



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

***QUANTITATIVE EASING, CONSEGUENZE
DELL'UTILIZZO PROLUNGATO E CONSISTENTE DI
POLITICHE MONETARIE ESPANSIVE NON
CONVENZIONALI***

***QUANTITATIVE EASING, CONSEQUENCES OF
PROLONGED AND CONSISTENT USE OF
UNCONVENTIONAL EXPANSIONARY MONETARY
POLICIES***

Relatore:
Prof. Roberto esposti

Rapporto Finale di:
Michela Riccardi

Anno Accademico 2022/2023

INDICE

Introduzione	2
Capitolo 1 Politica monetaria espansiva: Quantitative Easing	3
1.1. Modello AS-AD	3
1.2. Politica monetaria	4
1.3. politica monetaria accomodante (mix di politica economica)	6
1.4. Monetary policy rules (regole di politica monetaria)	7
1.5. Azioni e leve di politica monetaria	8
1.6. Operazioni di mercato aperto	9
1.7. Quantitative Easing	10
1.8. Canali di trasmissione del Quantitative Easing	11
Capitolo 2 Quantitative Easing in Europa: Storia e funzionamento	13
2.1. La grande recessione	13
2.2. Crisi dei debiti sovrani	14
2.3. Programmi di acquisto	15
2.4. Public Sector Purchase Programme (PSPP)	18
2.5. Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP)	19
2.6. Effetti dell'Asset Purchase Program (APP)	20
Capitolo 3 Stop al Quantitative Easing: attualità sulla manovra di politica economica	23
3.1. Portafoglio BCE	23
3.2. Inflazione post-pandemica	25
3.3. Normalizzazione della politica monetaria	26
3.4. Transmission Protection Instrument (TPI)	27
Conclusione	29
Bibliografia	30
Sitografia	31
Ringraziamenti	32

INTRODUZIONE

La politica monetaria espansiva e il Quantitative Easing rappresentano una parte centrale delle strategie adottate dalle banche centrali in tutto il mondo per affrontare le sfide economiche e finanziarie. Queste politiche hanno assunto una rilevanza crescente a partire dalla crisi finanziaria globale del 2008 e hanno continuato a giocare un ruolo significativo nella gestione delle economie, soprattutto nell'ambito dell'Unione Europea (UE). Il primo capitolo di questa tesi fornisce una panoramica tecnica della politica monetaria espansiva e le sue regole, andando ad introdurre il concetto di Quantitative Easing: analizzeremo i meccanismi attraverso i quali esso si trasmette influenzando l'economia attraverso effetti sui mercati finanziari, sul sistema bancario e sull'economia reale. Nel secondo capitolo, esamineremo la storia del Quantitative Easing, tracciando l'evoluzione di questa politica monetaria espansiva e più nel dettaglio saranno descritti i programmi di acquisto istituiti dalla Banca Centrale Europea (BCE). Questa analisi storica ci permetterà di comprendere meglio il contesto in cui il Quantitative Easing è stato adottato e i risultati ottenuti. Il terzo capitolo, infine, si concentra sulle decisioni prese negli ultimi anni dalla BCE con lo scopo di normalizzare la politica monetaria e ristabilire l'equilibrio che è mancato a causa dei vari shock che hanno colpito l'Europa e tutto il resto del mondo. Questo capitolo illustrerà quindi il modo con cui l'Europa, dopo la crisi pandemica e dopo la crisi causata dall'inizio della guerra Russo-Ucraina, ha deciso di agire: parleremo dell'approccio ponderato che ha scelto di utilizzare nel gestire lo stop agli acquisti, riflettendo con questo, l'importanza di evitare impatti negativi sui mercati finanziari e sull'economia reale. In definitiva, questa tesi mira a esaminare l'evoluzione del Quantitative Easing nell'Unione Europea, analizzando il suo impatto e sottolineando l'importanza delle decisioni politiche nel mantenere la stabilità finanziaria e nell'agevolare un ritorno sostenibile alla normalità economica dopo anni di pratiche espansive.

Capitolo 1

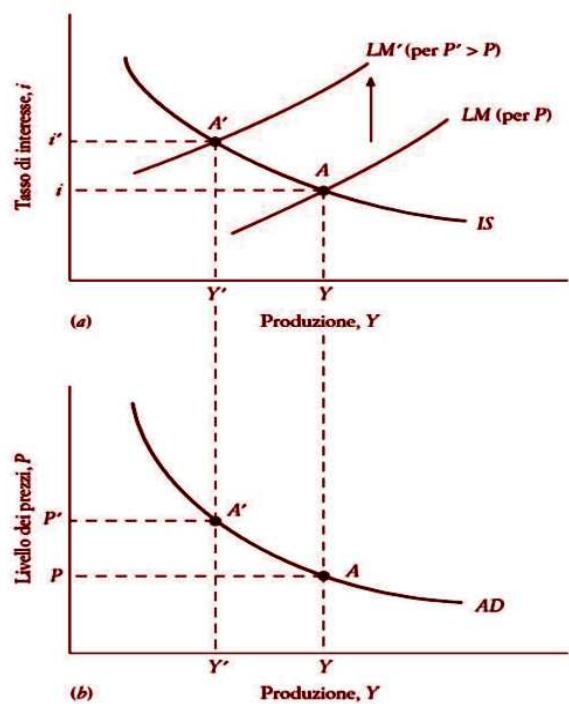
POLITICA MONETARIA ESPANSIVA: QUANTITATIVE EASING

1.1. Modello AS-AD

Il modello AS-AD (Aggregate Supply - Aggregate Demand) è un modello economico-matematico utilizzato per rappresentare e studiare l'equilibrio del mercato dei beni/servizi, l'equilibrio del mercato finanziario e l'equilibrio del mercato del lavoro, in economia chiusa. Il modello è di tipo deterministico statico con obiettivi fissi ciò significa che esso non è in grado di cogliere gli aspetti di incertezza o dinamicità, ma è in grado di far risaltare aspetti come la controllabilità e l'efficacia della politica economica (PE). La controllabilità consiste nella capacità della PE di portare il sistema verso un valore determinato (obiettivo fisso, y^*) grazie alle variabili strumento a disposizione. L'efficacia invece è rappresentata dall'impatto che la variabile strumento ha su quella obiettivo. La necessità di avere uno strumento con leve manovrabili, al fine di perseguire gli obiettivi, ha portato gli economisti a creare il modello AS-AD (modello di sintesi).

Figura 1.1- Costruzione curva AD

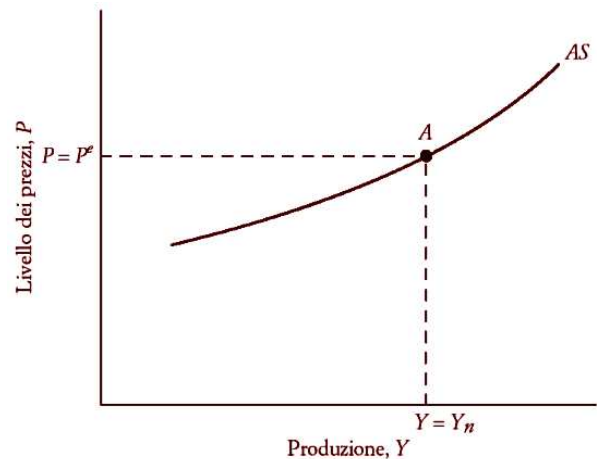
- Dal lato della domanda: la funzione AD rappresenta la relazione tra i prezzi e le quantità di beni e servizi. La curva viene ricavata dall'intersezione tra IS (cioè la curva che rappresenta l'equilibrio del mercato dei beni e quindi dei consumi e degli investimenti) e la LM (la curva che rappresenta l'equilibrio del mercato finanziario e quindi della domanda e dell'offerta di moneta). Attraverso uno spostamento dei prezzi è possibile quindi ricavare dall'equilibrio



IS-LM, la curva di domanda aggregata AD (come si può notare nel grafico sovrastante¹).

Figura 1.2- Curva AS

- Dal lato dell'offerta: la funzione AS rappresenta il legame funzionale tra i prezzi e le quantità prodotte condizionati ed è data dall'equilibrio del mercato del lavoro (equilibrio tra chi offre e domanda lavoro).



Il modello AS-AD riesce a distinguere due politiche economiche e le rispettive leve: la politica fiscale che ha come leve la spesa pubblica e l'imposizione fiscale (tasse) e la politica monetaria che ha invece il tasso d'interesse e l'offerta di moneta.

1.2. Politica monetaria

L'autorità monetaria (banca centrale) deve garantire gli equilibri macroeconomici desiderabili. Attraverso gli obiettivi della politica monetaria, che riguardano i fallimenti di mercato (ad esempio iper-inflazione o deflazione), le banche centrali lavorano sotto vincolo di un mandato all'interno del quale troviamo, come obiettivo finale, la stabilità dei prezzi e gli obiettivi intermedi che stabiliscono i livelli delle leve manovrabili. Gli obiettivi intermedi vengono poi raggiunti grazie ai cosiddetti obiettivi operativi, cioè ciò che la banca fa giornalmente.

¹ Il grafico rappresenta una situazione nel quale il prezzo aumenta, viene quindi "distrutta" moneta con conseguente riduzione dell'offerta reale della stessa e la curva LM si contrae spostandosi verso l'altro a sinistra.

Abbiamo due tipi di politica monetaria che la banca centrale, muovendo le proprie leve, può applicare:

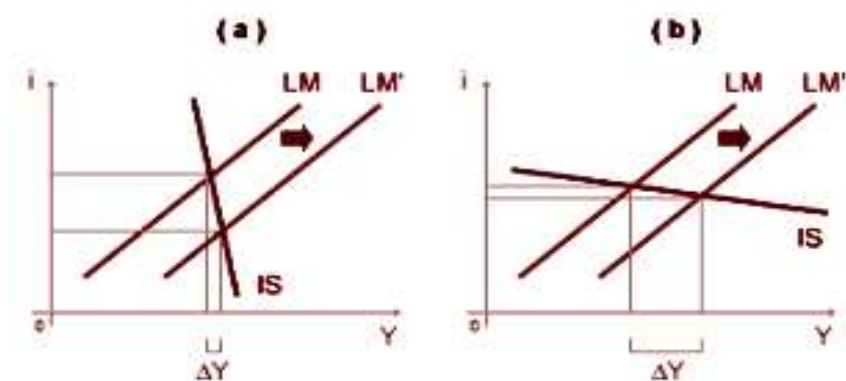
- Stretta fiscale: si intende quella politica nella quale l'offerta di moneta viene diminuita con l'obiettivo di contrastare un'eccessiva inflazione e/o per accompagnare una politica fiscale restrittiva²;
- Espansione monetaria: si intende quella politica nella quale l'offerta di moneta viene aumentata con l'obiettivo di contrastare fasi recessive, di deflazione e accompagnare una politica fiscale espansiva³.

La politica monetaria è caratterizzata dal cosiddetto “meccanismo di trasmissione”: quel meccanismo per il quale la politica monetaria ha un impatto reale grazie allo spostamento del tasso d'interesse tramite la curva IS. Al contrario, se non ci fosse questo meccanismo l'offerta di moneta in sé, non sarebbe in grado di influenzare direttamente né domanda né offerta di beni e servizi, quindi il tasso d'interesse non si abbasserebbe e non aumenterebbero gli investimenti, il consumo e la produzione. La politica monetaria è massimamente efficace in corrispondenza di una grande risposta degli investimenti al tasso d'interesse (quindi di un grande effetto reale) e questo accade quando la curva IS è piatta.

² Politica fiscale restrittiva: detta anche contrazione fiscale e si riferisce a tutte quelle scelte attuate dallo Stato per rientrare da un eccessivo deficit-debito e/o rendere sostenibile il debito e/o contenere un'espansione eccessiva della domanda che provoca eccessiva inflazione. Le scelte riguardano quindi o una diminuzione della spesa pubblica o un innalzamento dell'imposizione fiscale.

³ Politica fiscale espansiva: si riferisce a tutte quelle scelte attuate dallo stato per rilanciare la domanda e quindi la crescita contrastando così fasi recessive-depressive, iper-disoccupazione o deflazione. Le scelte riguardano quindi un aumento della spesa pubblica o un abbassamento dell'imposizione fiscale.

Figura 1.3- Efficacia della politica monetaria rispetto ad una curva IS più o meno piatta



I fattori, però, che rendono la politica monetaria efficace sono gli stessi che rendono inefficace la politica fiscale, e viceversa: bisogna quindi coordinare le due politiche attraverso la politica monetaria accomodante.

1.3. Politica monetaria accomodante (mix di politica economica)

La politica monetaria accomodante è quella politica che combina le manovre di politica fiscale e quelle di politica economica e si utilizza per tre motivazioni principali:

- se è massimamente efficace una politica l'altra lo è minimamente;
- una politica può coprire gli effetti negativi o esaltare gli effetti positivi dell'altra. Un esempio: una manovra di politica monetaria espansiva è in grado di riequilibrare il tasso d'interesse in modo da ridurre, o evitare, l'effetto spiazzamento⁴ che una politica fiscale espansiva crea;
- il sistema con la politica monetaria riesce a ricevere prima un segnale che con la politica fiscale non arriverebbe subito. Le due politiche infatti non sono sincrone: la politica fiscale agisce con tempi più lunghi rispetto quella monetaria, questo perché essa deve cambiare le abitudini economiche sui consumi, investimenti e redditi e

⁴ Effetto spiazzamento: consiste nella riduzione della spesa privata (ovvero della domanda privata di beni di consumo e soprattutto di investimento) determinata da una politica fiscale espansiva.

richiede tempo al contrario della politica monetaria dove la domanda di moneta si aggiusta velocemente all'offerta.

Il motivo per il quale nella storia la politica monetaria è stata accomodante è che essa serve a finanziare la politica fiscale che lavora in deficit/debito che poi viene immesso nel mercato sotto forma di titoli del debito pubblico, a loro volta acquistati dalle banche e dalla banca centrale.

1.4. Monetary policy rules (regole di politica monetaria)

La banca centrale ha due leve a disposizione per raggiungere i propri obiettivi: offerta di moneta e tasso d'interesse. Può infatti scegliere tra le seguenti strategie:

- Monetary targeting: strategia nella quale la banca centrale fissa l'offerta di moneta;
- Interest rate targeting: strategia nella quale la banca centrale fissa il tasso d'interesse.

La fissazione di quest'ultimo può essere fatta in due modi:

- interest rate pegging: il tasso d'interesse è scelto dalla banca centrale come valore costante (indipendente da altre variabili macroeconomiche);
- Taylor rule: il tasso d'interesse è scelto dalla banca centrale come un valore variabile (dipendente da altre variabili macroeconomiche).

Le due strategie potrebbero apparentemente sembrare equivalenti, ma in realtà si trovano molti elementi a favore dell'utilizzo dell'interest rate targeting, motivo per il quale anche le banche centrali si sono orientate verso quest'ultima strategia.

Gli elementi a favore sono:

1. il tasso d'interesse è uno stabilizzatore automatico in caso di shock finanziari⁵;

⁵ stabilizzatore automatico: in caso di shock finanziari per stabilizzare nuovamente il sistema si ha bisogno di un abbassamento del tasso d'interesse. Se però il tasso viene fissato, l'aggiustamento avviene in modo automatico;

2. implica un accomodamento della politica monetaria e quindi maggior efficacia del mix di politica economica grazie all'assenza di retroazione monetaria⁶;
3. facilita la controllabilità della politica economica⁷ essendo il tasso d'interesse non solo uno strumento, ma anche un obiettivo intermedio per raggiungere la stabilità dei prezzi (obiettivo finale delle banche centrali);
4. l'innovazione finanziaria degli ultimi trent'anni ha reso instabili gli aggregati monetari e la domanda di moneta. La banca centrale ha perso mano a mano il potere di controllare la quantità di moneta in circolazione: ecco perché le banche centrali hanno sempre più frequentemente preferito l'interest rate targeting;
5. può essere agganciato al tasso d'inflazione: la banca centrale deve ancorare il sistema ad un livello d'inflazione prescelto (inflation targeting), ma per farlo deve agire sul tasso d'interesse. Fissato un tasso d'interesse avremo un unico tasso d'inflazione che porterà il sistema in equilibrio. Se il tasso d'inflazione non è ancorato e il sistema non è in equilibrio, esso si avvierà in una spirale de/inflazionistica;
6. in regime di libero scambio il tasso d'interesse si allinea al tasso d'interesse estero.

1.5. Azioni e leve di politica monetaria

La Banca Centrale Europea controlla realmente tre strumenti:

1. operazioni di mercato aperto: l'obiettivo è quello di controllare il tasso d'interesse, determinare le condizioni di liquidità e segnalare quello che è l'orientamento della politica monetaria. Le operazioni di mercato aperto possono essere di due tipi:

⁶ Retroazione monetaria: concetto che rappresenta la risposta del tasso d'interesse ad una manovra fiscale; una politica fiscale espansiva determina un aumento del tasso d'interesse con conseguente spiazzamento degli investimenti. Fissare il tasso d'interesse permette di evitare questo processo.

⁷ Controllabilità della politica economica: capacità di uno strumento di determinare l'obiettivo prefissato. Secondo l'economista olandese Tinbergen affinché un modello statico deterministico con obiettivi fissi di politica economica sia controllabile, il numero di strumenti a disposizione deve essere almeno uguale al numero di obiettivi.

- operazioni di rifinanziamento: prestiti di brevissima scadenza (over night) alle banche per fornire liquidità a bassi tassi;
 - acquisti/cessioni: sono operazioni definitive o temporanee di immissione o assorbimento di liquidità attraverso l'acquisto o la cessione di asset finanziari o titoli di debito. In questa categoria entrano anche quelle operazioni dette "non convenzionali".
2. tassi ufficiali: la banca centrale crea tassi attraverso i quali gestisce la creazione di moneta interna per controllare la quantità di moneta in circolazione nel sistema. Abbiamo il tasso ufficiale di sconto e il cosiddetto corridoio⁸ del tasso interbancario overnight. I tassi ufficiali condizionano il tasso d'interesse di mercato e ciò comporta un effetto diretto sull'offerta e sulla domanda di moneta.
 3. riserva obbligatoria: poter modificare il coefficiente di riserva obbligatoria (percentuale che le banche devono detenere presso la Banca Centrale Europea) consente alla BCE di amplificare o restringere la disposizione monetaria delle banche e quindi creare o distruggere fabbisogno di liquidità. Sono soggette all'obbligo tutte le istituzioni con sede negli stati membri dell'area Euro.

1.6. Operazioni di mercato aperto

Oltre che controllare il tasso d'interesse, determinare le condizioni di liquidità e segnalare l'orientamento della politica monetaria, un altro obiettivo delle operazioni di mercato aperto è quello di intervenire sul debito pubblico. Lo Stato emette titoli di debito pubblico che la BCE può acquistare. L'acquisto però, come cita l'articolo 123 del TFUE (Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea), non può avvenire sul mercato primario, quindi la BCE non può acquistare direttamente dallo stato emittente, ma può farlo solo su quello secondario. L'acquisto di titoli direttamente sul mercato primario, provoca un effetto diretto e immediato

⁸ corridoio del tasso: limiti massimi e minimi che il tasso d'interesse può raggiungere nei rapporti a brevissima scadenza.

sul tasso d'interesse degli stessi: l'intervento della banca centrale aumenta la domanda in sede di asta, provocando un aumento del prezzo dei titoli e una riduzione del loro rendimento. Minori rendimenti significano minori spese per interessi da parte dello Stato: gli acquisti della banca centrale favoriscono quindi in modo diretto il finanziamento dello Stato.

Questo meccanismo nella realtà si avvia sempre, grazie agli annunci da parte della BCE riguardanti gli acquisti che farà nel mercato secondario; il divieto quindi non fu inserito per ostacolare gli stati, ma per due motivi: il primo riguarda l'immagine della Banca, si è cercato di preservare la sua credibilità e indipendenza sottolineando la separazione dei ruoli tra essa e i governi⁹; il secondo è che l'acquisto sul mercato primario porterebbe la banca a possedere un debito che, a differenza di un titolo già acquistato che possiede un corrispettivo economico, ha un valore fittizio. L'acquisto sul mercato secondario ha luogo attraverso una politica monetaria non convenzionale detta Quantitative Easing.

1.7. Quantitative Easing

Per Quantitative Easing (QE) si intende una particolare politica monetaria non convenzionale, attraverso la quale le banche centrali immettono nuova moneta all'interno del mercato finanziario acquistando titoli a lungo termine e strumenti finanziari. L'obiettivo, e quindi il motivo per il quale il Quantitative easing viene utilizzato, è quello di fornire ai mercati più liquidità e favorire la crescita e l'inflazione in contesti di bassi tassi d'interesse. Quando i tassi d'interesse sono già bassi vicini allo zero, le usuali politiche monetarie espansive non sono in grado di stimolare l'attività economica. Questo è definito come il problema dello zero lower bound: problema macroeconomico che si verifica quando il tasso d'interesse nominale

⁹<https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-banca-centrale-c-e-davvero-differenza-tra-acquisti-di-titoli-di-stato#:~:text=In%20base%20all'art.,avvenendo%20esclusivamente%20sul%20mercato%20secondario.>

a breve termine è vicino o uguale allo zero, causando una trappola della liquidità¹⁰ e limitando la capacità della Banca Centrale di stimolare la crescita economica.

1.8. Canali di trasmissione del Quantitative Easing

Per quanto riguarda l'impatto sui mercati finanziari, si possono individuare quattro canali di trasmissione:

1. Canale dei prezzi: il QE crea una domanda aggiuntiva di attività acquistate e limita la loro offerta sul mercato. In condizioni di segmentazione del mercato, quando quindi alcuni soggetti preferiscono o hanno accesso solo a determinate attività, le variazioni della domanda e dell'offerta relativa, influenzano i prezzi delle attività. Pertanto i prezzi degli asset acquistati aumentano;
2. Canale di ribilanciamento del portafoglio: quando i rendimenti attesi delle attività acquistate diminuiscono, gli investitori riequilibrano i loro portafogli verso altre attività i cui prezzi aumentano anch'essi. L'impulso di politica monetaria si trasmette così a un più ampio ventaglio di strumenti di finanziamento;
3. Canale di segnalazione: gli acquisti di attività segnalano l'impegno della banca centrale a mantenere una politica monetaria allentata (mantenendo i tassi d'interesse allo zero lower bound). Agendo come una forma di forward guidance¹¹, abbassano i tassi d'interesse a breve termine attesi in futuro e quindi i tassi d'interesse a lungo termine;
4. Canale dei prestiti bancari: Il QE prevede un notevole abbassamento dei tassi d'interesse per permettere alle banche commerciali un basso costo sulla liquidità.

¹⁰ Trappola della liquidità: situazione in cui, a un determinato tasso d'interesse, il pubblico è disposto a detenere qualunque quantità di moneta offerta. La curva LM è orizzontale e le variazioni della quantità di moneta non ne provocano lo spostamento; la politica monetaria espansiva attuata mediante operazioni di mercato aperto ha un effetto nullo sia sul tasso d'interesse che sul livello del reddito. La trappola può verificarsi quando i tassi tendono ad azzerarsi.

¹¹ Le indicazioni prospettive, o "forward guidance", sono informazioni che la banca centrale può fornire riguardo alle sue future intenzioni per quanto concerne la politica monetaria, in base alla valutazione delle prospettive per la stabilità dei prezzi.

Quando i prezzi delle attività acquistate e l'ammontare delle riserve della banca centrale negli attivi bancari aumentano, il patrimonio netto e la liquidità delle banche aumentano, con conseguente abbassamento dei tassi d'interesse sui mutui e prestiti. Questi ultimi quindi aumentano, favorendo la spesa e quindi l'economia reale.

Per ultimo, il calo dei rendimenti degli strumenti denominati in euro favorisce, a parità di altre condizioni, un deprezzamento¹² del cambio che oltre ad accrescere l'inflazione importata e le aspettative di inflazione, stimola le esportazioni. Il Quantitative Easing infatti aumenta la domanda aggregata e quindi il PIL che a sua volta fa salire l'inflazione. Considerato che il QE viene attuato in situazioni di zero lower bound, la crescita dell'inflazione non è vista sotto un'ottica negativa perché essa contrasta la deflazione. Si è rilevato anche che la manovra non convenzionale tende ad abbassare la disoccupazione.

Il QE risulta quindi essere uno strumento potente, più che in grado di sostituire la politica convenzionale allo zero lower bound. Allo stesso tempo però gli effetti di una politica monetaria convenzionale sono molto più solidi, con aumenti dei tassi d'interesse che hanno un effetto di contrazione costante sul PIL e sulla disoccupazione. Pertanto gli effetti del QE risultano essere molto più incerti di quelli di una politica monetaria convenzionale (Stefański Maciej (2022). *Macroeconomic effects and transmission channels of quantitative easing*, Economic Modelling).

¹² Deprezzamento: diminuzione del valore della moneta interna rispetto alle monete di altri paesi. Questo porta il paese ad essere più competitivo.

Capitolo 2

QUANTITATIVE EASING IN EUROPA: STORIA E FUNZIONAMENTO

2.1. La grande recessione

Nel luglio del 2007 ebbe inizio “la grande recessione”, una crisi finanziaria mondiale che partì dagli Stati Uniti d’America a seguito di una sempre più ingente crescita dei mutui subprime¹³. La crescita dei mutui subprime fu sostenuta dalla bolla immobiliare¹⁴ (iniziata a partire dagli anni 2000), dai bassi tassi d’interesse (tenuti bassi dalla politica accomodante della Federal Reserve) e dallo sviluppo delle operazioni di cartolarizzazione. Con le cartolarizzazioni gli istituti di credito potevano trasferire i mutui, dopo averli trasformati in titoli, a soggetti terzi e così facendo potevano recuperare immediatamente buona parte del credito; la cartolarizzazione consentiva alle banche, all’apparenza, di liberarsi del rischio di insolvenza dei prenditori di fondi e indeboliva così l’incentivo a valutare correttamente l’affidabilità dei clienti. Le banche quindi ripristinavano, in tempi brevi, le loro disponibilità di denaro e erogavano altri mutui a soggetti la cui valutazione fatta, era sempre meno accurata. Le istituzioni finanziarie poterono quindi espandere enormemente le attività in rapporto al capitale proprio (fenomeno del *leverage* o leva finanziaria¹⁵); ciò consentiva loro di realizzare profitti molto elevati, ma le esponeva anche al rischio di perdite ingenti. All’inizio del 2004, la Federal Reserve (FED) cominciò a innalzare i tassi di interesse in risposta alla ripresa dell’economia pertanto i mutui divennero sempre più costosi e aumentarono i casi di insolvenza delle famiglie incapaci di restituire rate sempre più onerose.

¹³ Mutui subprime: mutui che si distinguono in base alle caratteristiche del soggetto a cui vengono concessi, in questo caso soggetti con una storia pregressa quali “cattivi debitori”

¹⁴ Bolla immobiliare: è una particolare fase del mercato caratterizzata da un rapido aumento dei prezzi immobiliari che si portano a livelli insostenibili in rapporto ai redditi medi o altri indici economici.

¹⁵ Leva finanziaria: è quel fenomeno attraverso il quale un soggetto ha la possibilità di acquistare o vendere attività finanziarie per un ammontare superiore al capitale posseduto e, conseguentemente, di beneficiare di un rendimento potenziale maggiore. La leva finanziaria ha quindi un effetto moltiplicatore che però funziona anche nel caso di investimenti non andati a buon fine. Se il sistema finanziario nel suo complesso lavora con una leva molto elevata e gli istituti finanziari si prestano soldi a vicenda per moltiplicare i possibili profitti, la perdita di un singolo investitore può innescare un effetto domino contagiando l'intero mercato finanziario.

La domanda di immobili si ridusse, con conseguente scoppio della bolla immobiliare e contrazione del valore delle ipoteche a garanzia dei mutui esistenti. Iniziarono a registrarsi pesanti perdite, ad aumentare i tassi d'interesse e le banche a rifiutare le richieste di nuovo credito da parte degli istituti finanziari; si giunse così ad una vera e propria crisi di liquidità. La crisi apparve sempre più nella sua natura sistemica, con turbolenze senza precedenti che si estesero dal mercato dei prodotti strutturati ai mercati azionari, in particolare ai titoli delle società del settore finanziario e, progressivamente, all'intero sistema finanziario. Per effetto del contatto diretto o indiretto delle banche di alcuni paesi europei con quelle affette dal fenomeno dei mutui *subprime*, il contagio si estese anche all'Europa. In poco tempo la crisi si trasferì all'economia reale statunitense ed europea attraverso una forte recessione che colpì l'occupazione, l'inflazione e i conti pubblici con ripercussioni su consumi e investimenti. La prima risposta alla crisi non fu univoca: da un lato gli Stati Uniti e il Regno Unito fin dal primo momento hanno adottato politiche monetarie espansive, dall'altro lato l'Europa adottò politiche di austerità. L'inefficacia di queste ultime, la costrinse ad invertire la rotta.

2.2. Crisi dei debiti sovrani

Nel 2010 i Paesi dell'Eurozona presentavano eterogeneità significative nelle condizioni di finanza pubblica e nel tasso di crescita. La differenza era consistente soprattutto tra i cosiddetti Paesi core¹⁶ e i Paesi PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna), questi ultimi caratterizzati per una maggiore vulnerabilità legata a dinamiche di non sostenibilità del debito pubblico¹⁷, all'incremento incontrollato del deficit, a bassi tassi di crescita del PIL e, infine, agli oneri delle operazioni di salvataggio degli istituti bancari a seguito della precedente crisi del 2008. Prima i Governi degli Stati in difficoltà poi tutti gli Stati membri

¹⁶ Paesi Core: paesi caratterizzati per livelli contenuti del debito pubblico e per un'attività economica più solida.

¹⁷ Un debito pubblico si definisce sostenibile quando lo Stato è in grado di far fronte alle proprie obbligazioni presenti e future senza dover richiedere assistenza finanziaria o incorrere in una situazione di default.

dell'Unione hanno attuato manovre di contenimento della spesa (la cosiddetta austerità). L'austerità ha concorso a rallentare la crescita inducendo, in alcuni casi, una vera e propria recessione, questo perché più è forte la politica fiscale restrittiva, più i tassi d'interesse a breve termine si abbassano, a volte raggiungendo lo zero lower bound (ZLB).

Come mostra uno studio della Consob del 2012¹⁸, a partire dalla crisi finanziaria del 2007-2008, alcuni paesi europei hanno sperimentato una crescente penalizzazione registrando differenziali di rendimento dei relativi titoli pubblici rispetto al Bund tedesco (ad esempio in Italia il differenziale di rendimento dei Btp decennali rispetto al Bund è passato in pochi mesi da valori inferiori ai 200 punti base¹⁹ a valori superiori ai 500 punti base); questi differenziali si dimostrano sempre meno guidati dall'andamento dei fondamentali economici e fiscali ma sempre più legati a fenomeni di contagio²⁰. Le forti pressioni sui titoli bancari europei e le condizioni di crescente stress sul mercato interbancario hanno poi spinto la Banca Centrale Europea (BCE) ad adottare una serie di misure volte a sostenere la liquidità degli intermediari, attraverso acquisti di titoli sul mercato (Quantitative easing), e ad evitare che le turbolenze dei mercati compromettessero il meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

2.3. Programmi di acquisto

Il 2 agosto 2012 la Banca Centrale Europea ha annunciato²¹ l'intenzione di iniziare ad acquistare i titoli nel mercato primario, attraverso l'Outright Monetary Transactions (OMT) che prevede in via eccezionale la possibilità, da parte della BCE, di acquistare direttamente titoli di stati membri dell'Unione Europea (UE) in difficoltà secondo condizioni e procedure

¹⁸ <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011>

¹⁹ Punti base o in inglese basis point (bps): viene utilizzata soprattutto nel linguaggio della finanza e in particolare per indicare differenze (spread) tra i tassi di interesse. Locuzione che significa una parte per 10.000, 100 punti base corrispondono quindi all'1%.

²⁰ Effetto contagio: la quota di spread che non deriva dalla situazione macroeconomica e di finanza pubblica del singolo paese ma dalla "crisi di fiducia" degli operatori di mercato.

²¹ [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32012D0017\(01\)&from=DA](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32012D0017(01)&from=DA)

pre-definite (l'OMT in realtà finora non è mai stato usato). Una condizione necessaria dell'OMT è che esso debba essere legato al Meccanismo Europeo di Stabilità (MES) cioè quell'organizzazione (istituzione permanente) che fornisce prestiti e altra assistenza finanziaria ai Paesi dell'Unione Europea in difficoltà o in crisi finanziaria. Da allora sono stati introdotti 4 diversi programmi di acquisto di attività (Asset Purchase Programs, APP), che sono:

- Covered Bond Purchase Program (CBPP, 15/10/2014), per l'acquisto di obbligazioni bancarie garantite;
- Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP, 19/11/2014), per l'acquisto di titoli emessi in seguito alla cartolarizzazione di prestiti bancari;
- Public Sector Purchase Programme (PSPP, 4/03/2015), per l'acquisto di titoli emessi da governi, da agenzie pubbliche e istituzioni internazionali situate nell'area dell'euro;
- Corporate Sector Purchase Programme (CSPP, 8/06/2016), per l'acquisto di titoli obbligazionari e commercial paper²² emessi da società non finanziarie dei paesi dell'area dell'euro.

Tutti i programmi di APP erano stati pensati a tempo indeterminato e destinati a proseguire fin quando la BCE non avesse raggiunto un tasso vicino, ma inferiore, al 2%. Per evitare ingenti perdite dagli acquisti di obbligazioni, la BCE si è imposta la regola di non acquistare obbligazioni con un rendimento inferiore al tasso di deposito (vincolo poi allentato a fine 2016). Il programma prevedeva acquisti di titoli (pubblici e privati) proporzionali al contributo delle banche centrali nazionali al capitale della BCE (mantenendo una certa flessibilità negli acquisti mensili) e riguardava titoli con scadenze comprese fra 2 e 30 anni.

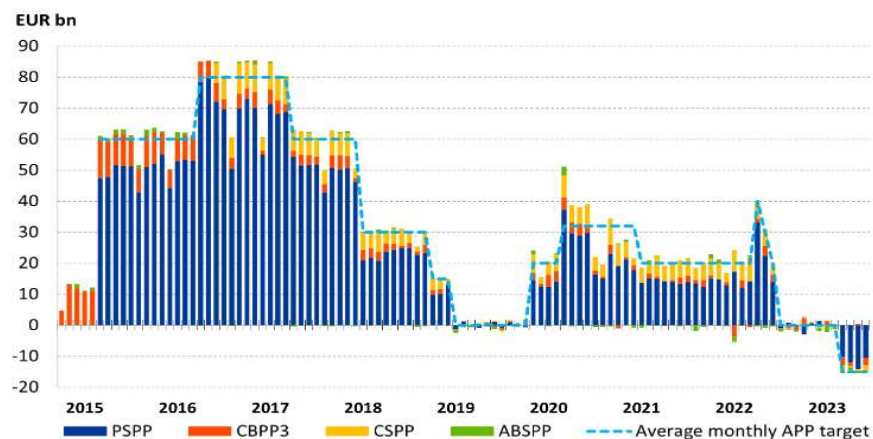
L'acquisto netto mensile di attività nel corso degli anni è stato di²³:

²² Commercial paper: strumento negoziato sui mercati internazionali funzionalmente equivalente alla cambiale finanziaria che circola sul mercato italiano

²³ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

- 60 miliardi di euro da marzo 2015 a marzo 2016;
- 80 miliardi di euro da aprile 2016 a marzo 2017;
- 60 miliardi di euro da aprile a dicembre 2017;
- 30 miliardi di euro da gennaio a settembre 2018;
- 15 miliardi di euro da ottobre a dicembre 2018;
- Nessun acquisto netto, ma solo reinvestimenti di rimborsi, da gennaio a ottobre 2019;
- 20 miliardi di euro da novembre 2019 a marzo 2022 (periodo in cui è stata aggiunta una dotazione temporanea di 120 miliardi di euro di attività da marzo a dicembre 2020 a causa della pandemia Covid-19);
- 40 miliardi di euro ad aprile 2022;
- 30 miliardi di euro a maggio 2022;
- 20 miliardi di euro a giugno 2022;
- Nessun acquisto netto, solo reinvestimenti completi di rimborsi tra luglio 2022 e febbraio 2023;
- Nessun acquisto netto e solo reinvestimenti parziali di riscatti da inizio marzo 2023.

Figura 2.1.- Acquisti netti di attività per programma in APP dal 2015 fino ad oggi.



Fonte: Banca Centrale Europea.

2.4. Public Sector Purchase Programme (PSPP)

“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.”

(Gazzetta ufficiale dell'Unione europea 2015/774)

Il PSPP in termini di scala, rispetto agli altri programmi di acquisto è stato il più grande e di conseguenza il più importante. L'obiettivo del PSPP era quello di ridurre i rendimenti dei titoli di stato a lungo termine, tuttavia non tutte le obbligazioni acquistate dalla BCE sono state titoli di stato (nominali e indicizzati all'inflazione). Infatti, circa il 10% delle obbligazioni acquistate erano di organizzazioni internazionali e banche multilaterali di sviluppo come ad esempio la Banca europea per gli investimenti (Urbschat Florian, Watzkab Sebastian (2019). *Quantitative easing in the Euro Area – An event study approach*, The Quarterly Review of Economics and Finance).

A dicembre 2019, la BCE deteneva circa 2.100 miliardi di euro di debito pubblico e di agenzie dell'area euro nell'ambito del PSPP, pari circa al 20% del prodotto interno lordo (PIL) annuale dell'area dell'euro (più di 10 volte rispetto al CSPP). (Gnewuch Matthias (2022). *Spillover effects of sovereign debt-based quantitative easing in the euro area*, European Economic Review).

In quell'anno, infatti, la BCE decise di non acquistare, ma reinvestire solo i pagamenti di capitale dei titoli in scadenza detenuti nel portafoglio del PSPP. Gli acquisti poi ripresero a novembre 2019 fino a giugno 2022. Tra luglio 2022 e febbraio 2023 l'Eurosistema ha puntato a reinvestire interamente i pagamenti dei titoli in scadenza; mentre da marzo 2023 l'Eurosistema reinveste solo parzialmente i pagamenti in conto capitale dei titoli in scadenza del PSPP. In data 14 luglio 2023 si registrano partecipazioni PSPP per 2.504.498 milioni di euro²⁴.

2.5. Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP)

Nei primi mesi del 2020 si assiste ad una delle più grandi pandemie mai registrate nella storia, il Covid-19 che ha portato ad una forte riduzione dell'attività economica, con ripercussioni negative sui ricavi, sulle liquidità e potenzialmente sulla solvibilità di molte imprese. In risposta alla crisi la Banca Centrale Europea ha annunciato il Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP). Il Programma è una misura di politica monetaria non convenzionale con uno scopo sia di rendimento sia di stabilizzazione del mercato. L'obiettivo era quindi quello di combattere la deflazione, stimolare l'attività economica, allentare le condizioni di credito, ridurre il tasso di cambio dell'euro e rassicurare gli investitori sul fatto che i rischi di instabilità del mercato sarebbero stati contenuti dalla presenza stabilizzante della liquidità della banca centrale. Il PEPP inizialmente consisteva nello stanziare 750 miliardi di euro per l'acquisto di titoli di debito governativi e privati

²⁴ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html#pspp>

(senza una regola di allocazione predefinita). I titoli di debito privati che potevano essere ammessi al PEPP erano di tipo investment grade²⁵, emessi da società non bancarie con sede nell'Eurozona e dominati in euro. Nel dicembre del 2020 la BCE annuncia un aumento delle dimensioni del PEPP che arriverà a pesare ben 1.850 miliardi nel 2021. Il PEPP ha contribuito con successo alla stabilizzazione dei mercati obbligazionari sovrani, in quanto il livello e la volatilità²⁶ dei rendimenti obbligazionari sono tornati ai livelli pre-crisi entro alcuni mesi dall'inizio della pandemia. Questo evidenzia il fatto che il programma PSPP non è riuscito da solo, in una crisi come questa, a fornire agli investitori una protezione sufficiente contro il tail risk²⁷ dei titoli sovrani al contrario di come ha dimostrato il PEPP di riuscire a fare.

2.6. Effetti dell' Asset Purchase Program (APP)

L'APP ha effetti diretti sui rendimenti dei titoli pubblici e privati. Ciò determina un primo effetto sull'economia perché l'abbassamento dei rendimenti di mercato comporta a sua volta un miglioramento delle condizioni di offerta del credito e stimola gli investimenti; la liquidità aggiuntiva spinge gli investitori verso attività finanziarie più redditizie, non direttamente interessate dagli interventi della banca centrale, avviando il meccanismo di trasmissione della politica economica ai diversi strumenti di finanziamento del settore privato. La riduzione dei tassi di interesse, infine, favorisce il deprezzamento del cambio, fornendo un ulteriore stimolo all'attività economica. Le misure politiche non convenzionali possono quindi aumentare significativamente la fiducia, inducendo gli investitori esteri a rivedere le loro allocazioni di portafoglio internazionali.

²⁵ L'investment grade: è un indicatore della qualità creditizia e quindi dell'affidabilità di uno strumento finanziario, generalmente un'obbligazione.

²⁶ Volatilità: la volatilità è misurata come deviazione standard (indice di dispersione) annualizzata dei rendimenti obbligazionari giornalieri calcolati su un orizzonte di 45 giorni. La volatilità è stata bassa fino alla crisi globale del 2008, da allora la volatilità ha raggiunto picchi occasionali a causa di forti shock come la pandemia Covid-19.

²⁷ Tail risk : possibilità che si verifichi una perdita a causa di un evento raro.

È possibile notare che inizialmente l'APP spinse al ribasso i rendimenti dei titoli di stato di Belgio, Finlandia, Francia, Irlanda, Germania, Italia, Norvegia, Portogallo e Spagna, poco dopo l'annuncio nel 2015 del PSPP che ridusse fortemente lo spread bond-OIS²⁸ su tutte le scadenze, mostrando l'impatto diretto del canale di riequilibrio del portafoglio. Gli spread Bond-OIS per le scadenze più brevi sono entrati e rimasti in territorio negativo in molti paesi Core (in particolare Belgio, Germania e Paesi Bassi). Per ultimo, nei momenti di maggiore stress del mercato come ad esempio durante il default della Grecia²⁹ nel giugno 2015, gli spread per i Bund tedeschi sono rimasti ampiamente negativi e in linea con le varie scadenze. Spread negativi dei Bund tedeschi evidenziano quanto quest'ultimi siano beni rifugio³⁰. (Urbschat Florian, Watzkab Sebastian (2019). *Quantitative easing in the Euro Area – An event study approach*, The Quarterly Review of Economics and Finance).

All'inizio l'APP è stato piuttosto efficiente, infatti molti annunci hanno sorpreso positivamente il mercato³¹, abbassando così la curva dei rendimenti in termini cumulativi (una delle più grandi riduzioni della curva dei rendimenti si è verificata dopo l'annuncio del PSPP). Tuttavia alcuni comunicati hanno deluso il mercato aumentando così i rendimenti delle obbligazioni, come possibile osservare nella figura sottostante.

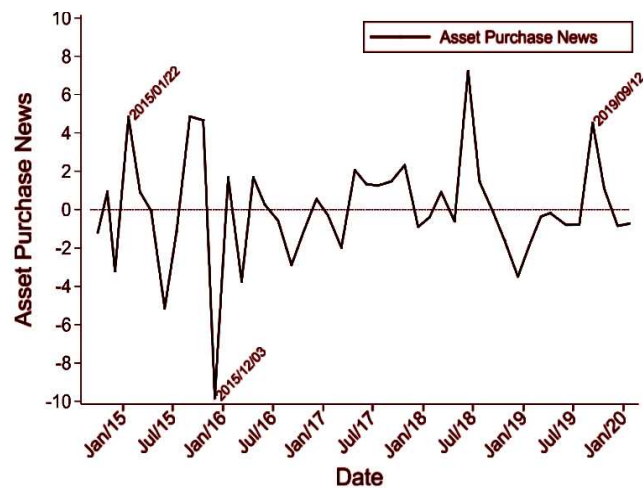
²⁸ Bond-OIS: Overnight Indexed Swap, è un interest rate swap i cui pagamenti periodici fissi sono legati ad un tasso fisso mentre i pagamenti periodici variabili sono legati ad un tasso variabile. L'OIS non è un tasso overnight ma lo è il tasso di riferimento sottostante. Il tasso indicizzato è tipicamente il tasso per i prestiti overnight tra banche, sia non garantiti che garantiti.

²⁹ Default Grecia: iniziata in connessione con la crisi dei debiti sovrani, è esplosa a causa dei timori da parte degli investitori sulla capacità della Grecia nel rispettare gli obblighi di debito, a causa della forte crescita del debito pubblico, fino al rischio di effettivo tracollo economico.

³⁰ Beni rifugio: sono investimenti che offrono pochi rendimenti, ma mettono al riparo dalle incertezze

³¹ Il Financial Times ha scritto: "Il piano di acquisto di obbligazioni di Mario Draghi ha superato le aspettative". (Financial Times, 22 gennaio 2015, "Il piano di acquisto di obbligazioni di Mario Draghi piano supera le aspettative" di Claire Jones).

Figura 2.2- Le osservazioni si riferiscono alle riunioni del Consiglio direttivo della BCE; campione utilizzato: Ottobre 2012-Gennaio 2020



Fonte: Matthias Gnewuch, *Spillover effects of sovereign debt-based quantitative easing in the euro area*, European Economic Review

I programmi di acquisto di attività su larga scala sono diventati parte integrante della serie di strumenti non convenzionali utilizzati dalle banche centrali per raggiungere i propri obiettivi nazionali. Di fronte a output gap negativi³² e tassi di interesse ufficiali che si avvicinano al loro limite inferiore effettivo, questi programmi hanno fornito alle banche centrali uno strumento essenziale per continuare a fornire ulteriore accomodamento monetario e impedire alle loro economie nazionali di cadere in una trappola deflazionistica. Le misure politiche hanno rafforzato la fiducia nelle prospettive di crescita dell'area dell'euro, il che ha riportato gli investitori stranieri sui mercati azionari europei. Le azioni di politica monetaria volte a sostenere gli obiettivi di stabilità dei prezzi interni nelle economie avanzate sono state chiaramente positive per l'economia globale, principalmente stimolando l'occupazione, i redditi e, in ultima analisi, la crescita economica.

³² Output gap: situazione nella quale lo Stato aumenta la spesa pubblica e riduce le tasse

Capitolo 3

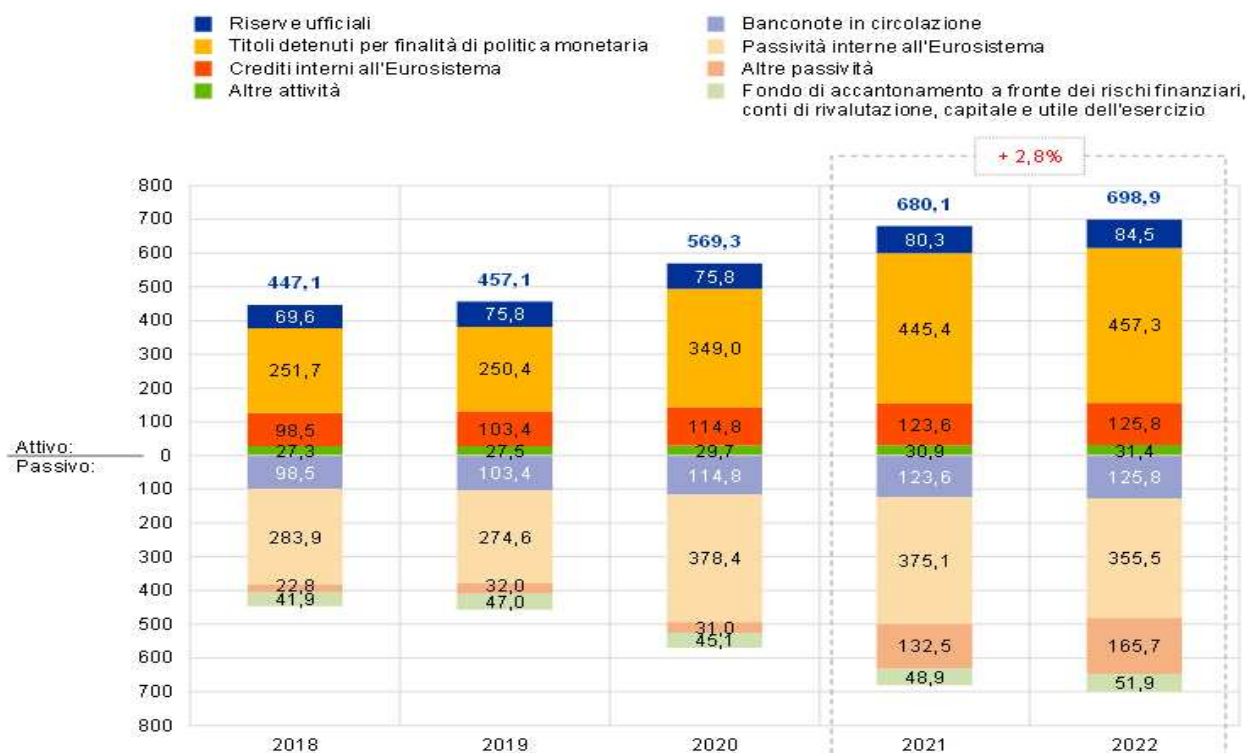
STOP AL QUANTITATIVE EASING: ATTUALITÀ SULLA MANOVRA DI POLITICA MONETARIA

(I contenuti del seguente capitolo sono ripresi dal sito dell'UE, salvo dove specificato)

3.1. Portafoglio BCE

Nel periodo 2018-2022 lo stato patrimoniale della BCE ha mostrato un incremento significativo: 18,7 miliardi di euro, arrivando a pesare 698,9 miliardi. Questo aumento è principalmente legato agli acquisti di titoli nell'ambito del PEPP e dell'APP; per contro però si è verificato anche un incremento delle passività all'interno dell'eurosistema, a causa del regolamento di questi titoli sui conti Target2³³.

Figura 3.1- Principali componenti dello stato patrimoniale della BCE



Fonte: Banca Centrale Europea

³³ Target2 (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System): è un sistema che dà origine a posizioni debitorie o creditorie di ciascuna banca centrale nazionale (BCN) dell'Eurosistema verso la BCE, che tiene traccia del denaro entrato o uscito dai singoli paesi che aderiscono al sistema. Target2 è stato realizzato per regolare su base lorda le operazioni di politica monetaria, i pagamenti interbancari, le operazioni per conto della clientela e le transazioni dei cosiddetti sistemi ancillari (sistemi di pagamento al dettaglio, sistemi di regolamento titoli, controparti centrali, mercati monetari).

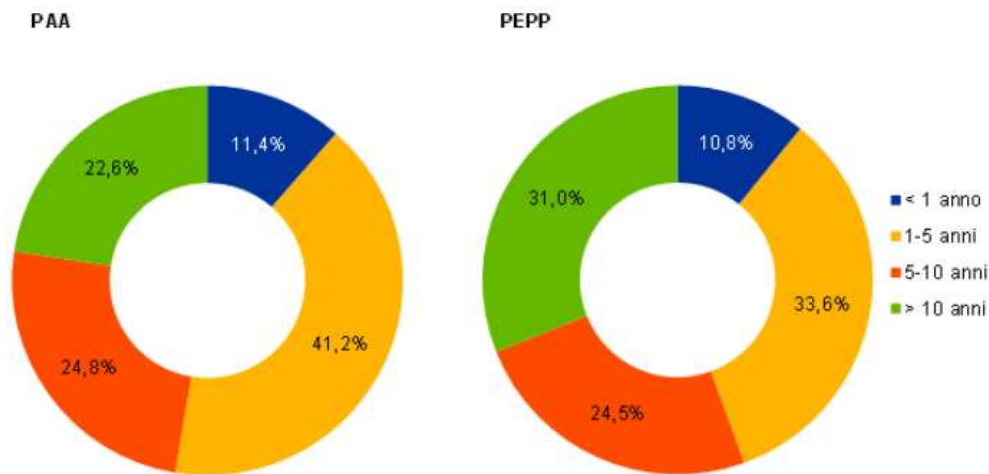
I titoli denominati in euro acquistati per finalità di politica monetaria costituiscono il 65% delle attività della BCE a fine 2022. La BCE ha continuato a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza e, in seguito a questo, il portafoglio dei titoli detenuti dalla BCE è aumentato di 11,9 miliardi di euro, raggiungendo i 457,3 miliardi. A dicembre 2022 il Consiglio ha annunciato che, a partire dagli inizi di marzo 2023, il portafoglio dell'APP si sarebbe ridotto ad un ritmo misurato e prevedibile tramite il reinvestimento parziale del capitale rimborsato sui titoli in scadenza, mentre nell'ambito del PEPP la BCE avrebbe continuato a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza fino almeno a tutto il 2024, per ostacolare i rischi di trasmissione della politica monetaria legati al COVID-19.

Figura 3.2- Titoli detenuti per finalità di politica monetaria



Fonte: Banca centrale europea

Figura 3.3- Profilo per scadenze dell'APP e del PEPP



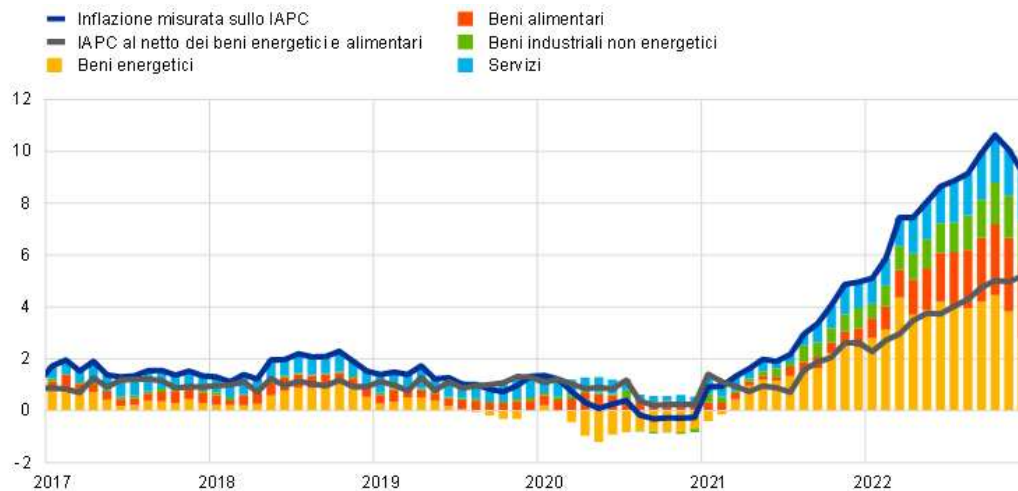
Fonte: Banca Centrale Europea

3.2. Inflazione post pandemica

L'economia europea è stata colpita, negli ultimi anni, da diversi shock negativi dal lato dell'offerta causati dalle interruzioni nelle catene di approvvigionamento indotte dalla pandemia e dall'invasione della Russia in Ucraina. Questi shock hanno significativamente accresciuto i costi delle materie prime in tutti i settori dell'economia e con la rapida e forte crescita della domanda (a seguito della riapertura delle attività economiche dopo la pandemia), l'aumento dei costi si è trasferito sui prezzi molto più rapidamente e intensamente rispetto al passato (i beni alimentari e i prodotti industriali non registravano livelli così elevati d'inflazione dalla metà degli anni '80). I costi per le imprese e per i cittadini dipendono fortemente dal prezzo del petrolio, del gas e dell'elettricità: questi ultimi infatti hanno avuto un forte impatto sia sulla vita dei cittadini europei che sull'inflazione complessiva. La componente energetica pesa circa 270 punti base sulla misura dell'inflazione infatti, dopo anni di inflazione molto bassa, nella seconda metà del 2021 essa ha toccato il massimo degli ultimi 13 anni (8,4%). Da qui è nato il bisogno da parte della BCE di normalizzare la politica monetaria attuata fino a quel punto. Nell'estate 2022 sono quindi stati aumentati i tassi di

interesse di riferimento della BCE per la prima volta in 11 anni e sono stati interrotti gli acquisti nell'ambito dell'APP.

Figura 3.4- Inflazione complessiva e relative componenti



Fonte: Banca Centrale Europea

3.3. Normalizzazione della politica monetaria

Normalizzare non significa smettere di praticare una politica monetaria espansiva in maniera definitiva, ma si tratta di un processo di graduale riduzione della stessa, in modo da ancorare l'inflazione ad un livello giudicato accettabile. Affinchè l'obbiettivo possa considerarsi raggiunto, è stata definita dalla BCE una strategia che ha lo scopo di far tornare il sistema, attraverso un'inflazione vicina o uguale al 2% nel medio termine, ad una stabilità dei prezzi in conformità all'obbiettivo statutario della Banca stessa. Perchè le modifiche della rotta della politica monetaria risultino efficaci, si deve compiere la trasmissione in tutta l'area dell'euro. L'Unione Europea, come risaputo, è formata da distinti paesi, ognuno dei quali ha mercati finanziari diversi e diversi titoli di stato: i rendimenti di tali titoli, infatti, forniscono il parametro di riferimento per stabilire il prezzo di tutte le altre attività finanziarie private degli Stati membri, assicurando che gli impulsi di politica monetaria raggiungano le imprese e le famiglie; se non ci fosse la trasmissione, una modifica nell'intonazione della politica

monetaria potrebbe quindi portare una risposta asimmetrica delle condizioni finanziarie. Il Consiglio direttivo quindi, nell'estate del 2022, ha esplicitato le intenzioni dell'autorità monetaria, che si dividono in due principali azioni. La prima consiste nell'adottare flessibilità nel reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza del portafoglio del PEPP, flessibilità che aiuterà a garantire una trasmissione fluida e uniforme della politica monetaria in tutta l'area dell'euro man mano che procede la normalizzazione. Ciò significa che il capitale rimborsato può essere investito nei mercati dei titoli di paesi dell'Eurosistema in cui la trasmissione risulta a rischio. Il percorso di normalizzazione quindi sarà un percorso graduale e ponderato. La seconda azione consiste nel varare un nuovo strumento di protezione del meccanismo di trasmissione (Transmission Protection Instrument, TPI), detto anche strumento anti-frazionamento.

3.4. Transmission Protection Instrument (TPI)

Il TPI è un meccanismo di politica monetaria che consente l'acquisto di titoli del settore pubblico nel mercato secondario. Questo strumento è stato costruito con lo scopo di intervenire nel caso in cui un Paese membro vada incontro ad un deterioramento delle condizioni di finanziamento sul mercato, indipendenti dalle sue manovre. Per poter utilizzare il TPI però, la Banca Centrale Europea ha ritenuto opportuno stabilire dei parametri essenziali che i Paesi devono rispettare per poter usufruire dell'aiuto da parte della stessa. Questi parametri sono principalmente quattro³⁴:

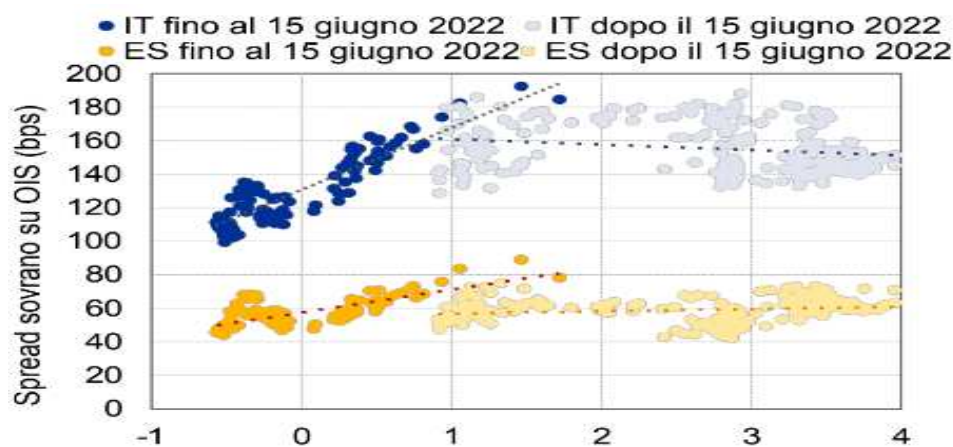
- Il Paese non deve avere una procedura per disavanzo eccessivo aperta e deve essersi adeguato alle raccomandazioni in materia da parte della Commissione;
- il Paese non deve avere una procedura per squilibri macroeconomici eccessivi aperta e deve essersi adeguato alle raccomandazioni in materia da parte della Commissione;

³⁴ <https://eointernazionale.com/2022/08/tpi-come-funziona-scudo-anti-spread-bce/>

- il debito pubblico deve collocarsi su una rotta considerata sostenibile da parte non solo della BCE e della Commissione, ma anche del Meccanismo Europeo di Stabilità (MES) e del Fondo Monetario Internazionale (FMI);
- il Paese deve avere politiche macroeconomiche sane e, in particolare, deve essere in linea con quanto previsto per l'erogazione dei fondi del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) e con le osservazioni fatte dalla Commissione nell'ambito del semestre europeo.

Riassumendo, il programma può essere utilizzato solo in paesi con politiche fiscali e macroeconomiche solide e sostenibili. Lo strumento ha quindi l'obiettivo finale di prevenire la frammentazione del mercato finanziario e garantire una trasmissione fluida della politica monetaria in tutta l'area dell'euro nel momento della normalizzazione politica. Il TPI attualmente non è stato mai utilizzato, ma il solo annuncio della sua istituzione ha portato conseguenze positive: gli spread sovrani hanno smesso di aumentare e sono rimasti alquanto insensibili ai cambiamenti dei tassi d'interesse attesi e la trasmissione della politica monetaria in tutti i paesi dell'area euro si è ristabilita.

Figura 3.5- Sensibilità degli spread sovrani alle aspettative sui tassi privi di rischio: Il grafico mostra la relazione tra lo spread di benchmark sovrani a 10 anni selezionati rispetto al tasso EA OIS a 10 anni (asse delle ordinate) e il livello a termine dell'ESTR OIS forward per il terzo periodo di mantenimento della BCE. Il grafico distingue tra il periodo dall'inizio del 2022 fino al 15 giugno 2022.



Fonte: Banca Centrale Europea- Bloomberg

CONCLUSIONI

In conclusione abbiamo potuto osservare come il Quantitative Easing sia stato una parte fondamentale della risposta dell'UE alle sfide economiche, dalla crisi finanziaria del 2008, alla pandemia di COVID-19 fino alla guerra Russo-Ucraina. Questo strumento ha dimostrato di essere un'ancora di stabilità in momenti di turbolenza finanziaria e di riuscire a mitigare gli effetti avversi sull'economia dell'UE. È importante sottolineare che l'adozione di politiche monetarie espansive per un periodo prolungato può comportare complessità e sfide: l'arresto degli acquisti di titoli di stato, con la conseguente riduzione dell'apporto di moneta nel mercato, ha avuto infatti un impatto diretto e immediato sui tassi d'interesse e sugli spread, influenzando in modo tangibile l'economia reale. Ciò nonostante, l'Unione Europea ha dimostrato saggezza nell'affrontare questa transizione, adottando un approccio moderato e cauto. La creazione di strumenti di protezione per gli stati membri, come il Transmission Protection Instrument, riflette la priorità dell'UE di garantire la stabilità finanziaria e di evitare impatti negativi sui mercati e sull'economia reale. Questa prudenza potrebbe dimostrarsi un fattore positivo mentre ci avviamo verso un ritorno alla normalità economica. Nonostante la complessità delle sfide economiche globali, è chiaro che la politica monetaria espansiva rimane una leva importante per affrontare le sfide economiche. Le lezioni apprese da questa esperienza saranno preziose per futuri shock economici e crisi che, come abbiamo visto, possono avere un impatto diretto sulle famiglie e sulle imprese. In definitiva, mentre l'Unione Europea si prepara a guidare l'economia verso un futuro post-Quantitative Easing, abbiamo fiducia che grazie al costante impegno da parte della Banca Centrale Europea di tornare ad una stabilità finanziaria, il futuro dell'economia sarà migliore per l'UE e per i suoi cittadini.

BIBLIOGRAFIA

Broeders Dirk, Leo de Haan, Van den End Jan Willem (2023). *How quantitative easing changes the nature of sovereign risk*, Journal of International Money and Finance.

Canullo Giuseppe, Dornbusch Rudiger, Fischer Stanley, Pettenati Paolo, Startz Richard (2022). *Macroeconomia 12/ed*, 156-167.

Demirgüç-Kunt Asli, Horváth Bálint L., Huizinga Harry (2023). *Corporate QE in Europe during the COVID-19 crisis and debt overhang*, Journal of International Money and Finance.

Dibooglu Sel, Koráb Petr, Ray Saadaoui Mallek, (2021). *Effects of quantitative easing on firm performance in the euro area*, North American Journal of Economics and Finance.

Di Stefano Ferdinando, Talamo Giuseppina (2017). *Quantitative easing in europa: funzionamento ed effetti per l'economia italia*, Rivista elettronica del centro di documentazione Europea dell'Università Kore di Enna.

Galema Rients, Lugo Stefano (2021). *When central banks buy corporate bonds: Target selection and impact of the European Corporate Sector Purchase Program*, Journal of Financial Stability.

Gnewuch Matthias (2022). *Spillover effects of sovereign debt-based quantitative easing in the euro area*, European Economic Review.

Kabaca Serdar, Maas Renske, Mavromatis Kostas, Priftis Romanos (2023). *Optimal quantitative easing in a monetary union*, European Economic Review.

Karamfil Todorov (2019). *Quantify the quantitative easing: Impact on bonds and corporate debt issuance*, Journal of Financial Economics.

Kolasa Marcin, Wesolowski Grzegorz (2020). *International spillovers of quantitative easing*, Journal of International Economics.

Stefański Maciej (2022). *Macroeconomic effects and transmission channels of quantitative easing*, Economic Modelling.

Tanaka Atsushi (2022). *How can a central bank exit quantitative easing without rapidly shrinking its balance sheet?*, Central Bank Review.

Urbschat Florian, Watzkab Sebastian (2019). *Quantitative easing in the Euro Area – An event study approach*, The Quarterly Review of Economics and Finance.

SITOGRAFIA

<https://www.ecb.europa.eu/>

<https://www.bancaditalia.it/>

<https://www.consob.it/>

<https://www.treccani.it/>

<https://osservatoriocpi.unicatt.it/>

<https://id.elsevier.com/>

<https://eointernazionale.com/>