acquistati, idonei ai sensi del PSPP, una quota pari al 12 % è acquistata in titoli emessi da organizzazioni internazionali e banche multilaterali di sviluppo idonee, e una quota pari all'88 % è acquistata in titoli emessi da amministrazioni centrali e agenzie riconosciute idonee. Tale allocazione è soggetta a revisione da parte del Consiglio direttivo. Gli acquisti di titoli di debito emessi da organizzazioni internazionali e banche multilaterali di sviluppo idonee sono effettuati esclusivamente dalle BCN.
2. La quota riferita alle BCN del valore totale di mercato degli acquisti di titoli di debito negoziabili idonei nell'ambito del PSPP è pari al 92 %, e il restante 8 % è acquistato dalla BCE. La distribuzione degli acquisti tra le giurisdizioni è effettuata secondo lo schema di sottoscrizione del capitale della BCE, come indicato dall'articolo 29 dello statuto del SEBC.
3. Le banche centrali dell'Eurosistema applicano un criterio di specializzazione per l'allocazione dei titoli di debito negoziabili da acquistare nell'ambito del PSPP. Il Consiglio direttivo autorizza deroghe ad hoc al criterio di specializzazione qualora considerazioni oggettive impediscano l'attuazione di tale criterio o rendano altrimenti consigliabili degli scostamenti, al fine di raggiungere gli obiettivi complessivi di politica monetaria del PSPP. In particolare, ciascuna BCN acquista titoli idonei degli emittenti della propria giurisdizione. I titoli emessi da organizzazioni internazionali e banche multilaterali di sviluppo idonee possono essere acquistati da tutte le BCN. La BCE acquista i titoli emessi da amministrazioni centrali e agenzie riconosciute di tutte le giurisdizioni.

Articolo 7

Controparti idonee

Sono controparti idonee per il PSPP:

- a) i soggetti che soddisfino i criteri di idoneità per la partecipazione alle operazioni di politica monetaria dell'Euro-sistema, ai sensi della Sezione 2.1 dell'allegato I all'Indirizzo BCE/2011/14; e
- b) ogni altra controparte che sia utilizzata dalle banche centrali dell'Eurosistema per l'investimento dei propri portafogli di investimento in euro.

Articolo 8

Trasparenza

1. L'Eurosistema rende pubblico con cadenza settimanale il valore contabile complessivo dei titoli detenuti nell'ambito del PSPP, nella nota alla propria situazione contabile consolidata settimanale.
2. L'Eurosistema rende pubblica con cadenza mensile la scadenza residua media ponderata, per residenza dell'emittente, delle proprie disponibilità nell'ambito del PSPP, distinguendo le organizzazioni internazionali e le banche multilaterali di sviluppo dagli altri emittenti.
3. Il valore contabile dei titoli detenuti nell'ambito del PSPP è pubblicato sul sito Internet della BCE, con cadenza settimanale, nella sezione relativa alle operazioni di mercato aperto.

Articolo 9

Concessione in prestito di titoli

L'Eurosistema rende disponibili per il prestito i titoli acquistati nell'ambito del PSPP, compresi i pronti contro termine, al fine di garantire l'efficacia del programma stesso.

Articolo 10

Disposizione finale

La presente decisione entra in vigore il giorno successivo a quello della pubblicazione sul sito Internet della BCE. Si applica a decorrere dal 9 marzo 2015.

Fatto a Nicosia, il 4 marzo 2015

Il presidente della BCE
Mario DRAGHI

Allegato 4

DECISIONE (UE) 2020/440 DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA

del 24 marzo 2020

su un programma temporaneo di acquisto per l'emergenza pandemica (BCE/2020/17)

IL CONSIGLIO DIRETTIVO DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA,

visto il trattato sul funzionamento dell'Unione europea, in particolare il primo trattino dell'articolo 127, paragrafo 2,

visto lo statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea, in particolare il secondo comma dell'articolo 12.1, in combinato disposto con il primo trattino dell'articolo 3.1 e all'articolo 18.1,

considerando quanto segue:

- (1) Conformemente a quanto previsto dall'articolo 18.1 dello statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea (di seguito «Statuto del SEBC»), la Banca centrale europea (BCE), insieme alle banche centrali nazionali degli Stati membri la cui moneta è l'euro (di seguito, le «BCN»), ha la facoltà di operare sui mercati finanziari, tra l'altro, comprando e vendendo a titolo definitivo strumenti negoziabili, al fine di realizzare gli obiettivi del Sistema europeo di banche centrali.
- (2) Il programma di acquisto di attività del settore pubblico sui mercati secondari (PSPP), il terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite, il programma di acquisto di titoli garantiti da attività e il programma di acquisto per il settore societario, costituiscono insieme il programma ampliato di acquisto di attività (PAA) della BCE. Il PAA punta a migliorare la trasmissione della politica monetaria, facilitare l'erogazione del credito all'economia dell'area dell'euro, rendere più accessibili le condizioni di finanziamento di famiglie e imprese e supportare la costante convergenza dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 % nel medio termine, in coerenza con l'obiettivo principale della BCE di mantenere la stabilità dei prezzi.
- (3) Considerate le eccezionali circostanze economiche e finanziarie correlate alla diffusione della malattia causata dal Coronavirus (COVID-19), in data 18 marzo 2020, il Consiglio direttivo ha deciso di lanciare un nuovo programma temporaneo di acquisto per l'emergenza pandemica (Pandemic Emergency Purchase Programme) (di seguito il «PEPP») che include tutte le categorie di attività idonee ai fini del PAA. Gli acquisti nell'ambito del PEPP saranno distinti dagli acquisti effettuati nell'ambito del PAA e si aggiungono a questi ultimi, con una dotazione complessiva supplementare di 750 miliardi di euro fino alla fine del 2020. Il PEPP è istituito per rispondere a una crisi economica specifica, straordinaria e acuta che potrebbe compromettere l'obiettivo della stabilità dei prezzi e il corretto funzionamento del

meccanismo di trasmissione della politica monetaria. A causa di tali circostanze eccezionali, in rapida evoluzione e caratterizzate da incertezza, il PEPP richiede un elevato grado di flessibilità nella sua pianificazione e attuazione rispetto al PAA e i suoi obiettivi di politica monetaria non sono identici a quelli del PAA.

La COVID-19 è stata dichiarata pandemica dall'Organizzazione mondiale della sanità ed è la causa di un'emergenza collettiva per la salute pubblica senza precedenti nella storia recente. Essa ha provocato uno shock economico estremo che richiede una reazione ambiziosa, coordinata e urgente delle politiche su tutti i fronti per sostenere le imprese e i lavoratori a rischio. In conseguenza della pandemia, le attività economiche in tutta l'area dell'euro sono in flessione e subiranno inevitabilmente una contrazione significativa, in particolare per l'esigenza di diversi paesi di intensificare le misure di contenimento. Tali misure creano gravi tensioni per i flussi di cassa di imprese e lavoratori e pongono a rischio la sopravvivenza stessa delle imprese e dei posti di lavoro. È altresì chiaro che tale situazione frapponesse ostacoli agli impulsi di trasmissione della politica monetaria e genera ulteriori gravi rischi al ribasso per le relative prospettive inflazionistiche. In tale contesto, il PEPP è una misura proporzionata per contrastare i gravi rischi per la stabilità dei prezzi, per la trasmissione della politica monetaria e per le prospettive dell'economia nell'area dell'euro posti dall'epidemia e dalla crescente diffusione della COVID-19. Il Consiglio direttivo cesserà gli acquisti netti di attività nell'ambito del PEPP quando riterrà che la fase critica della COVID-19 si sia conclusa, ma in ogni caso non prima della fine del 2020.

- (4) Per gli acquisti nell'ambito del PEPP di titoli di debito negoziabili idonei emessi dalle amministrazioni centrali, regionali o locali idonee e dalle agenzie riconosciute, l'allocazione di riferimento tra le giurisdizioni dell'area dell'euro sarà condotta in base allo schema per la sottoscrizione del capitale della BCE delle BCN rispettive di cui all'articolo 29 dello Statuto del SEBC. Un approccio flessibile alla composizione degli acquisti nell'ambito del PEPP è purtuttavia essenziale per impedire che le attuali dislocazioni della curva dei rendimenti dei titoli sovrani aggregata dell'area dell'euro si traducano in ulteriori distorsioni nella curva dei rendimenti privi di rischio dell'area dell'euro, assicurando altresì nel contempo che l'orientamento complessivo del programma comprenda tutte le giurisdizioni dell'area dell'euro. Per rafforzare ulteriormente la flessibilità del PEPP, i titoli di debito negoziabili del settore pubblico con scadenze più brevi di quelli acquistati nell'ambito del PSPP saranno acquistati anche nell'ambito del PEPP.
- (5) In data 18 marzo 2020, il Consiglio direttivo ha altresì deciso che, nella misura in cui alcuni limiti autoimposti possano essere d'ostacolo alle misure che l'Eurosistema è chiamato ad adottare al fine di assolvere il proprio mandato, il Consiglio direttivo prenderà in esame la possibilità di rivedere tali limiti nella misura necessaria a rendere il proprio intervento proporzionato ai rischi da affrontare. Per garantire l'efficacia della presente decisione, il consolidamento di quote di cui all'articolo 5 della decisione (UE) 2020/188 della Banca centrale europea (BCE/2020/9) ⁽¹⁾ non dovrebbe applicarsi alle quote ai fini del PEPP. L'Eurosistema non tollererà di porre in alcun modo a rischio la regolare trasmissione della sua politica monetaria in tutte le giurisdizioni dell'area dell'euro.
- (6) Per quanto riguarda l'idoneità ai fini del PEPP, di titoli di debito negoziabili emessi dal governo della Repubblica ellenica, il Consiglio direttivo ha valutato: a) la necessità di alleviare la pressione derivante dal diffondersi dell'epidemia di COVID-19 che ha gravemente colpito i mercati finanziari greci; b) gli impegni assunti dalla Repubblica ellenica nel contesto della Sorveglianza rafforzata e il monitoraggio da parte delle istituzioni dell'Unione dell'attuazione di tali impegni; c) il fatto che le misure sul debito di medio termine per la Repubblica ellenica attuate attraverso il Meccanismo europeo di stabilità dipendono dall'ininterrotta attuazione di tali impegni; d) l'accesso diretto della BCE alle informazioni sulla situazione economica e finanziaria della Repubblica ellenica derivante dal

coinvolgimento della BCE nel quadro di Sorveglianza rafforzata; ed e) il fatto che la Repubblica ellenica ha recuperato l'accesso ai mercati. Sulla base di tale valutazione, il Consiglio direttivo ha deciso che i titoli di debito negoziabili denominati in euro emessi dall'amministrazione centrale della Repubblica ellenica saranno idonei per gli acquisti nell'ambito del PEPP.

- (7) Il PEPP rispetta pienamente gli obblighi incombenti sulle banche centrali dell'Eurosistema in base ai trattati, compreso il divieto di finanziamento monetario, e non incide negativamente sulle operazioni dell'Eurosistema in conformità al principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza.
- (8) Al fine di assicurare l'efficacia del PEPP, l'Eurosistema chiarisce che accetta un trattamento analogo a quello riservato agli investitori privati, per quanto riguarda i titoli di debito negoziabili del settore pubblico che l'Eurosistema può acquistare nell'ambito del PEPP, in conformità alle condizioni previste da tali strumenti.
- (9) Le operazioni nell'ambito del PEPP dovrebbero essere effettuate in maniera decentrata in conformità alle pertinenti decisioni della BCE, salvaguardando in questo modo l'unicità della politica monetaria dell'Eurosistema. Gli acquisti nell'ambito del PEPP avranno luogo in conformità ai quadri esistenti stabiliti per il PAA, salvo quanto espressamente disposto nella presente decisione.
- (10) In data 18 marzo 2020, il Consiglio direttivo ha deciso di ampliare la gamma di attività idonee ai fini del Programma di acquisto per il settore societario alle carte commerciali non finanziarie, rendendo tutte le carte commerciali di sufficiente qualità creditizia idonee ai fini degli acquisti anche nell'ambito del PEPP.
- (11) Per reagire tempestivamente all'attuale situazione di pandemia, la presente decisione entra in vigore il giorno successivo alla pubblicazione nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea*.

HA ADOTTATO LA PRESENTE DECISIONE:

Articolo 1

Istituzione e ambito del PEPP

1. L'Eurosistema istituisce il programma temporaneo di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme PEPP) quale programma di acquisto distinto, con una dotazione complessiva di 750 miliardi di euro.
2. Nell'ambito del PEPP le banche centrali dell'Eurosistema, salvo che sia altrimenti espressamente disposto nella presente decisione, acquistano:
 - a) titoli di debito negoziabili idonei nell'accezione di cui alla decisione (UE) 2020/188 della Banca centrale europea (BCE/2020/9) e in conformità alle disposizioni della stessa;

- b) obbligazioni societarie e altri strumenti di debito negoziabili idonei nell'accezione di cui alla decisione (UE) 2016/948 della Banca centrale europea (BCE/2016/16) ⁽²⁾ e in conformità alle disposizioni della stessa;
- c) obbligazioni garantite idonee nell'accezione di cui alla decisione (UE) 2020/187 della Banca centrale europea (BCE/2020/8) ⁽³⁾ e in conformità alle disposizioni della stessa;
- d) titoli garantiti da attività (ABS) idonei nell'accezione di cui alla decisione (UE) 2015/5 della Banca centrale europea (BCE/2014/45) ⁽⁴⁾ e in conformità alle disposizioni della stessa.

Articolo 2

Scadenza dei titoli di debito pubblici negoziabili

Per essere idonei all'acquisto nell'ambito del PEPP, i titoli di debito negoziabili, nell'accezione di cui all'articolo 1, paragrafo 2, lettera a), devono avere una scadenza residua minima di 70 giorni e massima di 30 anni al momento del loro acquisto da parte della banca centrale dell'Eurosistema competente. Per facilitare la regolare attuazione, gli strumenti di debito negoziabili con una scadenza residua di 30 anni e 364 giorni sono idonei nell'ambito del PEPP.

Articolo 3

Deroga per i titoli di debito negoziabili emessi dalla Repubblica ellenica

Nonostante i requisiti stabiliti nell'articolo 3, paragrafo 2, della decisione (UE) 2020/188 (BCE/2020/9), i titoli di debito negoziabili denominati in euro emessi dall'amministrazione centrale della Repubblica ellenica sono idonei all'acquisto nell'ambito del PEPP, purché soddisfino i requisiti di cui all'articolo 3, paragrafo 4, della decisione (UE) 2020/188 (BCE/2020/9).

Articolo 4

Importi degli acquisti

Gli acquisti sono effettuati nell'ambito del PEPP nella misura ritenuta necessaria e proporzionata a contrastare le minacce poste dalle straordinarie condizioni economiche e di mercato alla capacità dell'Eurosistema di assolvere il proprio mandato. Affinché la presente decisione di carattere eccezionale risulti efficace, il consolidamento di quote di cui all'articolo 5 della decisione (UE) 2020/188 (BCE/2020/9) non si applica alle quote ai fini del PEPP.

Articolo 5

Allocazione dei portafogli

1. La ripartizione tra le giurisdizioni dell'area dell'euro degli acquisti netti cumulativi di titoli di debito negoziabili emessi dalle amministrazioni centrali, regionali o locali idonee e dalle agenzie riconosciute, è condotta, per consistenza, in base allo schema per la sottoscrizione del capitale della BCE delle rispettive BCN di cui all'articolo 29 dello Statuto del SEBC.
2. Gli acquisti nell'ambito del PEPP saranno condotti in maniera flessibile, consentendo fluttuazioni nella distribuzione dei flussi di acquisto nel corso del tempo, tra classi di attività e tra giurisdizioni.
3. Il Consiglio direttivo delega al Comitato esecutivo il potere di stabilire il ritmo appropriato e la composizione degli acquisti mensili del programma PEPP nell'ambito della dotazione complessiva totale di 750 miliardi di euro. In particolare, la ripartizione degli acquisti può essere adeguata nell'ambito del PEPP per consentire fluttuazioni nella distribuzione dei flussi di acquisto nel corso del tempo, tra classi di attività e tra giurisdizioni.

Articolo 6

Trasparenza

1. L'Eurosistema rende pubblico con cadenza settimanale il valore contabile aggregato dei titoli detenuti nell'ambito del PEPP, nella nota alla propria situazione contabile consolidata settimanale.
2. L'Eurosistema rende pubblici con cadenza mensile gli acquisti netti mensili e gli acquisti netti cumulativi.
3. Il valore contabile dei titoli detenuti nell'ambito del PEPP è pubblicato sul sito internet della BCE, con cadenza settimanale, nella sezione relativa alle operazioni di mercato aperto.

Articolo 7

Concessione in prestito di titoli

L'Eurosistema rende disponibili per il prestito i titoli acquistati nell'ambito del PEPP, compresi i pronti contro termine, al fine di garantire l'efficacia del PEPP.

Articolo 8

Disposizione finale

La presente decisione entra in vigore il giorno successivo alla pubblicazione nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea*.

Fatto a Francoforte sul Meno, il 24
marzo 2020

La Presidente della BCE

Christine LAGARDE