UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE

FACOLTÀ DI ECONOMIA "GIORGIO FUÀ"

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

IL QUANTITATIVE EASING E LA RISPOSTA DELLA BCE ALL'ATTUALE EMERGENZA PANDEMICA

QUANTITATIVE EASING AND THE ECB'S RESPONSE TO THE CURRENT PANDEMIC EMERGENCY

Relatore:
Prof. Roberto Esposti

Rapporto Finale di:
Francesco Menghini

Anno Accademico 2019/2020

INDICE

INTRODUZIONE 1

Capitolo 1: IL QUANTITATIVE EASING

1.1 Definizione di QE 4

1.2 Modalità di trasmissione del QE all'interno dell'economia 6

1.3 Applicazioni di QE a livello internazionale 10

Capitolo 2: IL QE IN EUROPA: struttura, logiche e modalità di implementazione

2.1 L'avvio del QE in Europa 19

2.2 Programmi di acquisto nell'ambito del QE 22

2.3 Acquisto della BCE di titoli di stato (PSPP) 26

2.4 Impatti del QE sul sistemo economico dell'eurozona 28

Capitolo 3: L'EMERGENZA PANDEMICA E LA RISPOSTA DELLA BCE

3.1 Scenario Economico di fronte alla crisi 31

3.2 IL PEPP: il programma di acquisto di emergenza pandemico 36

3.3 Prospettive di crescita futura nel quadro pandemico 38

Conclusioni 41

Bibliografia 44

INTRODUZIONE

La crisi finanziaria globale iniziata nel 2007 ha causato un enorme squilibrio nei paesi con un aumento sensibile del debito sovrano nelle economie avanzate. L'aumento del debito e la preoccupazione verso un possibile default degli Stati coinvolti, ha innescato serie discussioni su come risolvere il problema.

Tra i paesi dell'Eurozona maggiormente colpiti dalla crisi vi sono Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna (PIIGS), anche se la radice del dissesto economico arriva dagli Stati Uniti dove lo scoppio della bolla dei subprime ha portato al fallimento della Lehman Brothers, una delle più grandi banche di investimento, con conseguente crollo dei mercati mondiali.

Questo elaborato è stato creato con l'obbiettivo di analizzare come le diverse Banche Centrali Internazionali, ma soprattutto la Banca Centrale Europea, sono riuscite attraverso l'adozione di strumenti di politica monetaria, a rialzarsi almeno in parte, dalla recessione indotta dalla crisi.

Viene focalizzata l'attenzione in uno strumento di politica monetaria in particolare noto come "Quantitative Easing" (QE).

Il QE rappresenta una politica monetaria espansiva di tipo non convenzionale che consiste in un'espansione del bilancio della banca centrale attraverso dei programmi di acquisto di titoli di vario genere; questa politica ha lo scopo di stimolare la crescita attraverso un'influenza sulle aspettative riguardo il tasso d'inflazione.

Queste misure sono state adottate nel 2008, dalle Banche Centrali del Giappone (Bank of Japan, BOJ), del Regno Unito (Bank of England, BOE) e dagli Stati Uniti (Federal Reserve, FED) all'inizio delle fasi di recessione che hanno dovuto affrontare, a seguito dell'inefficacia nell'adozione di politiche monetarie convenzionali.

L'Unione Europea ha pensato di introdurlo soltanto agli inizi del 2015 su iniziativa del presidente della Banca Centrale Europea Mario Draghi tra molte critiche e difficoltà dato che, la mancanza di unione politica ha fatto sì che alcuni stati non fossero d'accordo, oltre alla mancanza di fiducia nel rischiare e osare percorrendo vie alternative.

Nel primo capitolo di questo elaborato viene trattato in maniera approfondita il Quantitative Easing, quali sono i canali che ne vengono influenzati e che impatto ha avuto durante la sua applicazione a livello internazionale, confrontandolo con i diversi paesi che lo hanno introdotto.

Il secondo capitolo vede invece l'unione Europea come protagonista nell'adozione di politiche monetaria non convenzionali e, quindi, sull'APP: infatti, mentre la prima parte è dedicata alla spiegazione delle modalità di attuazione e di trasmissione di questa politica monetaria non convenzionale, oltre a brevi cenni storici riguardante la sua adozione da parte di altre banche centrali, la seconda parte analizza passo dopo passo e nei dettagli l'APP (Asset Purchase Programme) ed in particolare uno dei suoi componenti; il Public Sector Purchase Programme (PSPP).

Nel terzo e ultimo capitolo si passa da un'ottica temporale storica, ad un'ottica attuale; ovvero della grave crisi economica mondiale legata alla pandemia da Covid-19 che si sta manifestando e che si sta espandendo in ogni paese nel mondo. In questo capitolo viene illustrato lo scenario economico europeo e mondiale a seguito delle restrizioni messe in atto da molti paesi, vengono poi analizzate le reazioni da parte delle Banche Centrali e in particolare della BCE con il suo programma di acquisti a seguito dell'emergenza pandemica (PEPP).

Vengono poi fatte delle considerazioni su un futuro assai incerto dato il continuo mutamento della pandemia, su previsioni di crescita molto basse e su una fiducia degli agenti economici in continua diminuzione.

CAPITOLO 1: IL QUANTITATIVE EASING

1.1. LA DEFINIZIONE DI QE

Il Quantitative Easing (QE) è un termine riferito alle modalità non convenzionali che una banca centrale utilizza per intervenire sul sistema economico e finanziario di uno Stato.

Rientra per lo più nelle "manovre" di politica monetaria con l'obiettivo di aumentare sia la crescita sia il sistema generale, compreso quello della produzione.

Il Q.E. implica un processo in cui vi è creazione di moneta in periodi in cui alla base del dissesto vi è una forte crisi.

Tale quantità di moneta è investita nell'acquisto di una serie di titoli obbligazionari emessi dalle banche: in questo modo il loro prezzo aumenta per permettere l'immissione di una maggiore liquidità nel sistema bancario.

Allo stesso tempo, i tassi di interesse tendono a diminuire, in modo tale da permettere ai prezzi di calare, e, grazie a ciò, gli operatori economici sono maggiormente indotti a richiedere prestiti, poiché il loro rimborso sarà più conveniente. Tale meccanismo mette in moto l'economia: consumi e investimenti tenderanno ad aumentare, così come i posti di lavoro.

L'effetto di questa politica permette anche un notevole riequilibrio del portafoglio; con il QE, infatti, le autorità monetarie ritirano dal mercato un'importante quantità di attività finanziarie per trasferirle sul proprio bilancio e con queste condizioni gli investitori privati possono dirottare i propri capitali su altri asset.

In ambito fiscale, inoltre, il Quantitative easing permette il rifinanziamento del debito sovrano di un paese a condizioni molto più vantaggiose. L'acquisto dei titoli di Stato da parte della Banca Centrale permette il rifinanziamento direttamente nel portafoglio di questa, una via per consolidare il debito e permettere maggior stabilità sui mercati finanziari evitando attacchi speculativi.

Il QE viene adottato quando l'economia è in crisi ovvero quando si arriva in una situazione nella quale i tassi di interesse sono stati abbassati fino a zero e non possono scendere oltre, allora per aiutare l'economia si ricorre appunto ad una manovra non convenzionale: invece di agire sul costo del denaro, si agisce sulla quantità di denaro attraverso l'acquisto di titoli da parte della Banca Centrale con conseguente creazione di moneta al fine di incentivare la crescita economica.

Il QE viene anche chiamato 'stimolo monetario' ed è uno strumento in grado di assicurare la permanenza dell'inflazione al di sopra di un certo valore-obbiettivo stabilito.

Il QE a medio-lungo termine è stato introdotto per la prima volta dalla Bank of Japan nel 2001 ed in seguito dalla Federal Reserve e dalla Bank of England successivamente alla crisi finanziaria globale del 2008.

Nel 2014 anche la BCE ha intrapreso la manovra di acquisti di attività finanziarie private e nel mese di gennaio del 2015 ha deciso di estenderla ai titoli pubblici, ma di questo tratterò in modo più approfondito nel capitolo 2

1.2. MODALITÀ DI TRASMISSIONE DEL QE ALL'INTERNO DELL'ECONOMIA

Nell'ambito del mercato finanziario sono 3 i canali direttamente influenzati dall'acquisto di attività finanziarie da parte della Banca Centrale, in primo luogo troviamo il canale dei Rendimenti delle attività oggetto di acquisto che si riducono per due ragioni: la prima e che l'acquisto di tali attività da parte della BC ne riduce la disponibilità sul mercato, con conseguente aumento di prezzo delle stesse e riduzione del rendimento. La seconda ragione si focalizza sulla rischiosità delle attività finanziarie, infatti per gli agenti economici sapere che c'è una BC in grado di acquistarle in qualunque periodo e fase economica le rende ovviamente meno rischiose,

producendo una riduzione delle attese degli operatori economici sui rendimenti dei titoli delle attività acquistate. Infatti rendimento e rischiosità sono direttamente correlati tra loro.

L'altro canale esamina quelli che sono i tassi di interesse sul mercato monetario: l'aumento della liquidita all'interno del sistema da parte della Banca centrale fa sì che i tassi interesse si avvicinano al loro punto più basso, ovvero quello del tasso sui depositi (deposit facility).

Per tassi di interesse sul mercato monetario si intendono i tassi a brevissimo termine (overnight) a cui la BC presta/da a prestito liquidità alle banche. Solitamente una Banca Centrale mette a disposizione alle banche due strumenti di liquidità a

brevissimo termine: il primo anche detto marginal landing facility è un conto in cui la banca centrale presta liquidità agli intermediari finanziari, il secondo viene chiamato deposit facility dove al contrario qui sono le banche a depositare fondi presso la BC, ovviamente il tasso di interesse dei fondi prestati è più alto di quello dei fondi presi a prestito(deposit). Questi due tassi interesse formano un tetto minimo e massimo all'interno del quale oscilla il tasso interesse del mercato monetario overnight (EONIA).

Pertanto uno degli effetti dell'acquisto di attività finanziarie è un abbassamento del tasso di interesse del mercato monetario che tuttavia in un contesto in cui vi è già un eccesso di liquidità e i tassi a brevissimo termine sono già prossimo allo zero lower bound , questo effetto può risultare molto contenuto (Ferrero, 2015).

Il terzo ed ultimo canale inerente sempre ai contesti del mercato finanziario è quello delle aspettative e del clima di fiducia; il solo annunciare della Banca Centrale di adottare misure di politica monetaria capaci di portare il livello dei prezzi in linea con l'obbiettivo stabilito ha come effetto l'aggiustamento delle aspettative degli agenti economici in direzione dell'obbiettivo stesso. Ovviamente tale aggiustamento sarà tanto più forte quanto più credibile sarà la Banca Centrale nei suoi annunci. Un esempio tipico circa la rilevanza della comunicazione e degli annunci nelle decisioni di politica monetaria è la cosiddetta forward guidance della BCE.

(ciatare)Quest'ultime sono informazioni che la Banca Centrale può trasmettere in relazione alle sue future intenzioni per quanto concerne la politica monetaria, in base alla valutazione delle prospettive per la stabilità dei prezzi. Le indicazioni prospettiche rendono molto più efficace la politica monetaria adottata dalla BCE, che ha il principale obbiettivo di mantenere la stabilità dei prezzi all'interno dell'area dell'euro. (citare)

È importante sottolineare anche alcuni effetti indiretti conseguenti all'acquisto di attività, infatti la politica monetaria espansiva agisce anche sul tasso di cambio con conseguente deprezzamento della moneta domestica, infatti la riduzione dei rendimenti sui titoli interni fa si che gli operatori economici modificano il proprio portafoglio acquistando attività in valuta estera (exchange rate channel). L'esperienza empirica ci mostra come l'euro si sia deprezzato notevolmente rispetto al dollaro dall'inizio del programma di Quantitative Easing.

Un altro effetto indiretto dell'alleggerimento quantitativo è il miglioramento dei saldi della finanza pubblica dovuto alla riduzione dei rendimenti dei titoli pubblici, che permette agli Stati una minor spesa per interessi e quindi una riduzione dei costi di finanziamento e di servizio del debito.

Fino ad ora abbiamo parlato dei canali direttamente e indirettamente influenzati dall'acquisto di attività inerenti ai mercati finanziari, ma è importante capire anche che impatto ha il Quantitative Easing all'interno dell'economia Reale.

La presenza di tassi di interesse molto bassi per un periodo di tempo prolungato va ad influenzare le scelte intertemporali di famiglie e imprese (effetto di sostituzione intertemporale), le famiglie avranno più convenienza ad indebitarsi o a risparmiare di meno aumentando i consumi correnti dato che il costo del finanziamento è minore, mentre le imprese sono spinte ad investire maggiormente.

L'effetto complessivo è quello di un aumento della domanda aggregata.

Un ulteriore impatto è il cosiddetto 'effetto competitività': il deprezzamento del tasso di cambio rende i beni prodotti internamente relativamente meno costosi rispetto a quelli offerti dai competitor commerciali. Le imprese nazionali che esportano vedranno aumentare i loro ricavi con effetti positivi su occupazione e PIL.

L'ultimo effetto prodotto dai programmi di acquisto di attività finanziarie all'interno dell'economia viene anche detto "effetto ricchezza finanziaria"; con l'aumento dei prezzi delle attività finanziarie aumenta la ricchezza dei detentori di tali attività, producendo un effetto espansivo all'interno dell'economia reale in termini di maggior consumi e investimenti.

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.

1.3. APPLICAZIONI DI QE A LIVELLO INTERNAZIONALE

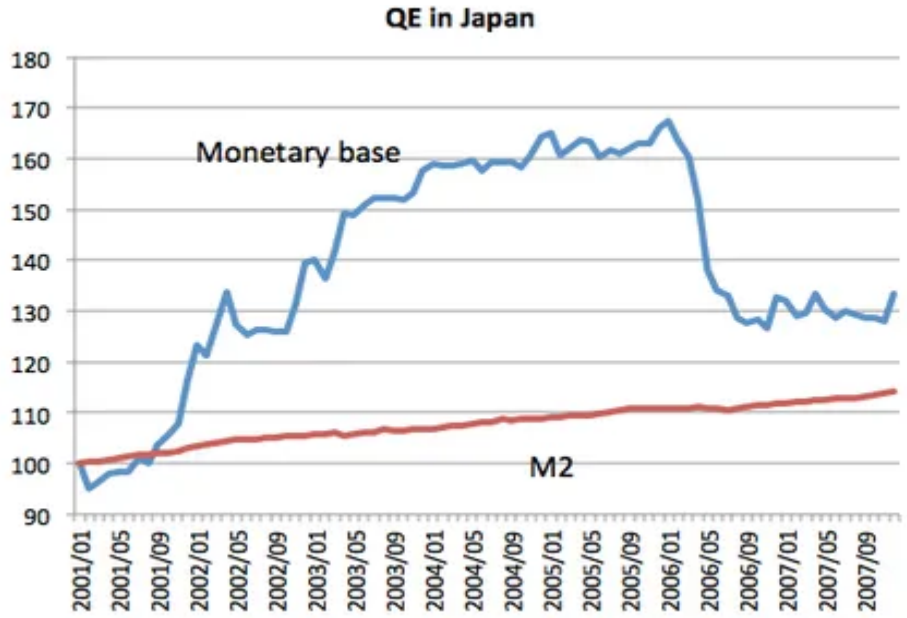
I programmi di QE sono eventi rari che accadono solo in tempi di grave stress finanziario e crisi economica. Vi sono 3 casi importanti a livello internazionale in cui è stata adottata questa politica, in momenti e situazioni diverse tra loro: negli USA, in Giappone e nel Regno Unito.

Il primo paese ad utilizzare questa manovra è stato il Giappone; nel 2001 a causa di un lungo periodo di deflazione e debolezza economica dovuta dalla situazione di "trappola di liquidità" in cui il paese si trovava, la Bank of Japan (BOJ) non potendo più ricorrere a politiche monetarie tradizionali perché inefficaci, fece ricorso nel marzo del 2001 ad un ampio programma di Quantitative Easing. Il programma comprendeva 3 direttrici d'azione: (i) aumentare la base monetaria fissando un obbiettivo quantitativo per i saldi delle partite correnti (CAB) presso la BoJ; (ii) impegnarsi pubblicamente a mantenere un atteggiamento di politica monetaria accomodante fino a quando l'inflazione (misurata dall'indice dei prezzi al consumo) non rimanga stabile ad un tasso pari a zero o superiore; (iii) aumento dell'importo di acquisto dei titoli di stato giapponesi a lungo termine (JGB) per garantire la corretta fornitura di liquidità.

In un primo episodio del QE (QE1) iniziato nel marzo 2001 e concluso nel marzo 2006, la bank of Japan ha acquistato 37 trilioni di yen mediante l'acquisto di titoli di stato (JGB) e attività finanziarie a breve termine, espandendo il proprio bilancio da 115.3 trilioni di yen a 152.3 trilioni di yen. D'altronde, come dimostra la figura

1 ad un incremento notevole della base monetaria non ha corrisposto nessun cambiamento significativo nel trend dell'ampia offerta di moneta M2.

Figura 1: Incremento della base monetaria in Giappone a seguito del Qe



Fonte: Bank of Japan, Economic and Financial Statistics Monthly

Studi riguardanti l'effettiva efficacia di tale programma indicano principalmente come vi sia stato un calo dei tassi di interesse a lungo termine nonché delle aspettative degli agenti economici circa i tassi di interessi futuri. Tuttavia, gli effetti generali sul livello dei prezzi sono stati molto limitati se non nulli, infatti il livello di inflazione è rimasto costante per tutto il quinquennio. Una potenziale spiegazione deriva dal fatto che gli agenti economici si aspettassero che prima o poi il programma sarebbe stato interrotto con una equivalente politica monetaria

restrittiva: l'effetto inflazionistico dell'espansione della base monetaria è stato neutralizzato dall'effetto deflazionistico della futura contrazione della base monetaria attesa. (Ugai, 2007)

Negli anni successivi alla crisi del 2008 sono state varate diverse manovre di stimolo monetario tra cui un programma di acquisto di titoli pubblici e privati per 5 trilioni di yen al mese avviato nel 2010.

Il cambio di rotta è avvenuto con l'introduzione del cosiddetto Abenomics, un mix di politiche fiscali e monetarie introdotto dal primo ministro Shinzo Abe, eletto nel dicembre del 2012.

La BOJ ha operato un netto incremento degli acquisti di titoli, con l'obbiettivo di stimolare la ripresa dell'inflazione, deprezzare lo yen così da rendere più competitivo il paese da un punto di vista commerciale con l'aumento delle esportazioni e, infine, permettere al governo di finanziare un pacchetto di stimoli fiscali.

Il 4 aprile 2013 ha reso noto un nuovo approccio di politica monetaria che punta a mettere fine alla deflazione, il QQE (Quantitative and Qualitative Easing). Con questo nuova procedura la Bank of Japan sottolinea l'importanza dell'obbiettivo della stabilità dei prezzi del 2% da raggiungere il prima possibile, con un orizzonte di due anni circa; accompagnato anche da un notevole aumento della base monetaria di circa 60-70 trilioni di yen l'anno mediante l'acquisto di titoli di stato giapponesi e degli exchange-traded fund (ETF) detenuti dalla banca centrale. Il nuovo

approccio opererà secondo tre canali: in primis acquistando attività finanziarie la Boj si attende una diminuzione dei tassi di interesse lungo tutta la curva dei rendimenti (canale del tasso di interesse). In secondo luogo, ci si aspetta che questi cambiamenti vadano ad incoraggiare le istituzioni finanziare e gli investitori istituzionali a ribilanciare i loro portafogli incrementando la quantità di prestiti o attività rischiose (effetto di ribilanciamento dei portafogli). Infine, come reso noto con forza dalla Bank of Japan, il nuovo approccio rappresenta un impegno a raggiungere il prima possibile l'obbiettivo di stabilità dei prezzi e a proseguire su larga scala il programma di acquisto titoli, allo scopo di riorientare in modo decisivo le aspettative degli operatori economici (canale delle aspettative). (BRI, 2013)

Nel contesto odierno il Giappone non è riuscito ad arrivare al target di inflazione del 2% che si era prefissato, oscillando in maniera stagnante tra lo 0.7% e l'1%. Tuttavia, il Giappone è un paese che riesce a crescere anche a buoni livelli, con un tasso di crescita del +1.4% contrastato però da un elevato debito pubblico che si aggira intorno ai 250,00%

Cambiando paese, Il Quantitative Easing americano è passato alla storia come la più grande manovra straordinaria di politica monetaria che è riuscita ad avere impatti sorprendenti nel sistema economico. Molto più ampia, ambiziosa ed efficace del suo antenato giapponese, che non era riuscito a liberare l'economia dalla trappola della stagnazione.

La Federal Reserve (FED) è riuscita a risollevare un'economia che era caduta in una pericolosa spirale di crisi; Una recessione, la più grave dalla Grande Depressione, che travolse l'intera economia reale per mezzo del crollo finanziario che aveva stravolto i mercati e messo a rischio il sistema bancario, portando in bancarotta alcune delle più grandi società come quella di Wall Street del calibro di Bear Stearns e Lehman Brothers.

Per questa ragione, a partire dalla fine del 2008, la Fed ha promosso misure di politica monetaria non convenzionali che si sono attuate mediante l'acquisto di titoli nei mercati secondari (QE).

La Banca Centrale Statunitense ha deciso di acquistare titoli garantiti da ipoteche (MBS) e titoli pubblici (Treasuries),

Il programma si è articolato in ben 4 fasi distinte:

Il QE1 che riguarda la prima fase di questo ampio programma è partito nel 2008 con l'acquisto di 100 miliardi di dollari di debito di imprese private e 500 miliardi di MBS; qualche mese dopo, il programma è stato evoluto e ampliato con l'acquisto di 300 miliardi di Treasuries a lungo termine. Dopo un anno e mezzo, nell'agosto del 2010, la Fed comunicò di acquistare altri 600 miliardi di dollari di titoli di stato a lungo termine entro metà del 2011, attraverso interventi su base mensile di entità pari a 75 miliardi di dollari.

Questa nuova manovra, anche detta QE2, si è resa necessaria a causa dell'aumento sensibile della disoccupazione e dei timori di deflazione; l'obbiettivo in questo caso

era quello di ridurre i tassi reali a lungo termine, per favorire una ripresa più robusta accompagnata da una ripresa economica. (Martiis, 2012)

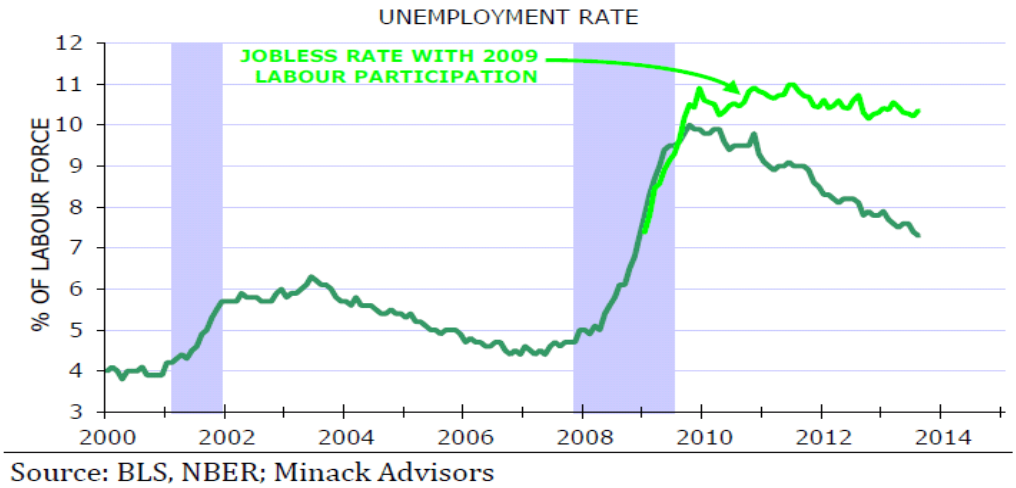
Nonostante gli interventi della Federal Reserve, i risultati delle due manovre non hanno generato gli obbiettivi programmati, con una crescita economica irregolare, lenta e insufficiente per far ripartire l'economia statunitense.

I deboli risultati dal mercato del lavoro statunitense hanno creato ulteriori dubbi su un rialzamento dei tassi e su un possibile nuovo intervento di iniezione di liquidità da parte della Fed.

Infatti, la disoccupazione a fine QE2 come si nota in figura 2 ha toccato quota 9.1%, registrando il più basso andamento di posti di lavoro da settembre del 2010.

La difficoltà della ripresa economica del paese ha portato la Fed a replicare con una terza ondata di iniezione di liquidità nel settembre del 2012; a differenza del QE1 e del QE2, il QE3 si sostanzia in un meccanismo del tipo "open-ended", ovvero senza alcun limite di importo e scadenza, stabilendo soltanto il ritmo degli acquisti pari a 40 miliardi di MBS al mese.

Figura 2: andamento tasso di disoccupazione nei periodi di QE1,QE2,QE3



Fonte: elaborazione su dati US Bureau of Labor and Statistics

Dopo pochi mesi, la Fed ha deciso anche di acquistare Treasuries a lungo termine pari a 45 miliardi al mese senza sterilizzazione. (Neely, 2013).

A fine 2013 le cose si stavano mettendo meglio dato un miglioramento dei principali indicatori economici del paese, pertanto la Federal Reserve decise di invertire la rotta iniziando un processo di diminuzione degli acquisti dei titoli (tapering).

Le azioni della Federal Reserve hanno avuto importanti conseguenze sull'andamento dell'economia reale: con l'adozione di questi interventi la produzione industriale del paese ha registrato un aumento dell'1%. L'occupazione ha reagito in maniera meno significativa ma sempre in ambito positivo; la crescita è stata infatti pari allo 0.4%.

Le politiche della Federal Reserve hanno avuto successo nell'evitare che il paese scivolasse in una situazione in certi versi simile alla Grande Depressione; secondo alcune analisi infatti se non ci fossero state queste manovre di QE, gli Stati Uniti sarebbero potuti scivolare in una spirale deflattiva (-1%) tra il 2008 e il 2009 accompagnata anche da un calo del PIL di 10 punti percentuali. (Benati, 2013)

L'ultima applicazione di QE di cui tratteremo in breve per non dilungarci troppo in questo capitolo è quella che riguarda l'Inghilterra, anch'essa non risparmiata dalla crisi economica globale che si stava facendo sentire in tutti i paesi del mondo negli anni 2007/2008 e successivamente nel 2010/2011 con la crisi dei debiti sovrani.

Di fronte a questo scenario, il comitato di politica monetaria (MPC) della banca d'Inghilterra ha annunciato nel gennaio del 2009 che avrebbe iniziato a iniettare liquidità direttamente nell'economia attraverso un programma di acquisto chiamato Asset Purchase Facility (APF).

Inizialmente L'APF è stata autorizzata ad acquistare fino a £50 miliardi di asset del settore privato con l'obbiettivo di stimolare i mercati del credito al fine di aumentare la liquidità disponibile per le aziende. Con il peggioramento della situazione economica, nel marzo del 2009, l'MPC ha annunciato un altro programma di acquisti di asset intrapresi dall'APF, ma stavolta finanziati dalle riserve della Bank of England (BOE). Le varie fasi del Quantitative Easing inglese si sono caratterizzate come una sequenza di annunci di target di base monetaria rivisti al rialzo: Un primo piano di acquisti venne introdotto a marzo 2009 per un ammontare

di £75 miliardi; acquisti basati principalmente in titoli di debito pubblico e corporate bond, aumentati poi nel novembre 2009 a £200 miliardi con l'obbiettivo di espandere la base monetaria per "ampliare l'offerta di moneta e generare una domanda coerente con il target d'inflazione".

Dopo un anno di Tapering (cessazione acquisto netto di titoli) da parte della BOE, da ottobre 2011 a ottobre 2012 sono state attuate altre due ondate di Quantitative Easing da £175 mld, il QE2 e il QE3. Il valore totale della misura è stato di £375 mld, circa pari al 22% del PIL nel 2014. Successivamente nel 2016, a seguito del voto sulla Brexit, la banca centrale ha deciso di tagliare di 25 punti base il tasso di riferimento, portandolo allo 0.25% e di iniettare per 18 mesi nuova liquidità nel sistema (QE4). (Deleidi M., 2018)

L'ulteriore misura ultra-espansiva ha avuto effetti rilevanti sull'inflazione, che è tornata a salire negli anni successivi raggiungendo anche picchi del 3%.

La Banca d'Inghilterra, oggi, di fronte alla crisi pandemica che sta mettendo in ginocchio tutte le economie del mondo, sta continuando ad utilizzare il Quantitative Easing come strumento di politica monetaria, attraverso ingenti acquisti di asset sia pubblici che privati per cercare di non far scivolare il paese in una grave recessione.

CAPITOLO 2: IL QE IN EUROPA: STRUTTURA, LOGICHE E MODALITÀ DI IMPLEMENTAZIONE

2.1. L'AVVIO DEL QE IN EUROPA

La crisi finanziaria del 2008-2009 e il conseguente fallimento di Lehman Brothers fecero scaturire un'ulteriore profonda crisi nel 2010-2011, chiamata "crisi dei debiti sovrani", la quale inizialmente colpì i paesi periferici come Portogallo, Irlanda e Grecia, per poi estendersi e raggiungere tutta la sua gravità nel 2011, quando entrarono a farne parte anche Italia e Spagna.

Fin dall'inizio sono state predisposte delle contromisure come ad esempio nel maggio 2010 i paesi dell'eurozona e il Fondo Monetario Internazionale (FMI) hanno varato un prestito di 100mld di euro alla Grecia (primo paese in cui è scoppiata la crisi del debito), successivamente nel novembre dello stesso anno con la crisi del sistema bancario irlandese, le istituzioni europee e lo stesso FMI stabiliscono un aiuto finanziario per un importo pari a 85 mld di euro.

Nel maggio 2011 la cosiddetta "troika" (UE, BCE, FMI), impartisce al portogallo un aiuto di ben 78 mld di euro.

Gli effetti della crisi hanno poi avuto impatto anche nelle dinamiche riguardati le concessioni di credito da parte delle banche; a partire dall'inizio del 2010 si sono registrati, infatti, segnali di irrigidimento degli standard di concessione del credito bancario sia in Europa sia negli USA.

Questa contrazione al credito riguardava sia il rifiuto di accordare nuovi finanziamenti, sia il problema riguardante la concessione di finanziamenti a condizioni tanto onerose, così, da indurre il debitore a rifiutare l'offerta al credito.

La crisi si è manifestata in tutta la sua gravità nel 2011, quando ha investito anche l'Italia, dove i rendimenti dei Btp decennali hanno raggiunti livelli del 7%, con il conseguente innalzamento del costo complessivo di rifinanziamento del debito pubblico. Il differenziale di rendimento rispetto al Bund Tedesco (Spread) è passato in pochi mesi, come si può notare in figura 3, da valori inferiori ai 200 punti base a valori superiori ai 500 punti base. Un aumento così voluminoso è stato il risultato dell'effetto combinato da un lato del cosiddetto "flight to quality"; ovvero della preferenza degli investitori verso i titoli tedeschi, considerati più sicuri, dall' altro dell'incremento della percezione del rischio sovrano italiano.

Figura 3: Spread BTP/Bund a 12 anni, differenziale di punti base (100 punti base – 1%)

Fonte: Elaborazione The European House - Ambrosetti su dati Bloomberg, 2018

I timori di un collasso dell'eurozona, con situazioni drastiche non solo in Italia ma anche in Grecia, Spagna, Irlanda e Portogallo, hanno spinto la BCE a ricorrere a politiche monetarie straordinarie.

La prima operazione attuata è stata il Long Term Refinancing Operation (LTRO); erogazione di prestiti da parte della BCE alle banche richiedenti, che in totale tra il 2011 e il 2012 sono state circa 1323, per un ammontare complessivo di circa 1018,72 miliardi di euro. Con questa prima manovra, seppur non considerata un'operazione di Quantitative Easing a pieno titolo, dato che si trattava di prestiti con scadenza a breve e non di espansione monetaria, si è assistito ad una discesa dello spread di circa 100 punti base, contestualmente ad una riduzione dei rendimenti. Inoltre, tra gennaio 2011 e il gennaio 2012 la BCE ha iniziato una politica di progressiva riduzione dei tassi ufficiali, diventati negativi nel 2014.

Gli effetti di questa prima tranche di politiche straordinarie sono stati quasi esclusivamente inerenti al piano finanziario, non riuscendo a stimolare né la ripresa dell'economia né l'inflazione, che è anzi precipitata.

Nel luglio 2014 la BCE ha lanciato il piano di Target Long Term Refinancing Operation (TLTRO), una nuova serie di aste di liquidità per il settore bancario, a ritmo semestrale, vincolate all'emissione di credito a imprese e famiglie.

Nonostante il progressivo abbassamento dei tassi ufficiali e le operazioni di rifinanziamento LTRO E TLTRO, l'inflazione in Europa era lontana dall'obbiettivo

del 2%; Ciò era dovuto su larga scala dalla crisi economica che aveva raffreddato notevolmente i consumi. (Ambrossetti, 2018)

Ed è così che a gennaio 2015 il presidente Draghi ha dunque annunciato un piano di acquisto titoli effettuato direttamente dalla BCE; "L'asset purchase programme" (APP) che è entrato a pieno regime nel marzo dello stesso anno. L'obbiettivo principale era quello di stimolare l'inflazione, i consumi e gli investimenti, cercando di allentare la spirale recessiva che stava travolgendo l'Europa.

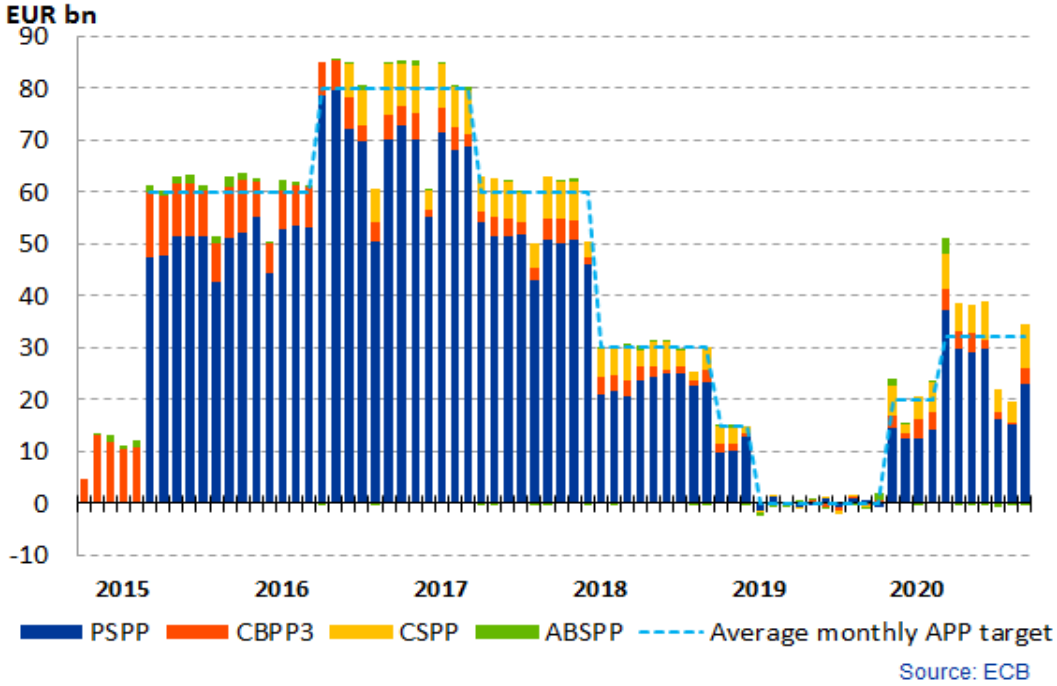
2.2. PROGRAMMI DI ACQUISTO NELL'AMBITO DEL QE

Come accennato nel capitolo precedente, l'Asset purchase programme della BCE fa parte di un pacchetto di misure non convenzionale che comprende anche le operazioni di rifinanziamento a lungo termine, che è stato avviato a metà del 2014 per supportare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e garantire l'adeguato importo di sostegno politico necessario per garantire la stabilità dei prezzi.

Nell'ambito dell'Asset Pourchase Programme (APP) l'Eurosistema conduce quattro programmi di acquisto di titoli pubblici e privati (figura 4):

- Programma di acquisto del settore aziendale (CSPP)
- Programma di acquisto del settore pubblico (PSPP)
- Programma di acquisto di titoli garantiti da attività (ABSPP)
- Terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite (CBPP3)

Figura 4: Programma di acquisti netti nell'ambito del Asset Pourchase Programme



Fonte: European Central Banck

I titoli oggetto dell'APP devono essere stanziabili come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e gli acquisti sono effettuati sia dalla BCE, sia dalle Banche Centrali Nazionali (BCN).

Con il CSPP da giugno 2016 vengono acquistate, sui mercati primari e secondari, obbligazioni di emittenti aventi sede legale in uno dei paesi dell'aera dell'euro e non appartenenti al sistema bancario. I titoli acquistati hanno una scadenza media compresa tra 6 mesi e 30 anni, con esclusione dagli acquisti sul mercato primario e secondario di obbligazioni emesse da imprese pubbliche.

Come si può notare nel grafico 4 sopra riportato, la maggioranza dei programmi di acquisti nell'ambito dell'APP sono incentrati nel Public settore Purchase Programme dove, la Banca d'Italia acquista sul mercato secondario titoli pubblici italiani, con rischio a carico del bilancio dell'istituto. Per gli acquisti effettuati dalla BCE in titoli di Stato, e per gli acquisti di titoli emessi da entità europee sovranazionali, vige il principio della condivisione dei rischi tra le BCN dell'eurosistema in base alla propria quota capitale. (ECB, 2020)

Con riferimento ai Programmi di acquisto del settore pubblico (PSPP) tratterò in maniera specifica, illustrativa e significativa nel paragrafo successivo.

Con il programma di acquisti dedicato agli Asset-backed securities europei (ABSPP), l'obbiettivo della BCE era quello di vivacizzare il debole mercato europeo degli ABS, stimolando le emissioni e quindi il credito verso l'economia reale. L'eurosistema (composto dalla BCE e dalle banche centrali degli stati membri dell'eurozona) ha iniziato ad acquistare ABS tramite quattro manager dedicati, ciascuno dei quali si occupa dell'acquisto di obbligazioni in un determinato settore paese.

Secondo il consiglio direttivo della Banca Centrale Europea, l'ABSPP migliorerà la trasmissione della politica monetaria, faciliterà l'erogazione al credito dell'area dell'euro, genererà ricadute positive su altri mercati e di conseguenza contribuiranno a un ritorno dei tassi di inflazione a livelli prossimi del 2%.

Il programma di acquisto di obbligazioni garantite (CBPP) è stata una sorpresa per i mercati in quel momento, ed è stato il terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite oltre al CBPP1 (2009/2010) e al CBPP2 (2011/2012).

Gli acuisti del CBPP3 sono iniziati alla fine dell'ottobre 2014 e, successivamente, integrati nel 2015 nell'ampio programma di acquisto di attività (APP).

Secondo la logica della BCE accanto ai tre programmi di acquisti sopra illustrati, il CBPP3 avrebbe migliorato ulteriormente l'obbiettivo di stabilità dei prezzi, ovvero il raggiungimento del target di inflazione del 2%.

Nell'ambito del programma di acquisto di attività (APP), la BCE ha acquistato una gamma di attività ad un ritmo compreso tra 15 e 80 miliardi di euro al mese.

I programmi di acquisto dell'Eurosistema hanno conseguenze dirette sui rendimenti dei titoli pubblici e privati oggetto dell'intervento. Ciò, determina un primo effetto sull'economia, poiché lo spostamento verso il basso della struttura dei rendimenti di mercato comporta un miglioramento delle condizioni di offerta del credito stimolando gli investimenti. Gli investitori possono usufruire della liquidità emessa per riequilibrare i loro portafogli verso altre attività finanziarie non direttamente influenzate dagli interventi della Banca Centrale, trasmettendo così l'impulso monetario anche ad altri strumenti di finanziamento del settore privato. (Italy, 2019)

Inoltre, l'aumento del valore della ricchezza delle famiglie indotto dall'aumento dei prezzi delle attività finanziarie può agevolare i consumi.

Gli acquisti nell'ambito dell'APP sono distribuiti nel rispetto della cosiddetta capital key, ossia la quota della partecipazione delle singole banche centrali nazionali nel capitale della BCE (calcolata in base al PIL e alla popolazione dei paesi membri dell'euro).

2.3. ACQUISTO DELLA BCE DI TITOLI DI STATO (PSPP)

La parte più rilevante, sia come impatto sulla trasmissione della politica monetaria che come impegno finanziario, è formata dal *Public Sector Purchase Programme* (PSPP). Circa il 90% degli acquisti dell'APP sono infatti effettuati nell'ambito del programma PSPP.

Il programma prevede che il 10% degli acquisti annuali riguardi titoli emessi da organizzazioni internazionali e banche multilaterali situate nell'Eurozona, mentre il restante 90% è costituito da titoli di stato o obbligazioni emesse da amministrazioni locali o agenzie riconosciute dei paesi membri. Inoltre, tutti i titoli devono avere una scadenza minima di 1 anno e massima di 30 anni al momento del loro acquisto.

Gli acquisti di titoli di stato e obbligazioni è ripartito tra i 19 paesi dell'Area Euro sulla base della capital key; all'Italia che ha un capital key del 17 per cento, va quindi il 17% degli acquisti di titoli di stato, alla Francia il 20,4%, alla Germania il 26.4% e così via.

Inoltre, gli acquisti del PSPP sono effettuati per il 10% dalla BCE stessa e per il restante 90% dalle singole Banche centrali nazionali (BCN), le quali, ognuna di loro, acquista solo titoli emessi nel proprio paese. Il grosso dei titoli pubblici nazionali è quindi nel bilancio della propria banca centrale nazionale, ma una piccola parte è presente anche nel bilancio della BCE.

Gli acquisti avvengono nel mercato secondario, dato che l'art.123 del TFEU vieta alla BCE e alle BCN di acquistare titoli pubblici sul mercato primario; la BCE e la BCN agiscono come normali investitori privati nell'acquisto di titoli, cercando di intervenire nel modo più neutrale possibile rispetto alle condizioni di mercato.

Le due banche centrali devono però fare i conti con alcune restrizioni inerenti all'acquisto di titoli; come il fatto che per ciascun titolo, BCE E BCN non possono acquistare più del 33% del valore totale dell'emissione; questo limite è stato sospeso per gli acquisti del PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme).

Un' altro limite per la BCE e BCN anch'esso sospeso per l'emergenza pandemica in corso, è il fatto che non possono detenere più del 33% del debito pubblico in circolazione di ciascun paese. Inoltre, al fine di salvaguardare la liquidità e funzionalità dei mercati, i titoli detenuti dall'Eurosistema a seguito degli acquisti vengono resi disponibili dalla BCN agli intermediari finanziari attraverso operazioni di prestito titoli. (Frattola, 2020)

Gli acquisti sono iniziati il 9 marzo 2015 e inizialmente dovevano durare almeno fino a settembre 2016, ma, il consiglio direttivo della BCE ha chiarito all'epoca che

il programma era aperto e che gli acquisti sarebbero stati condotti fino a quando la BCE non sarebbe riuscita ad aggiustare il tasso d'inflazione coerente con l'obbiettivo di stabilità di prezzi.

Il programma di acquisto titoli ha impegnato la Banca Centrale ad acquistare titoli di stato di tutti i paesi europei per un valore che varia dai 15 agli 80 miliardi di euro al mese. Il programma si è concluso a metà 2019, ma è ricominciato alla fine dello stesso anno, ed ora più che mai con il PEPP.

2.4. IMPATTI DEL QE SUL SISTEMO ECONOMICO DELL'EUROZONA

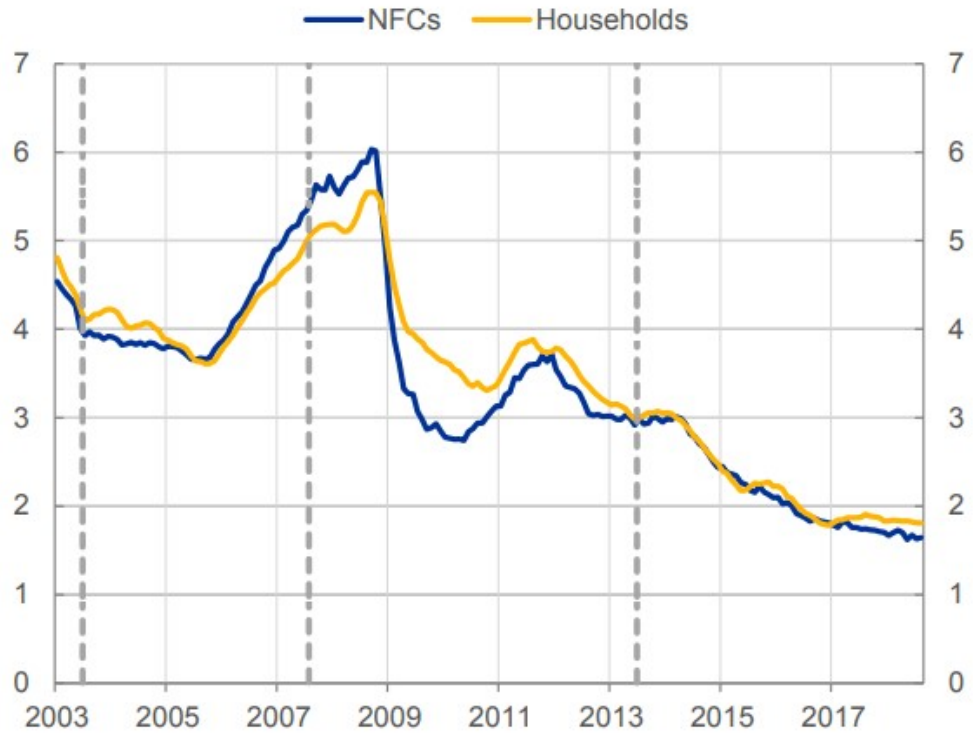
Gli effetti del Quantitative Easing si sono visti principalmente sul mercato dei titoli di stato e sui tassi di finanziamento; in generale, il QE ha avuto un impatto positivo sugli spread dei titoli sovrani in Europa. Infatti, a partire dal 2015, si è vista una confluenza nei rendimenti dei titoli di stato tra i paesi periferici (Portogallo, Spagna, Italia) e i paesi virtuosi (Germania in particolare).

Dall'inizio del QE il costo del denaro per famigli e imprese è notevolmente diminuito; riducendo il costo dei prestiti bancari, la BCE ha incoraggiato i prestiti alle piccole imprese e alle famiglie presenti nella zona euro.

Il grafico n°5 in basso, mostra i tassi di interesse applicati dalle banche sui finanziamenti contratti dalle imprese (linea blu) e famiglie (line gialla) nell'eurozona; i due indicatori mostrano i costi totali sui prestiti bancari per le imprese e per il finanziamento dell'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie.

Questi, sono calcolati aggregando tassi a breve e lungo termine utilizzando una media nei 24 mesi dei volumi dei nuovi affari.

Figura 5:Tassi sui prestiti bancari nell'area dell'euro



Fonte: European Central Bank, Agoust 2018

Ora bisogna capire se il miglioramento delle condizioni creditizie abbia avuto un impatto positivo all'interno dell'Economia Reale.

Possiamo dire che il QE ha temporaneamente salvato l'Eurozona, ma gli effetti reali sono complessivamente molto deludenti; l'euro è sempre a rischio e l'eurozona non è riuscita ad avere importanti impatti sulla crescita.

L'Italia in particolare, pur avendo una fase espansiva, è cresciuta ad un ritmo inferiore rispetto alle altre economie dell'Eurozona, anche rispetto a paesi come Spagna e Portogallo che sono oggetto di attacchi speculativi e crisi del debito.

Infatti, nel periodo che va dal 2015 al 2018 l'area euro è cresciuta dell'8.4% in termini reali, con una media annua pari al 2.04%. A registrare la crescita maggiore è stata la Slovacchia (+14.6%) e subito dopo la Spagna (+12.4%), mentre quelli che hanno registrato una crescita minore sono stati Italia e Grecia. (Il sole 24 ore, 2019) Negli ultimi 4 anni il nostro paese ha avvertito una crescita pari al 4.6%, mentre l'economia Greca è cresciuta del 2,8%.

Anche l'inflazione in Italia ha ripeso a crescere ma con un trend di rialzo inferiore alla media Europea. Infatti, nel 2015, l'inflazione è rimasta molto prossima allo zero, raggiungendo in alcuni momenti anche valori negativi.

Ed è per questo motivo che la BCE ha deciso di rafforzare l'Asset Pourchase Programme, innalzando il tetto degli acquisti netti a 80 miliardi di euro al mese nel 2016. Certamente, l'acquisto di titoli di Stato (PSPP) ha permesso sensibilmente il costo del debito e di gestire la politica fiscale con più pacatezza, aiutando o salvando il settore bancario e i paesi mediterranei.

Secondo alcuni economisti, la Bce ha scelto una strada molto contorta e inefficace per raggiungere l'obbiettivo di inflazione del 2%: secondo la loro opinione infatti, stampare moneta e aumentare le riserve liquide delle banche non comporta per nulla

un aumento del credito nell'economia e quindi un aumento della domanda di beni e servizi con conseguente aumento dell'inflazione.

La crescita delle riserve bancarie, attuata dalla BCE stampando moneta in cambio di titoli di Stato e altri tioli, non comporta per nulla che le aziende e famiglie chiedano prestiti, e se fosse, che la loro richiesta sia accolta dalle banche e che così il nuovo denaro giunga all'economia reale. (Grazzini, 2020)

Comunque, tutt'ora, l'Eurozona è ancora bloccata in un tunnel senza spiragli di luce; l'economia non cresce abbastanza, il rischio di recessione persiste, e il rischio di rottura dell'euro è sempre attuale, ora più che mai con lo scoppio della nuova crisi mondiale causata dal Covid-19.

CAPITOLO 3: L'EMERGENZA PANDEMICA E LA RISPOSTA DELLA BCE

3.1. SCENARIO ECONOMICO DI FRONTE ALLA CRISI

L'economia mondiale sta cadendo in mille pezzi sotto i nostri occhi, oltre alle migliaia di perdite umane che si lascerà dietro, l'incontrollabile pandemia da Covid-19 provocherà perdite economiche significativamente intense.

Il Pil mondiale calerà del 3%, a mettere nero su bianco le previsioni per l'anno 2020 è il Fondo Monetario Internazionale (FMI) che nel suo World Economic Outlook trimestrale cerca di prevedere, attraverso delle stime, i contorni di una crisi senza precedenti che in pochissimo tempo ha stravolto tutto.

Una forte cooperazione multilaterale resta essenziale su più fronti; secondo il FMI, l'assistenza alla liquidità è urgentemente necessaria per i paesi che affrontano crisi sanitarie e carenze di finanziamenti esterni, anche attraverso la cancellazione del debito. (IMF, 2020)

Tra tutti i paesi del mondo che stanno soffrendo a causa di questa terribile pandemia, forse l'occidente è quello che pagherà il prezzo più alto; l'Eurozona perderà il 7.5%, l'Italia in particolare presenterà il risultato peggiore della media Ue (-9.1%). Ma non ne usciranno indenni neanche la Germania, che secondo le stime del FMI perderà il 7%, la Francia il 7.2%, la Spagna l'8%, mentre gli USA conteranno una perdita di 5.9% del Pil.

Quanto durerà questa crisi? Quanto si dovrà aspettare per vedere un miglioramento nei dati di crescita dei paesi? Ovviamente dipenderà dall'andamento della curva epidemiologica, dalle politiche che i governi metteranno in atto per contenerla, ma, soprattutto, quanto ci metteranno i consumatori e le imprese a ricostruire quella fiducia ormai svanita.

Appare evidente che gli effetti della crisi economica sugli investimenti, sul rallentamento demografico e sul minore impatto delle nuove tecnologie sulla produttività sono molto persistenti, tanto che alcuni economisti parlano di "stagnazione secolare".

Concentrandoci all'interno dell'Eurozona, a causa delle rigide misure di confinamento messe in atto attorno alla metà di marzo nella maggioranza dei paesi che ne fanno parte, l'area dell'euro ha registrato una diminuzione del Pil in termini reali pari al 3.8% nel primo trimestre, con uno scenario che arriva al 13% nel secondo trimestre. Gli andamenti successivi hanno un elevato grado di incertezza, che dipendono molto dalle restrizioni che i governi prenderanno in base all'aumento o meno dei contagi.

Uno scenario positivo del Pil è previsto per il 2021 che secondo alcune stime, tornerà a crescere del 5.2% e del 3.3% nel 2022, ma come ho detto in precedenza l'incertezza è molto elevata e dipenderà tutto dal mutamento della pandemia.

Per affievolire l'impatto sulle persone e sull'economia, la commissione europea ha

adottato una risposta economica globale alla pandemia; ha stabilito la piena flessibilità delle norme di bilancio dell'UE, che consentirà agli stati membri di applicare le adeguate misure, discostandosi anche dagli obblighi di bilancio che normalmente si applicherebbero in forza del quadro di bilancio europeo.

La commissione ha, inoltre, approvato un'iniziativa di investimento in risposta al coronavirus con un bilancio di 37 miliardi di euro per fornire liquidità alle piccole imprese e al settore dell'assistenza sanitaria.

Il settore maggiormente colpito è stato il turismo, date le pesanti restrizioni imposte alla circolazione e ai viaggi cancellati a seguito della pandemia da coronavirus; per farlo ripartire la commissione europea il 13 maggio ha proposto alcune misure di sostegno per le imprese turistiche attraverso finanziamenti dell'Ue e liquidità per quelle imprese maggiormente in difficolta. Un'altra risposta alla crisi per evitare la perdita di posti di lavoro è il programma 'SURE', che aiuta gli stati membri a coprire i costi dei regimi nazionali di disoccupazione e misure analoghe che consentono alle imprese di salvaguardare i posti di lavoro, grazie ad un finanziamento fino a 100 miliardi di euro. (European Commision, 2020)

I paesi stanno facendo il possibile, avendo a disposizione diversi strumenti per riattivare l'economia e sostenere la riprese delle attività; le manovre già adottate hanno avuto un impatto positivo, grazie ad un'iniezione complessiva di liquidità che ha superato gli 8 milia miliardi di dollari, rivolte soprattutto alla gestione della

crisi sanitaria e al supporto di famiglie, imprese e a quelle fasce di popolazioni più deboli.

Anche la Banca Centrale Europea con la presidente Christine Lagarde non ha esitato nell'adottare azioni straordinarie di politica monetaria e vigilanza bancaria per attenuare l'impatto della pandemia sull'economia dell'area dell'euro e sostenere tutti i cittadini Europei. Un sostanziale programma di aiuti di cui tratterò in maniera più approfondita nel prossimo paragrafo è il cosiddetto Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), che ha lo scopo di aiutare i cittadini, le imprese e le amministrazioni pubbliche attraverso l'accesso a dei fondi che saranno essenziali per affrontare la crisi. Questo programma va ad integrare i programmi di acquisto di attività messi in atto dalla stessa BCE nel 2014 (APP).

La priorità immediata è contenere la pandemia, soprattutto aumentando la spesa a sostegno dei sistemi sanitari on di evitare di farli andare al collasso, oltre ad aiutare tutti quei settori che durante il periodo di clausura (lockdown) hanno perso ingenti somme di denaro. Ora più che mai ci serve il sostegno da parte delle autorità competenti che devono cercare in tutti i modi di non far scivolare l'economia europea e mondiale in una depressione senza precedenti.

3.2. IL PEPP: IL PROGRAMMA DI ACQUISTO DI EMERGENZA PANDEMICO

La crisi indotta dal lockdown, contromisura adottata per limitare l'avanzata del coronavirus, ha messo in dubbio la stabilità dei paesi europei. Soprattutto dei paesi più deboli come Italia, Spagna e Grecia.

Nel corso di una riunione straordinaria, il 18 marzo 2020 il Consiglio direttivo ha introdotto un nuovo programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica, il cosiddetto "Pandemic Emergency Purchase Programme" (PEPP); azione necessaria da parte della BCE per bloccare il crollo dei titoli di debito. Questo ha evitato il conseguente aumento dello spread, che in quel periodo aveva già iniziato ad aumentare.

Inizialmente questo nuovo programma prevedeva acquisti di titoli pubblici e privati per complessivi 750 miliardi fino alla conclusione della fase critica legata al Covid-19, e in ogni caso per tutto il 2020.

Il 4 giugno 2020 la BCE ha approvato un 'potenziamento' del Pandemich Purchase Programme (Pepp), a causa del peggioramento delle previsioni sul tasso di crescita del Pil e sul tasso d'inflazione dell'Eurozona.

La dotazione del PEPP è passata da 750 miliardi a 1350 miliardi di euro, mentre la durata del programma è stata estesa dalla fine di quest'anno a fine giugno 2021.

Tra l'avvio del programma e la fine di maggio gli acquisti di titoli pubblici italiani nell'ambito del PEPP sono stati pari a 37 miliardi, di cui 34 effettuati dalla Banca

d'Italia; a questi si sono aggiunti quelli nell'ambito dell'APP, pari a 28 miliardi tra inizio marzo e fine giugno, che hanno portato l'ammontare complessivo di acquisti netti di titoli italiani a 399 miliardi di euro. (Nesti, 2020)

Non è la prima volta che la BCE interviene nell'acquisto di tioli di Stato. Lo ha fatto tempi addietro attuando programmi di varia natura, che possono essere ricondotti per la maggior parte, all' APP (Asset Purchase Programme).

Tuttavia, il PEPP a differenza degli altri programmi di acquisto prevede maggior flessibilità, in particolare questo programma presenta alcuni vincoli in meno:

la BCE, infatti, ora può acquistare titoli con scadenza minima a 70 giorni (prima era un anno), inoltre, è venuto meno un altro importante vincolo che faceva parte dei programmi precedenti: il Pepp della BCE non prevede più il vincolo del 'capital key', termine usato per indicare la regola che limita l'acquisto di titoli per un singolo stato in base al contributo nel capitale della BCE.

Infine, la Bce può derogare ad altri limiti di acquisto come, per esempio, il vincolo del 33% per la singola emissione di debito.

Senza ombra di dubbio, le mosse introdotte dalle banche centrali sono state essenziali nell'evitare attacchi speculativi o episodi di 'Panic selling' dovuti dall'estenuante logoramento dei mercati finanziari.

In un'ottica mondiale, quasi tutte le Banche Centrali si stanno comportando nello stesso modo, chi in maniera più incisiva chi meno, la Fed ad esempio, è stata molto

più veloce e incisiva della BCE nell'agire, grazie all'attuazione di programmi di intervento di politica monetaria più "aggressiva".

3.3. PROSPETTIVE DI CRESCITA FUTURA NEL QUADRO PANDEMICO

La recessione in cui stiamo vivendo, avrà intense ripercussioni sul mercato del lavoro; rispetto ad altri paesi gli effetti sull'occupazione sono contenuti in Italia dalla sospensione dei licenziamenti e dell'ampio ricorso alla Cassa integrazione guadagni, che ha coinvolto finora sette milioni di lavoratori.

La caduta dell'attività economica colpirà in particolar modo noi giovani che ci addentriamo per la prima volta nel mondo del lavoro, con ripercussioni nelle famiglie a reddito basso che a causa dei limiti di liquidità non riescono a mantenere uno standard di vita accettabile.

Altri settori direttamente colpiti come sottolineato in precedenza, sono il turismo, per cui secondo bankitalia si prospetta "un recupero solo parziale a inizi 2021"; la ristorazione, che a causa della chiusura forzata da parte del lockdown generale e successivamente, con la riapertura, restrizioni molto 'severe', ha subito ingenti danni economici che solo in parte sono stati recuperati.

In queste situazioni di emergenza si fa avanti la necessità di attuare una serie di iniziative straordinarie per contrastare la diffusione del coronavirus ed evitare il tracollo del mercato unico.

Secondo alcune previsioni dell'Istat, presentate su ipotesi riguardanti lo scenario economico attuale, si prevede una marcata contrazione del Pil a fine 2020 (-8.3%) e una ripresa parziale nel 2021; nell'anno corrente la caduta del Pil sarà dovuta principalmente dal calo della domanda interna, condizionata dalla caduta dei consumi delle famiglie (-8-7%), e dal crollo degli investimenti (-12.5%).

Anche l'occupazione lascerà un segno negativo, che è prevista evolversi in linea con il Pil, con una brusca riduzione a fine 2020 (-9.3%) e una ripresa nel 2021 (4.1%). (ISTAT , 2020).

Concentrandoci nel nostro paese, l'Italia ha avuto enormi difficoltà nel fronteggiare i provvedimenti sul lockdown indotti dalla pandemia da covid-19; secondo i dati Istat, infatti, oltre ad un calo delle vendite al dettaglio (-11.4%), si possono osservare scenari negativi anche nelle esportazioni verso i mercati extra-Ue (-37.6%), sull'occupazione (-274 mila unità) e un ulteriore riduzione dei prezzi alla produzione sul mercato interno (-3.4%).

I primi segnali di ripresa si sono visti nel mese di maggio a seguito della graduale ripresa delle attività produttive, ma non incisivi nel recuperare la fiducia di imprese e famiglie, che si è mantenuta su livelli molto bassi.

Il percorso di ripresa secondo alcune analisi, produrrà effetti positivi nel 2021, quando il Pil è previsto tornare ad aumentare (+4.6%) grazie al contributo della domanda interna. Tuttavia, nonostante la ripresa, il quadro macroeconomico nella crescita del 2021 risulta inferiore a quello del 2019.

Tutte queste ipotesi sono alla base di considerazioni positive sull' evoluzione della pandemia; al giorno d'oggi, si sta assistendo ad un lento e significativo aumento dei contagi in tutto il mondo, con nuove restrizioni messe in atto da molti paesi.

Di certo questo scenario attuale non mette nelle condizioni di poter dire con certezza che si potrà assistere ad una ripresa nel prossimo anno; bisognerà aspettare un vaccino, che sarà in grado di darci quella sicurezza oramai svanita, così da tornare ad essere fiduciosi verso il mondo che ci circonda.

CONCLUSIONE

In questo elaborato si sono analizzate le principali politiche monetarie adottate dalle Banche Centrali ed in particolare dalla Banca Centrale Europea, in uno scenario in cui gli effetti della crisi scoppiata inizialmente nel 2008 con il fallimento della lehman brothers negli Stati Uniti d'America, successivamente accompagnata dalla crisi del debito sovrano Europeo e attualmente dalla crisi mondiale dovuta alla pandemia da Covid-19, svolgono un ruolo di protagonisti in un'economia mondiale stagnante.

Si è visto che in situazioni di tassi di interesse molto bassi, a causa di politiche monetarie espansive già attuate, si entra in una situazione di blocco economico dove l'adozione di misure convenzionali di politica monetaria non riescono più a garantire un efficace risultato macroeconomico, ed è per questo che le Banche centrali hanno dovute ricorrere ad una politica monetaria ultra espansiva mediante l'utilizzo di strumenti non convenzionali; uno di questi è il "Quantitativa Easing".

Nell'elaborato si tratta delle diverse esperienze di QE sia a livello Europeo, sia a livello internazionale, cercando di far capire come questa manovra è riuscita, almeno in parte, a creare quelle condizioni di ripresa economica che con le precedenti politiche convenzionali adottate non si riuscivano ad ottenere.

Si è visto ad esempio per la BCE, che l'unico modo per stimolare l'economia reale e per raggiungere l'obbiettivo di inflazione al 2% è immettere ingenti quantità di liquidità nell'economia, mediante l'acquisto di titoli di stato o di obbligazioni di

imprese private da parte delle banche nazionali; con questa manovra si sono analizzati dei risultati positivi in termini di variabili macroeconomiche e finanziarie, stimolando i consumi di imprese e famiglie.

Il punto su cui vorrei soffermarmi maggiormente riguarda l'economia mondiale di oggi, abbiamo visto come il QE tra critiche e dibattiti economici è riuscito a dare dei segnali di speranza nelle economie di ogni paese.

Anche oggi sarà così? D'innanzi alla letale crisi economia, sociale e umanitaria che stiamo vivendo a causa del Covid-19 riuscirà il mondo ed in particolare l'Europa a vincere? Un gran passo avanti è stato fatto dalla BCE con a capo Christine Lagarde, che con il Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) è riuscita ad immettere nel sistema economico Europeo enormi quantità di denaro, al fine di aiutare quei paesi che si trovano in crisi di liquidità dovute dai confinamenti e dalle chiusure attuate a seguito della pandemia.

Dall'inizio della pandemia e d'ora in poi nei mesi che verranno, e poi ancora negli anni successivi, siamo e saremo in attesa di vedere quali saranno gli esiti e gli effetti di questo Quantitative Easing intrapreso ormai da tutti i paesi del mondo.

Un ulteriore problema da cercare di risolvere, collegato sempre alla crisi che stiamo combattendo, è quello legato all'occupazione, in particolare quella giovanile.

Mentre prima molti giovani, non riuscendo a vedere una prospettiva per il loro futuro, scappavano dal loro paese per trovare una sistemazione sicura e definitiva altrove, ora non è più possibile.

Il virus circola in ogni parte del mondo, e le restrizioni attuate dai diversi governi non consentono spostamenti internazionali.

La disoccupazione aumenta in modo vertiginoso a causa dei fallimenti di molte attività che non sono riuscite a reggere il peso della crisi; serve sostegno concreto da parte delle autorità che devono attuare qualunque misura in grado di salvaguardare a livello economico e di salute il cittadino.

Ci troviamo di fronte ad un Europa in cui si respira un'aria di sfiducia e di rassegnazione generale, tutto questo fa perdere l'aspirazione a quello slancio in avanti che è lo stimolo necessario a reagire e contrastare questa insaziabile crisi di cui stiamo parlando costantemente.

BIBLIOGRAFIA

Ambrosetti C., *La fine del Quantitative Easing in Eurupa e impatti sull'italia,* The European House, Ambrosetti, 2019: https://www.ambrosetti.eu/ricerche-e-presentazioni/quantitative-easing/

Andolfatto D., *Quantitative Easing in Japan: Past and Present,* Economic Synopses, n°1, 2014: https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/es/14/ES_1_2014-01-10.pdf

Banca d'Italia, eurosistema., *Programmi di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema,2020: https://www.bancaditalia.it/*

Bank of Japan., *Monetary Policy Statement, March 2001: www.boj.or.jp/en/announcements/release_2001/k010319a.htm*

Bank of Japan*., Expansion of the Quantitative and Qualitative Monetary Easing.* Monetary Policy Statement October 2014: https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2014/k141031a.pdf

Barrie J., *The impact of quantitative easing on financial markets in the United Kingdom,* 2015

Battaglia A., *Quantitative Easing: quando è iniziato, storia,* Wall Street Italia, Maggio 2020: https://www.wallstreetitalia.com/quantitative-easing-quando-iniziato-storia/

Bernanke S., *The crisis and the policy Response,* Federal Reserve board, 2009: https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm

Corsaro S., *Un bilancio del Quantitative Easing della Fed*, FinRiskAlert, 9 ,2014: https://www.finriskalert.it/

Cova P., Ferrero G., Questioni di Economia e Finanza. *Il programma di acquisto di attività finanziarie per fini di politica monetaria dell'Eurosistema.* Banca d'Italia, n° 270, 2015: https://www.bancaditalia.it/media/notizia/questioni-di-economia-e-finanza-n-270/

De Martis A., *Quantitative Easing: una ricetta per uscire dalla crisi,* Quadrante Futuro, dicembre 2012: https://www.quadrantefuturo.it/congiuntura/quantitative-easing-una-ricetta-per-uscire-dalla-crisi.html?tmpl=component&print=1&layout=default

Deleidi M., Mazzucato M., *The effectiveness, and impact of post-2008 UK monetary policy,* UCL, agosto 2018: https://www.ucl.ac.uk/bartlett/public-purpose/sites/public-purpose/files/iipp-pb-03-qe-16-08-2018.pdf

Di Donfrancesco G., *FMI: recessione globale nel 2020,* il Sole 24 ore, 14 aprile 2020: https://www.ilsole24ore.com/art/fmi-recessione-globale-2020-3percento-e-l-italia-pil-calo-9percento-ADWExyJ

European Central Bank, Eurosystem, *Asset Purchase Programme*, 2020: https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html

European Central Bank, Eurosystem, *ECB announces expanded asset purchase programme,* gennaio 2015:

https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html

European Commission, *Jobs and economy during the coronavirus pandemic, 2020:* https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/health/coronavirus-response/jobs-and-economy-during-coronavirus-pandemic_en

Frattola E., *Come funzionano gli acquisti di titoli pubblici della BCE, OCPI, 2020: https://osservatoriocpi.unicatt.it/*

Glick R., Leduc S., *Central Bank Announcements of Asset Purchases and the Impact on Global Financial and Commodity Markets, Working Paper, n° 30: https://www.frbsf.org/economic-research/publications/working-papers/*

Istat, le prospettive per l'economia italiana nel 2020-2021, 8 giugno 2020:

https://www.istat.it/it/archivio/239854

Lombarda G., *La crisi dei debiti sovrani*, Millenials*,* marzo 2018:

https://www.millennialsofficial.com/

Melms M., Rudolf F., programma di acquisto di covered bond 3: implicazioni per i mercati primari e secondari, Notizia, 2017:

https://hypo.org/ecbc/publications/fact-book/

Merli A., *Bce, lunedì è il «Qe-day»,* Il Sole 24 ore, 2015:

https://st.ilsole24ore.com/art/mondo/2015-03-06/bce-lunedi-e-qe-day-082951.shtml?uuid=AB8bz44C

Merli A., *È partito il grande Qe all'europea,* Il Sole 24 ore, 2015: https://st.ilsole24ore.com/art/mondo/2015-03-10/e-partito-grande-qe-all-europea-063558.shtml?refresh_ce=1

Nesti S., Pasqualone F.*, le misure di politica monetaria dell'eurosistema in risposta all'emergenza causata dalla pandemia di covid-19 e il contributo della banca d'Italia*, Banca d'Italia, Eurosistema, 24 luglio 2020: https://www.bancaditalia.it/media/notizia/le-misure-di-politica-monetaria-dell-eurosistema-in-risposta-all-emergenza-causata-dalla-pandemia-di-covid-19/