



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

I PROGRAMMI DI ACQUISTO TITOLI DELLA BCE

ECB'S ASSET PURCHASE PROGRAMMES

Relatrice:
Prof.ssa Giulia Bettin

Rapporto Finale di:
Michela Cervasi

Anno Accademico 2020/2021

A mia nonna

Ringrazio tutte le persone che mi hanno permesso di raggiungere questo importante traguardo.

Un sentito ringraziamento va ai miei genitori e a mia nonna che mi hanno sempre sostenuta e incoraggiata nel mio percorso di crescita personale.

Un ringraziamento speciale va alle mie amiche e colleghe Danila e Veronica con cui ho condiviso giornalmente gioie, dolori e sacrifici durante tutto questo percorso universitario.

Grazie ai miei amici per essere stati sempre presenti e per avermi sempre sostenuta, grazie per aver ascoltato i miei sfoghi e per tutti i momenti di spensieratezza trascorsi insieme.

Un sentito ringraziamento va alla mia relatrice Giulia Bettin per la sua disponibilità e tempestività ad ogni mia richiesta.

Infine, vorrei dedicare questo piccolo grande traguardo a me stessa, che possa essere l'inizio di una brillante carriera professionale e di un futuro radioso.

INDICE

Introduzione	6
Capitolo 1 Politica monetaria	8
1.1 La politica monetaria	8
1.2 Strumenti di politica monetaria	12
1.2.1 Strumenti di politica monetaria convenzionali	12
1.2.2 Strumenti di politica monetaria non convenzionali	16
Capitolo 2 Il Quantitative Easing della BCE.....	21
2.1 Cenni storici	21
2.2 Le funzioni del Quantitative Easing (QE)	22
2.3 Programmi di acquisti titoli nell'ambito del QE	25
2.4 Effetti del QE sull'economia	32
Capitolo 3 Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP).....	35
3.1 Programmi di acquisto titoli e pandemia.....	35
3.2 Obiettivi del PEPP.....	39
3.3 Gli effetti del PEPP sull'economia.....	41
Conclusioni	45
Bibliografia	47
Sitografia	47

INTRODUZIONE

Nel 2007 si verificò una crisi finanziaria sul mercato interbancario negli Stati Uniti che si diffuse in tutto il mondo dando inizio ad un periodo di recessione economica. Nell'Eurozona, tale situazione si è protratta nel tempo per una serie di congiunture negative, la più recente delle quali è lo scoppio della pandemia di *coronavirus*. La Banca Centrale Europea è intervenuta con forza per rilanciare l'economia dei Paesi dell'Eurozona e riportare il tasso di inflazione al valore obiettivo, utilizzando strumenti di politica monetaria non convenzionali. Il principale è stato il cosiddetto *Quantitative Easing* (QE), articolato nei programmi Asset Purchase Programme (APP) e, più di recente, *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP).

Questi due strumenti non convenzionali di politica monetaria sono oggetto di studio della seguente tesi che si sviluppa in tre capitoli.

Nel primo capitolo si descrivono gli strumenti di politica monetaria a disposizione delle Banche Centrali, ed in particolare della BCE, utilizzati per raggiungere e mantenere nel tempo gli obiettivi di stabilità dei prezzi e di crescita economica. Questi strumenti di politica monetaria si dividono in convenzionali e non convenzionali. Di ogni strumento viene descritto il funzionamento e le caratteristiche.

Nel secondo capitolo si illustra la nascita del *Quantitative Easing* e le sue principali applicazioni in passato. Vengono descritte le ragioni dell'utilizzo di tale

strumento da parte della BCE al fine di rilanciare l'economia dei Paesi dell'Eurozona, che da molto tempo si trova in una fase di ristagno con inflazione prossima allo zero. Vengono analizzati i vari programmi di acquisto della BCE che si sono susseguiti nei vari anni e gli effetti che hanno prodotto sull'economia.

Nel terzo capitolo si discutono le misure messe in campo dalla BCE per contrastare la profonda crisi che si è innescata nei paesi dell'Eurozona, dovuta alle misure di contenimento del contagio e alle limitazioni della circolazione adottate dai singoli Paesi per contrastare il propagarsi della pandemia di *coronavirus*. In particolare, la BCE ha varato il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) nell'aprile 2020. Si è cercato infine di fornire una prima valutazione degli effetti che tali acquisti hanno comportato sull'economia e sul livello di inflazione nei paesi dell'Eurozona.

Capitolo 1

POLITICA MONETARIA

1.1 La politica monetaria

La politica monetaria è l'insieme delle strategie che una Banca centrale (BC) adotta per cercare di raggiungere i suoi obiettivi di stabilità finanziaria ed economica. La Banca centrale modifica l'offerta di moneta e il livello dei tassi d'interesse in modo da contenere l'inflazione, contrastare la disoccupazione e permettere la crescita del prodotto interno lordo (PIL).

Con il trattato di Maastricht, nell'Unione europea, queste decisioni di politica monetaria vengono affidate alla Banca centrale europea (BCE), la quale, insieme alle Banche centrali nazionali dei paesi che adottano l'euro, fa parte dell'Eurosistema. La BCE ha un ruolo di monopolio nel mercato, perché può immettere o ritirare moneta nel sistema economico variando la composizione delle voci del proprio stato patrimoniale. La BCE influenza la quantità di moneta presente nel mercato variando la base monetaria o i tassi di interesse ufficiali di riferimento.

Le decisioni prese dalla BCE si basano su un'attività conoscitiva svolta *ex-ante* attraverso:

- un'analisi economica che, sulla base degli *shock* che avvengono nell'Eurozona e sull'andamento delle variabili macroeconomiche

fondamentali, permette di analizzare i rischi di instabilità dei prezzi nel breve e medio periodo;

- un'analisi monetaria che ha per oggetto una serie di indicatori monetari e con la quale si ottengono proiezioni sull'inflazione di medio e lungo periodo.

L'attività svolta dalla BCE si ripercuote sull'economica, in quanto incide sui tassi di interesse applicati dalle banche commerciali sui prestiti erogati ai propri clienti, e più in generale su tutti i tassi di interesse di mercato. Il tasso di interesse ufficiale (costo del denaro) è il principale strumento di politica monetaria.

Come indicato dal Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE), il fine della politica monetaria della BCE è quello di mantenere la stabilità del livello dei prezzi nel medio-lungo periodo e di conseguenza un livello di inflazione inferiore ma prossimo al 2%. Questo obiettivo deve essere raggiunto in via prioritaria rispetto agli altri obiettivi, quali la crescita economica e la piena occupazione: la BCE interviene a sostegno di questi ultimi obiettivi solo se non pregiudicano la stabilità dei prezzi. Si è scelto di fissare un preciso obiettivo in termini quantitativi affinché la neonata BCE possa ottenere reputazione a livello internazionale dimostrando di riuscire a conseguire l'obiettivo che le è stato posto, mentre la scelta del 2% è dovuta principalmente al fatto che è difficile e poco vantaggioso puntare all'azzeramento dell'inflazione. Inoltre, la BCE, al pari delle altre Banche centrali, si deve porre un obiettivo intermedio grazie al quale

raggiungere il suo scopo finale. In generale, la scelta è se attribuirsi obiettivi di quantità di moneta in circolazione o obiettivi di livello dei tassi d'interesse, dal momento che il controllo di un fattore pregiudica il controllo dell'altro. Questa scelta dipende dal tipo di instabilità che la BCE deve affrontare. L'instabilità può essere di origine reale (quando si registra uno spostamento della curva IS) o di origine monetaria (spostamento della curva LM) e rispettivamente si dovrebbe preferire il controllo della quantità di moneta e il controllo dei tassi d'interesse. Le instabilità di origine monetaria si sono dimostrate più frequenti perciò, data anche la difficoltà del controllo della moneta per mezzo del moltiplicatore monetario (a causa dell'instabilità di quest'ultimo e dell'instabilità degli aggregati monetari), si tende a scegliere come obiettivo intermedio quello del controllo del tasso d'interesse.

La BCE deve generalmente affrontare due tipi di situazioni a cui corrispondono due diversi tipi di politica monetaria:

- la politica monetaria espansiva viene attuata mediante una riduzione dei tassi di interesse (o un aumento della base monetaria), al fine di aumentare l'offerta di moneta al sistema economico e di incentivare la concessione di credito da parte delle banche a imprese e famiglie. L'aumento di offerta di moneta che si ottiene è maggiore rispetto all'aumento della base monetaria (BM) in quanto interviene un effetto moltiplicativo espresso dalla formula: $M = m * BM$ dove $m = \frac{1+h}{k+h}$ rappresenta il moltiplicatore monetario. h e k

sono due parametri che indicano rispettivamente la preferenza degli operatori per il circolante e la domanda di base monetaria da parte delle banche. La manovra dei tassi verso il basso riesce ad essere efficace, ma fino ad un certo punto, in quanto le politiche dei tassi negativi hanno dei limiti intrinseci. Uno strumento usato per implementare questa politica consiste nelle operazioni di mercato aperto (OMA). La politica monetaria espansiva viene attuata generalmente quando l'inflazione è inferiore al *target* del 2% del PIL. Lo scopo di questa politica è quello di sostenere l'economia in un periodo di rallentamento (cioè quando PIL, occupazione e inflazione sono sotto i livelli considerati ottimali) puntando a rialzare i valori di inflazione, occupazione e PIL;

- la politica monetaria restrittiva viene attuata mediante l'aumento dei tassi di interesse (o una diminuzione della base monetaria) al fine di ridurre l'offerta di moneta (la riduzione dell'offerta di moneta è maggiore rispetto alla diminuzione della base monetaria per effetto del moltiplicatore monetario). In questo modo si disincentivano gli investimenti e si frenano le tendenze al surriscaldamento dell'economia. Può essere attuata mediante operazioni di mercato aperto (OMA). La politica monetaria restrittiva viene attuata generalmente quando l'inflazione supera il *target* del 2% del PIL e si ha la necessità di rallentare il sistema economico.

La politica monetaria viene definita accomodante quando accompagna misure di politica fiscale in modo tale che possano avere massima efficacia. Ad esempio, attraverso una politica fiscale espansiva si otterrebbe sia l'aumento del reddito che dei tassi d'interesse, ma se si accompagna questo intervento con l'aumento dell'offerta di moneta, si contrasta l'aumento dei tassi d'interesse che avrebbe causato la diminuzione degli investimenti.

1.2 Strumenti di politica monetaria

Gli strumenti di politica monetaria utilizzati dalla BCE si dividono in:

- strumenti convenzionali;
- strumenti non convenzionali.

1.2.1 Strumenti di politica monetaria convenzionali

Gli strumenti convenzionali di politica monetaria previsti dall'Eurosistema sono gestiti operativamente dalle Banche centrali nazionali (BCN) dei paesi interni all'area dell'Euro, ciascuna delle quali interagisce con le banche attive nel proprio paese. Vengono utilizzati per ottenere gli effetti desiderati sulla liquidità in circolazione, sui tassi di interesse e sulle condizioni del mercato monetario. Sono divisi in tre categorie:

- le operazioni di mercato aperto (OMA);

- le operazioni su iniziativa delle controparti;
- la riserva obbligatoria (ROB).

Le OMA sono realizzate su iniziativa della BCE e vengono attuate mediante le BCN. La controparte di queste operazioni è sempre costituita da investitori istituzionali (come le banche) che partecipano all'asta e poi rivendono i titoli ai propri risparmiatori e ad altri soggetti economici. Per contenere il rischio di controparte le operazioni di erogazione di liquidità sono collateralizzate (le banche devono conferire dei titoli in garanzia alla BCE per tutta la durata dell'operazione). La liquidità che si ottiene mediante un determinato titolo a garanzia è inversamente proporzionale alla rischiosità dello stesso (*haircut*: percentuale di decurtazione applicata al titolo in base alla sua rischiosità). Le operazioni di mercato aperto sono eseguite attraverso aste o procedure bilaterali.

Esistono quattro tipologie di OMA:

- operazioni di rifinanziamento principale (RP), sono operazioni di cessione temporanea il cui obiettivo è quello di fornire regolarmente liquidità attraverso aste standard programmate settimanalmente nelle quali la BCE stabilisce il tasso ufficiale di rifinanziamento (i^*_{RP});
- operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (RLT) vengono svolte mensilmente con contratti pronti contro termine trimestrali e offrono la possibilità al sistema di avere una fonte di approvvigionamento di liquidità su base più stabile nel tempo. La BCE fissa la liquidità offerta in asta, senza

fissare il tasso di aggiudicazione. Le banche che risultano assegnatarie si aggiudicano la liquidità ai tassi variabili da loro indicati.

- operazioni di regolamento puntuale o *fine tuning* (FT) sono operazioni non programmate di acquisto e vendita di titoli che correggono il livello di liquidità nel caso di esigenze temporanee impreviste. Possono essere utilizzate sia per immettere che per assorbire liquidità nel sistema economico. Sono operazioni utilizzate solo in particolari situazioni di necessità che permettono di fronteggiare squilibri di liquidità con lo scopo di mantenere stabili i tassi d'interesse e le aspettative degli operatori;
- operazioni di tipo strutturale (OS) sono operazioni non programmate rispondenti alle esigenze di aggiustamento strutturale dei mercati monetari. Possono essere utilizzate sia per immettere che per assorbire liquidità nel sistema economico e possono essere sia temporanee che definitive. Sono operazioni utilizzate solo in particolari situazioni di necessità che permettono di fronteggiare squilibri di liquidità con lo scopo di mantenere stabili i tassi d'interesse e le aspettative degli operatori.

Le principali OMA possono essere sintetizzate in questa identità contabile:

$$OMA = RP + RLT + FT + OS = TM_{BC} + TRG_{BC} - DTD_B^1$$

- TM_{BC} : titoli monetari della BC;

¹ Alessandrini P. (2015). Economia e politica della moneta. Nel labirinto della finanza. Pag. 140

- TRG_{BC} : obbligazioni della BC;
- DTD_B : depositi a tempo determinato delle banche.

che indica gli strumenti standard attraverso cui le BCN immettono liquidità nel sistema mediante acquisizioni temporanee e definitive di titoli.

Le operazioni su iniziativa delle controparti (operazioni di deposito e di rifinanziamento marginale, entrambe di durata *overnight*) sono operazioni attivabili su iniziativa delle banche (non hanno una cadenza periodica) per rispondere ad esigenze di gestione della liquidità di brevissimo termine (cioè quando una banca ha uno squilibrio di liquidità giornaliero). Queste operazioni consentono alle istituzioni creditizie di bilanciare i propri squilibri di liquidità (in eccesso o in difetto) al termine della giornata operativa mediante:

- *Deposit facility* (Df): possibilità per le banche di depositare *overnight* la liquidità in eccesso presso la BCN al tasso i^*_{Df} fissato dalla BCE. I depositi Df sono una forma di detenzione di contante alternativa alla disponibilità di liquidità presso le BCN;
- finanziamento marginale (FMg): possibilità per le banche di ottenere un finanziamento *overnight* pagando un tasso i^*_{FMg} fissato dalla BCE. I finanziamenti marginali sono una delle fonti di creazione di base monetaria. L'operazione di FMg ha spesso un ruolo importante in relazione al requisito che le banche devono rispettare in termini di riserva obbligatoria, soprattutto verso la fine del periodo di mantenimento.

Le *standing facilities* sono il canale attraverso cui la BC influenza l'andamento del mercato interbancario. Il corridoio dei tassi ufficiali *overnight*, stabilito dalla BCE (limite superiore i^*_{FMg} , limite inferiore i^*_{Dr}), è il canale che collega il mercato interbancario e le *standing facilities*.

La ROB è una percentuale delle passività delle banche commerciali che deve essere depositata sotto forma di depositi presso la BCN (conto di riserva). In realtà, l'obbligo di riserva prende in considerazione il valore medio dei saldi giornalieri dei conti di riserva nel c.d. periodo mantenimento. Viene remunerata al tasso di riferimento principale dell'Eurosistema (i^*_{RP}), in quanto questa liquidità che rimane inutilizzata costituisce un costo per la banca. La ROB ha lo scopo di stabilizzare i tassi d'interesse sul mercato monetario e di garantire un certo livello di liquidità dei depositi. La ROB costituisce anche una componente stabile della domanda di liquidità e quindi serve a ridurre l'impatto delle oscillazioni dei fattori autonomi (variabili non controllabili dalla BCE).

1.2.2 *Strumenti di politica monetaria non convenzionali*

Gli strumenti di politica monetaria convenzionali iniziarono ad essere messi in discussione con la grave crisi finanziaria del 2008, in quanto si rivelarono insufficienti a conseguire gli obiettivi di politica monetaria. Per cui, dal 2008, alle politiche monetarie convenzionali vennero aggiunte quelle non convenzionali.

L'obiettivo in quella fase era attuare politiche monetarie fortemente espansive salvaguardando comunque la stabilità dei prezzi.

I principali strumenti di politica monetaria non convenzionali utilizzati dalla BCE sono stati:

- *Asted Fixed Rate Full Allotment* (FRFA): aste nelle quali le banche pagano un tasso fisso per il finanziamento ricevuto e la BCE non ha un limite di offerta ma è disposta a consegnare alle banche tutta la liquidità richiesta nei limiti del *collateral* conferito (per questo si parla di “piena aggiudicazione”);
- abbassamento del *rating* minimo dei titoli che vengono accettati a garanzia: la BCE, come garanzia della liquidità fornita alle banche, ha accettato titoli con *rating* inferiore ai livelli comunemente accettati prima della crisi;
- allungamento del periodo di mantenimento della ROB da un mese a un mese e mezzo e riduzione del suo coefficiente dal 2% all'1%;
- significative riduzioni nei tassi ufficiali delle operazioni di rifinanziamento principali (i^*_{RP}), della *deposit facility* (i^*_{Df} arrivato in territorio negativo) e delle operazioni di finanziamento marginale (i^*_{FMg});
- allungamento delle scadenze delle operazioni di rifinanziamento a lungo termine da tre mesi a un anno (2009) e, successivamente, a tre anni (2011-2012: LTRO) e a quattro anni vincolati all'erogazione di credito alle imprese (2014-2016: TLTRO). Le operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine (TLTRO) sono operazioni mirate in quanto la quantità di liquidità

che le banche possono prendere a prestito dalla BCE, con l'impegno di restituirla dopo 3 o 4 anni, è direttamente correlata alla quantità di prestiti che la banca ha in essere nei confronti delle famiglie e delle imprese del Paese in cui opera. Quindi, si incentiva l'erogazione del credito per ridurre la motivazione precauzionale alla detenzione di liquidità bancaria. L'obiettivo di questo strumento è sostenere l'erogazione del credito bancario all'economia reale. La prima serie di TLTRO è stata annunciata a giugno 2014, la seconda a marzo 2016, la terza è stata avviata con cadenza trimestrale da settembre 2019 ed è attualmente ancora in corso. Con la TLTRO III le banche possono prendere in prestito liquidità per un valore massimo del 55% dei prestiti idonei concessi a famiglie ed imprese. Tale liquidità deve essere restituita in un arco temporale di tre anni. Il tasso di interesse applicato sul prestito è pari al tasso medio applicato alle operazioni di rifinanziamento principali;

- programmi di acquisto definitivo di titoli (avvio dell'*Asset Purchase Programme*): operazione che viene attuata attraverso l'acquisto da parte della BCE di titoli del debito pubblico, di obbligazioni bancarie garantite e di titoli di prestiti cartolarizzati;
- *Outright Monetary Transactions* (OMT): sono operazioni attraverso le quali la BCE acquista titoli del debito pubblico di Paesi dell'Eurozona. L'acquisto avviene sul mercato secondario e ha per oggetto solamente titoli che hanno

durata residua fino a tre anni. Non vi è alcun limite in termini di importi. Con le OMT la BCE punta a garantire che il meccanismo di trasmissione della politica monetaria sia adeguato e diffuso in tutti i paesi dell'Eurozona. Queste operazioni presuppongono un principio di condizionalità: affinché possa avvenire questo acquisto, i governi degli Stati in questione devono sottoscrivere un programma di risanamento delle debolezze macroeconomiche e strutturali (MES) con le autorità europee. La liquidità messa in circolazione dalla BCE tramite questo acquisto viene interamente riassorbita dalla stessa;

- *forward guidance*: attività di comunicazione trasparente della BCE con la quale vengono informati gli operatori delle future intenzioni di politica monetaria per raggiungere l'obiettivo della stabilità dei prezzi. In particolare viene utilizzata per fornire indicazioni prospettiche riguardanti l'andamento dei tassi di riferimento e la durata dei programmi di acquisto di attività.

Capitolo 2 IL QUANTITATIVE EASING DELLA BCE

2.1 Cenni storici

Il *Quantitative Easing* (QE) è uno strumento di politica monetaria espansiva di recente adozione. È stato utilizzato per la prima volta nel 2001 in Giappone per fronteggiare la recessione economica iniziata a seguito dello scoppio della “bolla delle *dot-com*”. Successivamente, tale politica è stata adottata nel Regno Unito e negli Stati Uniti per fronteggiare la crisi finanziaria del 2008 dovuta al fallimento della banca d'affari *Lehman Brothers*.

La BCE decise di ricorrere al QE nel gennaio 2015 per fronteggiare la crisi deflazionistica. Il ricorso al QE fu stabilito in quanto la politica di riduzione dei tassi attuata fino a quel momento, nonostante avesse portato i tassi i^*_{Df} e i^*_{RL} in territorio negativo, si era dimostrata insufficiente. La BCE iniziò ad acquistare titoli di debito pubblici e privati, per un importo di 60 miliardi di euro al mese, da marzo 2015 fino ad almeno settembre 2016, e comunque fino al momento in cui il livello di inflazione non si fosse attestato ad un valore prossimo ma inferiore al 2%.

Il 4 dicembre 2015 la BCE decise di prorarre il QE fino a marzo 2017 con lo stesso ritmo di acquisto. Da questo momento in poi divennero acquistabili anche i titoli emessi da enti locali. Il tasso i^*_{Df} scese dal -0.2% al -0.3%.

Il 10 marzo 2016 la BCE aumentò a 80 miliardi di euro al mese la quantità di titoli acquistabili. Ai titoli acquistabili vennero aggiunti anche quelli di società private non bancarie con un rating superiore a BBB⁻. Il tasso i^*_{Df} scese al -0,4%.

L'8 dicembre 2016 la BCE prorogò la durata del QE. Gli acquisti mensili al ritmo di 80 miliardi di euro vennero confermati fino a marzo 2017. In un secondo momento venne stabilito di effettuare acquisti di titoli ad un ritmo di 60 miliardi al mese fino a dicembre 2017 o anche oltre se necessario.

Il 25 ottobre 2017 la BCE confermò il QE fino a settembre 2018 ad un ritmo di acquisto di 30 miliardi al mese.

Il 14 giugno 2018 il QE venne prorogato fino a dicembre 2018 ad un ritmo di 15 miliardi di euro al mese.

Il 31 dicembre 2018 si concluse il programma di QE.

Il 12 settembre 2019 il Presidente della BCE Mario Draghi annunciò la decisione di riprendere gli acquisti di titoli a partire dal 1° novembre 2019 a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro, e di ridurre il tasso di interesse sui depositi della BCE portandolo al -0,5%.

2.2 Le funzioni del Quantitative Easing (QE)

Si fa ricorso al *Quantitative Easing* (“alleggerimento quantitativo”) quando ristagna l'economia, l'inflazione è prossima allo zero e quando è presente un numero elevato di risorse inoperose nel sistema economico.

Il QE è uno strumento di politica monetaria fortemente espansiva con cui le Banche centrali, non solo la BCE, creano moneta che immettono nel sistema economico con lo scopo di sostenere gli investimenti, di stimolare la crescita economica, produttiva, occupazionale e inflattiva degli Stati e di sostenerne il debito pubblico. Il denaro creato viene utilizzato per acquistare alcune categorie di *asset* nel mercato finanziario e per migliorare la fiducia degli operatori di mercato con l'aumento della liquidità e la diminuzione dei tassi di interesse sui prestiti. Inizialmente nelle operazioni di QE vennero acquistati i titoli di Stato a breve scadenza, ma questo acquisto non può essere prorogato all'infinito. Infatti, se non si ottenessero i risultati previsti in termini di inflazione, di tassi di interesse e di crescita economica con l'acquisto questi titoli, la BC potrebbe iniziare ad acquistare titoli a più lunga scadenza. Le manovre di QE possono riguardare anche l'acquisto di altre attività finanziarie delle banche. Con il QE, teoricamente, si potrebbe acquistare qualsiasi titolo dotato di un giudizio di *rating*. Affinché il QE abbia effetti positivi sull'economia deve essere un intervento di portata rilevante (miliardi di euro) effettuato in mercati corposi e liquidi. In Europa, al contrario di altri Paesi, il mercato delle obbligazioni è poco spesso e liquido. Per migliorare gli effetti dovuti al QE ci si deve rivolgere al mercato dei titoli pubblici. Tali manovre sono quasi sempre accompagnate dalla riduzione dei tassi di interesse.

La politica monetaria del QE si articola in due fasi:

- acquisto di titoli da parte della BCE: comporta l'aumento del prezzo dei titoli e conseguentemente una riduzione del loro tasso di interesse. Nel caso di acquisti di titoli di Stato ciò implica per i Paesi che li hanno emessi di dover pagare minori interessi sul proprio debito e di conseguenza la possibilità di ottenere finanziamenti a tassi relativamente bassi;
- acquisto di titoli da istituti di credito: gli istituti di credito ricevono liquidità da mettere a disposizione per prestiti a consumatori e imprese. In questo modo si stimolano i consumi e gli investimenti che generano un aumento della crescita economica.

I canali con cui il QE aiuta a migliorare l'economia degli Stati interessati sono:

- aumentare la liquidità a disposizione delle banche sperando che queste la immettano nel mercato dei crediti rimettendo in moto il ciclo economico;
- agire sui tassi: i tassi a breve sono gli unici su cui la BC ha un controllo diretto. I tassi a più lungo termine, invece, dipendono anche dal mercato dalla domanda e dall'offerta dei fondi;
- agire sulla fiducia di famiglie ed imprese per stimolarle ad aumentare consumi ed investimenti.

2.3 Programmi di acquisto titoli nell'ambito del QE

La BCE nel 2014 ha varato l'*Asset Purchase Programme* (APP), per contrastare gli effetti della grave crisi finanziaria iniziata nel 2008 e protrattasi con quella dei debiti sovrani e con la crisi da deflazione. L'APP agisce direttamente sui rendimenti dei titoli pubblici e privati, spostandoli verso il basso. Ciò comporta un miglioramento delle condizioni di offerta del credito e stimola gli investimenti. La liquidità aggiuntiva motiva gli investitori a bilanciare il proprio portafoglio spostandolo verso attività finanziarie più redditizie. La riduzione dei tassi di interesse, inoltre, favorisce la svalutazione del tasso di cambio della moneta stimolando ulteriormente l'economia.

L'APP comprende quattro programmi di acquisto di titoli pubblici e privati:

- il terzo *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP3) varato il 20 ottobre 2014 per l'acquisto di obbligazioni bancarie garantite. Le BCN dell'Eurosistema acquistano sui mercati primari e secondari una quantità di obbligazioni garantite stabilita dalla BCE proporzionale al peso dei mercati nazionali. Le obbligazioni possono essere acquistate fino al limite del 70% dell'emissione per ogni codice ISIN (*International Securities Identification Number*), devono avere un *rating* pari a BBB, e devono essere denominate in euro, regolate e detenute nell'Eurozona. L'obiettivo del CBPP3 è quello di migliorare la trasmissione della politica monetaria attraverso il sostegno

dell'erogazione di credito all'economia e la previsione di ulteriori soluzioni di politica monetaria;

- *Asset-Backed Securitisation Purchase Programme (ABSPP)* varato il 21 novembre 2014 per l'acquisto di titoli emessi successivamente alla cartolarizzazione dei prestiti bancari. Con questo programma le BCN possono acquistare ABS sul mercato primario e secondario a condizione che siano titoli con una valutazione creditizia pari almeno al livello 3 della scala di *rating* dell'Eurosistema e che abbiano l'emittente stabilito nell'area euro. Almeno il 90% dei debitori delle attività generatrici di flussi di cassa che garantiscono gli ABS devono essere classificati come società non finanziarie del settore privato o come persone fisiche. Dal 1° aprile 2017 la Banca d'Italia ha assunto il monopolio nell'acquisto dei titoli italiani nel mercato primario e nel secondario. Ai titoli acquistati mediante l'ABSPP viene applicato il principio della condivisione dei rischi tra le BCN in base alla propria quota capitale;
- *Public Sector Purchase Programme (PSPP)* varato il 9 marzo 2015 per l'acquisto di titoli emessi da governi, da agenzie pubbliche e da istituzioni internazionali dell'area euro. Il regolamento del PSPP stabilisce che il 10% degli acquisti annui debba riguardare titoli emessi da "organizzazioni internazionali e banche multilaterali di sviluppo idonee" dell'Eurosistema e il 90% deve riguardare titoli di Stato o obbligazioni emesse da

amministrazioni locali e “agenzie riconosciute” dei Paesi membri. Gli acquisti del PSPP sono eseguiti per il 10% dalla BCE e per il 90% dalle singole BCN. I titoli di debito acquistabili devono avere una vita residua di almeno due anni e massima di trent’anni al momento dell’acquisto da parte di una BCN. L’emittente o il garante dei titoli di debito deve avere una qualità creditizia corrispondente almeno al livello 3 della scala armonizzata dell’area euro. La divisione dei redditi e la condivisione dei rischi derivanti dall’acquisto dei titoli pubblici dipendono dal tipo di titolo. I rischi legati all’acquisto dei titoli pubblici nazionali sono a carico della BCN che li detiene. I rischi sui titoli nazionali acquistati dalla BCE sono condivisi. I redditi maturati rientrano nel bilancio della BCE e vengono redistribuiti alle BCN in base alla propria quota capitale nel momento della distribuzione dell’utile. Questo programma di acquisto attività tende a migliorare la trasmissione della politica monetaria introdotta nel 2014 con l’APP, a facilitare ulteriormente l’erogazione del credito all’economia, a rendere più accessibili i finanziamenti ad imprese e famiglie e a ricondurre i tassi di inflazione a livelli prossimi al 2%;

- *Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)* varato l’8 giugno 2016 per l’acquisto di titoli obbligazionari emessi da società non finanziarie dei Paesi dell’Eurozona. La BCE e le BCN dell’Eurosistema possono operare sui mercati finanziari per comprare e vendere a titolo definitivo strumenti negoziabili

nell'area euro. Lo strumento di debito negoziato deve avere scadenza residua minima di sei mesi e massima di trent'anni e trecentosessantaquattro giorni al momento del suo acquisto. L'affidabilità creditizia dei titoli negoziati deve essere almeno di livello 3 della scala armonizzata dell'area euro. Il limite acquistabile per le obbligazioni societarie diverse da quelle del settore pubblico per ogni codice ISIN è del 70%. La Banca d'Italia è una delle sei banche che può acquistare titoli emessi da società private non bancarie dell'area euro, inclusi *commercial papers* di adeguata qualità creditizia a partire da marzo 2020. Vale il principio della condivisione dei rischi tra le BC dell'Eurosistema in base alla propria quota capitale (*capital key*). Questo programma di acquisto attività tende a migliorare la trasmissione della politica monetaria introdotta nel 2014 con l'APP, a facilitare ulteriormente l'erogazione del credito all'economia, a rendere più accessibili i finanziamenti ad imprese e famiglie e a ricondurre i tassi di inflazione a livelli prossimi al 2%.

Tra il 2014 e il 2018 l'Eurosistema ha condotto acquisti netti mediante l'APP con un ritmo mensile di:

- 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 2017 a dicembre 2017;
- 30 miliardi di euro da gennaio 2018 a settembre 2018;

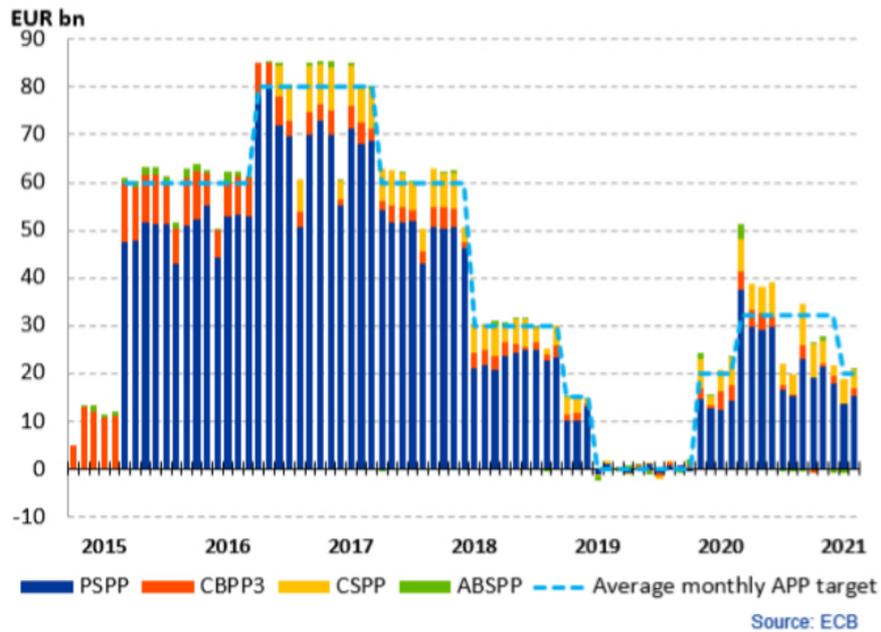
- 15 miliardi di euro da ottobre 2018 a dicembre 2018.

Da gennaio a ottobre 2019 l'Eurosistema ha continuato a reinvestire totalmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel portafoglio dell'APP. A settembre 2019 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di riprendere gli acquisti netti di titoli nell'ambito dell'APP ad un ritmo di 20 miliardi di euro da novembre 2019 che proseguiranno fino a quando sarà necessario rafforzare l'effetto di aggiustamento dei tassi di riferimento e termineranno poco prima dell'inizio del rialzo di tali tassi.

Dal 12 marzo 2020, per far fronte al peggioramento della crisi economica dovuta allo scoppio della pandemia di *coronavirus*, sono stati aggiunti temporaneamente 120 miliardi di euro al programma in corso per ulteriori acquisti di titoli sia pubblici che privati fino a dicembre 2020.

Ad aprile è stato varato il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) del valore iniziale di acquisto di titoli per 750 miliardi di euro fino alla fine del 2020. A giugno 2020 tale dotazione è stata ampliata di 600 miliardi aggiuntivi e a dicembre 2020 di ulteriori 500 miliardi.

Figura 1.1: APP acquisti mensili 2015 - 2021



Fonte: ECB.

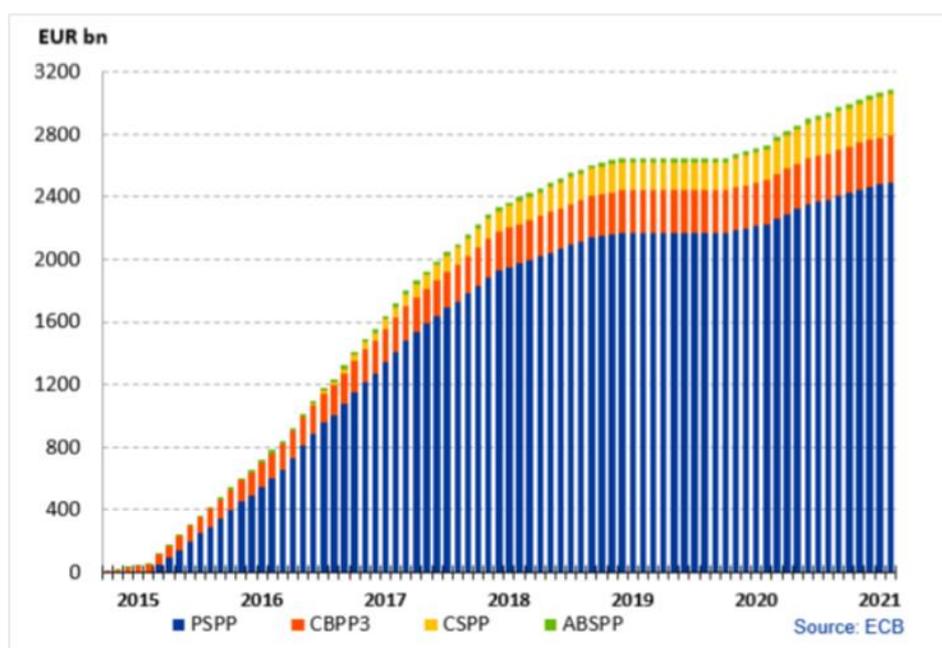
In questo grafico sono riportati i valori in miliardi di euro di tutti gli acquisti mensili attuati mediante l'APP tra 2015 e 2021. Nella prima fase (2015 e prima metà 2016) è rilevante l'acquisto delle obbligazioni bancarie garantite (CBPP3). Nella seconda metà del 2016 l'acquisto delle obbligazioni bancarie garantite perde importanza a favore dei titoli del settore *Corporate*.

Il grafico mostra come la maggior parte degli acquisti dell'APP rientri all'interno del PSPP.

Gli acquisti dei titoli in generale si mantengono in linea con il *target* mensile che viene annunciato dalla BCE in termini di ritmi mensili di acquisti. L'unico tratto in cui ciò viene meno è quello che va dalla seconda metà del 2020 in poi.

La porzione più consistente di titoli acquistati è rappresentata da titoli del settore pubblico.

Figura 1.2: APP ACQUISTI CUMULATI 2015 – 2021



Fonte: ECB.

In questo grafico è mostrato l'ammontare cumulato dell'APP e si evince una crescita esponenziale degli acquisti APP fino al 2018, per poi riprendere a crescere nel 2020. La parte maggiore di questi acquisti è costituita dal PSPP.

Lo stock dei titoli nel portafoglio APP ammontava a € 3.086 miliardi alla fine di febbraio 2021.

2.4 Effetti del QE sull'economia

Una politica monetaria fortemente espansiva come il QE attuata dalla BCE a partire dal 2014 si pone gli obiettivi di rilanciare l'economia e di perseguire l'obiettivo di inflazione prossimo ma inferiore al 2% nel medio periodo.

L'effetto del QE non è immediato, in quanto è necessario un lasso di tempo considerevole prima che l'economia si riprenda, crescano i consumi e aumenti l'occupazione. Nel momento in cui gli obiettivi che si è posta la BCE verranno raggiunti si inizierà una politica di ritiro della moneta in eccesso per evitare un aumento incontrollato dell'inflazione.

I possibili effetti del QE possono essere sia positivi che negativi, infatti:

- comporta un aumento controllato dell'inflazione dovuto alla diminuzione del potere di acquisto per la maggior quantità di moneta in circolazione. L'aumento dell'inflazione genera una svalutazione della moneta che favorisce le esportazioni, ma allo stesso tempo rende più costose le importazioni;
- comporta un aumento della fiducia degli investitori, in considerazione della notevole quantità di risorse impegnate e delle aspettative positive sul tasso di interesse dichiarato dalla BCE. Tale consapevolezza genera un aumento degli investimenti e dei consumi che stimolano l'economia;

- provoca un aumento del divario tra ricchi e poveri, poiché una riduzione dei tassi di interesse comporta l'aumento del prezzo degli *asset* (attività finanziarie e reali, comprese le case). Di conseguenza, i proprietari immobiliari e coloro che hanno investito in azioni o obbligazioni societarie si arricchiscono. Per mantenere ben distribuita la ricchezza, ad una politica monetaria fortemente espansiva come il QE deve essere accompagnata un'adeguata politica fiscale;
- non è scontato che il denaro arrivato alle banche mediante le operazioni di QE venga effettivamente iniettato nel sistema economico del credito. Se nel sistema c'è una crisi di fiducia, le banche potrebbero decidere di depositarlo presso la BCE ad un tasso di rendimento quasi nullo e privo di rischio (evitando di prestare denaro in periodi di stress economico). In questo caso la politica di QE favorirebbe solo un alleggerimento del costo dei debiti pubblici senza stimolare effettivamente l'economia;
- contribuisce a ridurre l'onere del debito degli Stati più indebitati, ma li potrebbe indurre a fare meno sforzi per risanare i propri bilanci (c.d. azzardo morale);
- gli Stati riescono più facilmente a collocare i loro titoli e conseguentemente il tasso di interesse che devono pagare scende.

Capitolo 3

PANDEMIC EMERGENCY PURCHASE PROGRAMME (PEPP)

3.1 Programmi di acquisto titoli e pandemia

Dagli inizi del 2020 la pandemia di *coronavirus* ha provocato gravi ripercussioni sulle economie dei Paesi dell'Eurozona e a livello mondiale. Al calo significativo del PIL del primo trimestre dei Paesi dell'Eurozona si è aggiunta una diminuzione dell'11,8% nel secondo trimestre, causata soprattutto dai periodi *lockdown* attuati dai vari Paesi per contrastare la diffusione del virus. Il perdurare di misure di contenimento, anche se di misura inferiore a quelle intraprese nell'ondata iniziale, stanno incidendo negativamente sull'economia. I consumi dei privati si sono contratti moltissimo soprattutto nei settori delle vendite di motoveicoli, della ristorazione e del turismo. A causa del confinamento, del deterioramento della fiducia dei consumatori e dell'incertezza sull'andamento dell'economia e dell'occupazione è aumentato il risparmio precauzionale. L'inflazione è scesa ad un livello prossimo allo zero. Si prevede che la situazione economica possa migliorare solo a seguito della vaccinazione generalizzata che si prevede di realizzare per il terzo trimestre del 2021. Per contrastare questa grave crisi economica i provvedimenti di APP in atto non erano sufficienti (acquisto mensile di titoli per un valore di 20 miliardi di euro), pertanto da marzo 2020 sono stati integrati con una dotazione straordinaria temporanea di 120 miliardi fino alla fine

del 2020. L'ammontare medio di acquisti rimase pari a 20 miliardi al mese, però la BCE ha potuto usufruire di un valore massimo aggiuntivo di 120 miliardi decidendo, in accordo con le BCN, come distribuirlo tra marzo e dicembre 2020 per acquistare tutte le tipologie di titoli acquistabili con l'APP (titoli pubblici e privati comprensivi di titoli di Stato emessi dalla Grecia che erano esclusi dal PSPP).

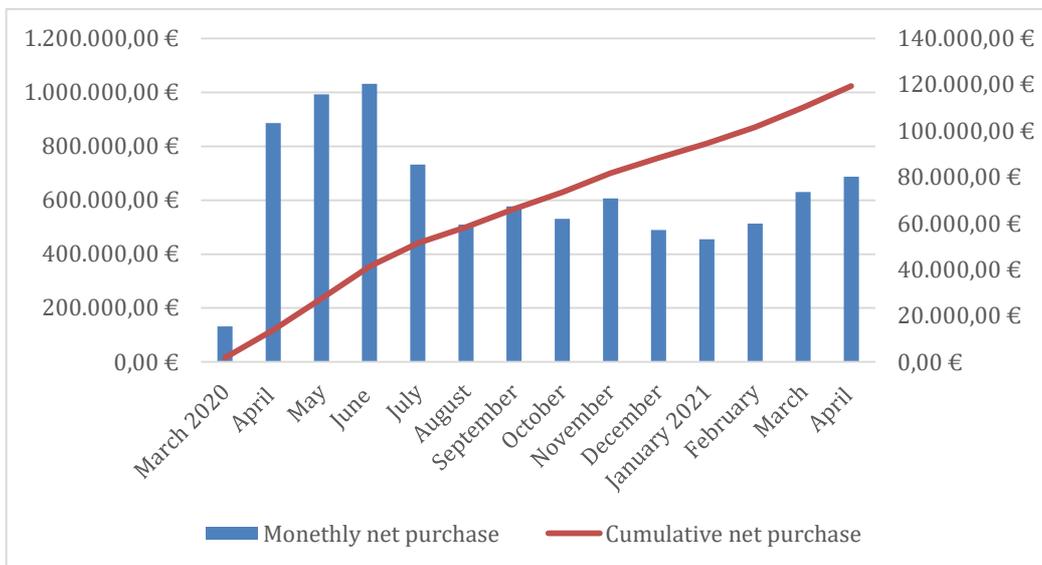
Il 26 marzo 2020 il Consiglio direttivo, convocato da Christine Lagarde, ha deciso l'avvio di un programma temporaneo aggiuntivo denominato *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), per contrastare i gravi rischi per il meccanismo di trasmissione monetaria e per le prospettive di crescita derivanti dalla diffusione del *coronavirus*. Il PEPP prevedeva acquisti aggiuntivi di titoli per complessivi 750 miliardi di euro fino a dicembre 2020. Non ha un importo mensile prestabilito, ma ha una scadenza indicativa che corrisponde con la fine della crisi legata alla pandemia. Il Consiglio direttivo ha la facoltà di allungare la scadenza del programma e di aumentarne l'importo se ritenuto necessario.

Il Comitato direttivo a giugno 2020 ha incrementato il piano di acquisti già in atto di ulteriori 600 miliardi di euro da effettuarsi entro giugno 2021.

A dicembre 2020 per contrastare gli effetti della pandemia sulla crescita economica e inflattiva dei Paesi dell'Eurozona, la dotazione del PEPP è stata incrementata di ulteriori 500 miliardi di euro da utilizzare per gli acquisti di titoli fino a marzo 2022.

Figura 1.3: Acquisti PEPP (milioni di euro)

Months	Monethly net purchase	Cumulative net purchase
March 2020	15.444,00 €	15.444,00 €
April	103.366,00 €	118.810,00 €
May	115.855,00 €	234.665,00 €
June	120.321,00 €	354.986,00 €
July	85.423,00 €	440.409,00 €
August	59.466,00 €	499.875,00 €
September	67.308,00 €	567.183,00 €
October	61.985,00 €	629.168,00 €
November	70.835,00 €	700.003,00 €
December	57.163,00 €	757.166,00 €
January 2021	53.046,00 €	810.212,00 €
February	59.914,00 €	870.126,00 €
March	73.521,00 €	943.647,00 €
April	80.118,00 €	1.023.765,00 €



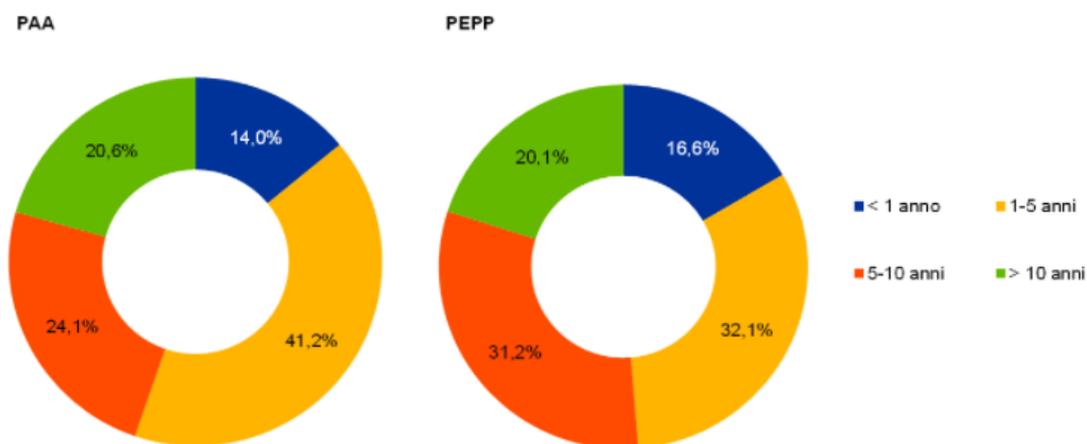
Fonte: elaborazione propria su dati BCE (2021)

Da questo grafico si nota un grande incremento di acquisti PEPP effettuati dopo lo scoppio della pandemia in Europa soprattutto nei primi mesi del 2020 per poi assestarsi da agosto ad acquisti di circa 600 milioni di euro al mese.

Il funzionamento del piano di acquisti del PEPP è analogo a quello del PSPP, ma con minori restrizioni:

- la scadenza residua minima dei titoli scende a 70 giorni;
- gli acquisti vengono condotti in modo flessibile consentendo fluttuazioni nella distribuzione dei flussi di acquisto tra giurisdizioni (verranno apportate modifiche alla distribuzione degli acquisti a seconda delle necessità), anche se il criterio per la ripartizione di tali acquisti rimane il *capital key*;
- gli acquisti dei titoli pubblici effettuati mediante il PEPP non vengono computati al fine del rispetto del limite del 33% per la singola emissione e del totale del debito nazionale in circolazione.

Figura 1.4: Profili per scadenze dei titoli acquistati con APP (o PAA) e PEPP



Fonte: BCE (2021)

Gli acquisti mediante APP e PEPP hanno un profilo simile: il grosso del portafoglio è rappresentato, in entrambi i casi, da titoli con scadenza che vanno da 1 a 10 anni. Circa il 20% dei titoli in portfolio di entrambi i programmi di acquisto ha scadenza superiore a 10 anni, e la quota minoritaria di titoli ha scadenza inferiore ad un anno (titoli a brevissima scadenza). L'obiettivo della BC è mantenere delle condizioni che siano il più possibile stabili ed uniformi attraverso i mercati (anche lungo la curva di scadenza dei titoli in modo trasversale).

3.2 Obiettivi del PEPP

Gli obiettivi del PEPP sono principalmente quelli di contrastare i gravi e crescenti rischi per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e per le prospettive di crescita derivanti dalla diffusione del *coronavirus*. Lo scopo che la

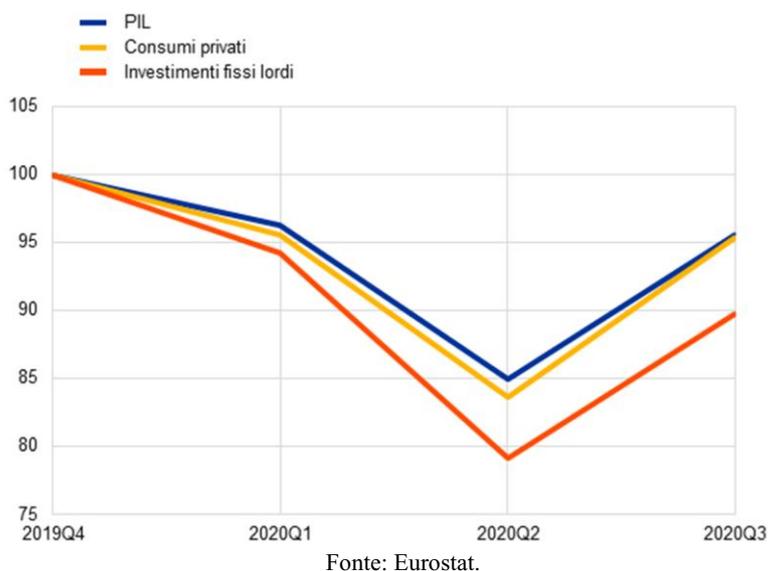
BCE persegue con il PEPP è quello di assicurare finanziamenti accessibili a tutti i settori dell'economia in modo da preservare la capacità produttiva e allo stesso tempo assicurare finanziamenti alle famiglie che permettano di sostenere un certo livello di domanda di beni e servizi. In questo modo si evita una diminuzione consistente dell'inflazione. Oltre alla politica monetaria un ruolo importante è stato svolto dalla politica di bilancio. La politica di bilancio ha rafforzato le politiche monetarie intervenendo sui redditi del settore privato in modo tale da permettere alle banche di sostenere l'economia.

Oggi il problema da superare è la resistenza delle imprese ad investire infatti “secondo una recente indagine della Banca europea per gli investimenti (BEI), oltre l'80% delle imprese europee considera l'incertezza il principale ostacolo agli investimenti; la quota raggiunge il 96 % in Italia”².

In questa fase l'obiettivo principale per le politiche economiche è quello di rassicurare gli operatori e stimolare gli investimenti produttivi. La politica monetaria deve assicurare condizioni stabili di finanziamento a tutti i settori economici.

² <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp201214~f98082db90.it.html>

Figura 1.5: Investimenti delle imprese, consumi privati e PIL nell'area dell'euro (indice: Q4 2019 = 100)



Da questo grafico si deduce che esiste una relazione diretta tra il livello del PIL, i consumi dei privati e gli investimenti delle imprese. In particolare si può notare una drastica diminuzione di tutti e 3 gli indicatori verificatasi nel 2020 a seguito alle restrizioni, decise nei vari paesi, per contrastare il diffondersi della pandemia di *coronavirus*.

3.3 Gli effetti del PEPP sull'economia

La profonda crisi economica globale ha penalizzato Stati e settori economici in maniera differenziata. Le attività più colpite sono quelle dei servizi e del commercio al dettaglio; mentre l'*e-commerce* in questo periodo si è incrementato. La ristorazione, i trasporti e tutte le attività legate al turismo risentono ancora della

pandemia nonostante il PEPP. Il PIL del 2020 dell'Eurozona ha subito una diminuzione del 7,3% rispetto quello del 2019 e il tasso di inflazione annuo si è attestato allo 0,3%. Grazie al PEPP e alla campagna di vaccinazione di massa in atto, si iniziano ad intravedere i primi segnali incoraggianti per l'economia.

Nella riunione della BCE dell'11 marzo 2021 la Presidente della BCE Christine Lagarde ha comunicato le previsioni del PIL per l'Eurozona per il 2021 al 4% (in miglioramento rispetto a quanto previsto a dicembre 2020 del 3,9%) e del 4,1% per il 2022 (in peggioramento rispetto a quanto previsto a dicembre 2020 del 4,2 %).

Il tasso di inflazione, invece, ancora per diverso tempo si attesterà all'1,5%. Nel tempo ci saranno dei picchi inflazionistici, ma si resterà comunque lontani dal raggiungimento della soglia ottimale.

Per il 2021 è previsto un tasso di disoccupazione del 7,4% all'interno dell'area euro. L'aumento dell'inflazione potrebbe essere stato influenzato dall'incremento dei prezzi a seguito della chiusura di varie attività commerciali, dagli spostamenti delle vendite di fine stagione, dalla diversificazione della spesa fra categorie merceologiche, da variazioni temporanee delle imposte indirette in Germania e dagli aumenti del prezzo delle materie prime e delle quotazioni del petrolio legate alla ripresa economica.

La forte politica espansiva del PEPP ha avuto effetti positivi in alcuni settori dell'economia. Il settore produttivo, almeno per quanto riguarda la grande industria, ha quasi raggiunto i livelli pre-crisi, anche grazie agli aiuti messi in campo

singolarmente da ogni Stato e da altre forme di aiuto in ambito Europeo. Le piccole e medie imprese (PMI) corrono il rischio di insolvenza (rischio di non riuscire a rimborsare i prestiti ricevuti) nel caso in cui i tassi di interesse dovessero salire. Le PMI raggiungeranno la redditività pre-crisi solo in un arco di tempo medio-lungo a pandemia ormai debellata.

I settori dei servizi, della cultura, del turismo, dei trasporti e della ristorazione, invece, nonostante gli aiuti messi in campo dai singoli Stati, ancora non hanno ripreso la normale attività, anche a causa delle limitazioni ancora in vigore per contrastare la diffusione del virus.

Il settore bancario, grazie alla massiccia liquidità a disposizione, è stato messo al riparo dai rischi più immediati e può garantire risorse da mettere in campo per le famiglie e le imprese.

Questa situazione di tassi bassi aiuta moltissimo, infatti molti Stati hanno aumentato il proprio debito pubblico, per mettere in atto manovre per fronteggiare la situazione di crisi interna.

In seguito allo scoppio della pandemia e ai numerosi *lockdown* che sono stati adottati nei vari Stati, si è sviluppato il c.d. “*smart working*” (lavoro agile) che consiste nello svolgere la propria attività lavorativa direttamente da casa mediante l'utilizzo del computer e di un collegamento alla rete Internet. Questa modalità ha dato buoni risultati in termini di risparmio sui costi e di produttività dei dipendenti.

Per questo alcune imprese pensano di mantenerla anche successivamente alla fine di quest'emergenza.

Nonostante questi aspetti incoraggianti per gli sviluppi economici ci sono ancora nuvole all'orizzonte. La pandemia in corso continua a rappresentare un rischio per l'economia e i consumatori restano ancora incerti sulle prospettive. In questo momento si guarda al futuro sperando nel successo della campagna vaccinale congiuntamente all'allentamento delle misure di confinamento per avere una ripresa sostanziosa dell'economia.

CONCLUSIONI

Le grandi crisi economiche scoppiate a partire dal 2008 che hanno colpito l'intera economia mondiale hanno dimostrato che queste situazioni non possono essere affrontate esclusivamente con interventi convenzionali di politica monetaria ma vanno affrontate con politiche monetarie fortemente espansive, che allo stesso tempo salvaguardino la stabilità dei prezzi.

La BCE, inizialmente con il programma APP e successivamente con il PEPP, si è posta l'obiettivo di garantire la liquidità al sistema economico, nei limiti della stabilità dei prezzi. Gli interventi effettuati hanno prodotto risultati diversi nei diversi Paesi dell'Eurozona. Attualmente, infatti, è in atto un dibattito tra gli stati dell'Eurozona. Le economie più forti, capeggiate dalla Germania sostengono che gli interventi effettuati con il PEPP debbano ritenersi conclusi in quanto hanno prodotto gli effetti desiderati riportando i livelli economici a quelli pre-crisi (dovuta al *coronavirus*) e anche, seppur leggermente, si è avuto un aumento del livello di inflazione. Gli altri stati, invece, chiedono che il PEPP venga ulteriormente prorogato, fino a quando la ripresa economica si sia rafforzata e il livello di inflazione abbia raggiunto un livello prossimo ma inferiore al 2%.

Gli interventi di politica monetaria non convenzionali sicuramente producono uno stimolo all'economia, ma non possono essere protratti all'infinito, in quanto alla lunga altererebbero le normali condizioni di mercato. Questi interventi

andranno progressivamente limitati fino a scomparire, in modo da non provocare pesanti ricadute sull'economia e sull'inflazione all'interno dei singoli Paesi.

BIBLIOGRAFIA

- Alessandrini P. (2015). *Economia e politica della moneta. Nel labirinto della finanza*, Bologna: Il Mulino.
- Banca centrale europea (2015). *Bollettino economico n.7*, Banca centrale europea, Francoforte.
- Banca centrale europea (2017). *Bollettino economico n.2*, Banca centrale europea, Francoforte.
- Banca centrale europea (2017). *Bollettino economico n.7*, Banca centrale europea, Francoforte.
- Banca centrale europea (2021). *Bollettino economico n.1*, Banca centrale europea, Francoforte.
- Banca centrale europea (2021). *Bollettino economico n.2*, Banca centrale europea, Francoforte.
- Dornbusch R. Fischer S. Startz R. Canullo G. Pettenati P. (2016). *Macroeconomia*, Milano: McGraw-Hill.

SITOGRAFIA

www.bancaditalia.it
www.ecb.europa.eu
<https://eur-lex.europa.eu/>
www.ilsole24ore.com
www.milanofinanza.it
www.morningstar.it
www.repubblica.it