



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE

FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea triennale in  
**Economia e Commercio**

**OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO PRIMA E DOPO  
L'EMERGENZA CORONAVIRUS**

**REFINANCING OPERATIONS BEFORE AND AFTER  
CORONAVIRUS EMERGENCY**

Relatrice:

Prof.ssa Giulia Bettin

Rapporto Finale di:

Barigelli Chiara

Anno Accademico 2019/2020



*A mio padre il mio eroe, a mia madre il mio angelo custode.*

*A Sofia e Sofia che custodiscono la parte migliore di me,*

*che sono luce costante nella mia vita,*

*un legame unico che a parole è difficile da spiegare*

*che per gelosia lo custodisco solo per me.*

*Alle mie amiche Sofia, Sofia, Alessia, Margherita e Eleonora*

*per esserci sempre state e pronte in qualsiasi momento a supportarmi*

*e a incoraggiarmi a dare sempre il meglio.*

*Ai miei amici Matteo, Christian, Edoardo e Nicola*

*che non potrò mai ringraziare abbastanza per avermi insegnato a guardare la realtà*

*e soprattutto a viverla con più spensieratezza, leggerezza e purezza*

*e per aver tirato fuori in me i sorrisi più veri.*

*A Cristian amico fondamentale in questo mio percorso,*

*a lui va la metà dei meriti.*

*E infine a me stessa immensamente grata di aver intorno a me tutto questo*

*e orgogliosa di aver raggiunto, solo esclusivamente con le mie forze,*

*uno dei traguardi più difficili.*

## INDICE

INTRODUZIONE	1
Capitolo 1	2
ASSETTO OPERATIVO DELLA POLITICA MONETARIA	2
1.1. La politica monetaria della Banca Centrale Europea	2
1.2. Operazioni di mercato aperto	3
1.2.1 Operazioni di rifinanziamento principale	4
1.2.2 Operazioni di fine tuning	5
1.2.3 Operazioni di tipo strutturale	6
1.2.4 Le operazioni di rifinanziamento a lungo termine	7
Capitolo 2	8
STRUMENTI PER LE OPERAZIONI DI MERCATO APERTO	8
2.1 Le operazioni temporanee	8
2.2 Le operazioni definitive	8
2.3 Le operazioni di swap in valuta	9
2.4 La raccolta di depositi a tempo determinato	9
2.5 L'emissione di certificati di debito della BCE	9
Capitolo 3	10
PROCEDURE D'ASTA	10
3.1 Le aste	10
Capitolo 4	12
LE OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO A PIÙ LUNGO TERMINE	12
4.1 Misure non convenzionali adottate dalla BCE	12
4.2 Terzo programma delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO-III)	15
4.3 Adozione programma TLTRO-III al caso Coronavirus	16
CONCLUSIONE	21
BIBLIOGRAFIA	22
SITOGRAFIA	23

## **INTRODUZIONE**

L'obiettivo principale del Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC) è il mantenimento della stabilità dei prezzi e quest'ultima è la condizione necessaria per sostenere le politiche generali dell'Unione europea, dirette a conseguire una crescita economica equilibrata che miri alla piena occupazione, e più in generale, al benessere dei cittadini.

Pertanto questo elaborato si soffermerà soprattutto nell'analizzare gli strumenti utilizzati dalla SEBC ossia le operazioni di mercato aperto.

Questo documento si divide in quattro capitoli: il Capitolo 1 offre una sintesi dell'assetto operativo della politica monetaria dell'Eurosistema e descrivere le operazioni di mercato aperto. Il Capitolo 2 è focalizzato sugli strumenti a disposizione dell'Eurosistema per attuare le operazioni di mercato aperto, mentre il Capitolo 3 chiarisce le procedure seguite nell'attuazione degli interventi di politica monetaria. Infine il Capitolo 4 espone i diversi programmi di TLTRO che sono stati attivati negli anni, fino ad arrivare agli ultimi che sono stati rafforzati con le decisioni prese della BCE per fronteggiare l'emergenza Coronavirus.

La Banca d'Italia ha concorso attivamente alla definizione delle misure di politica monetaria indotte dal Consiglio direttivo della BCE in risposta alla crisi pandemica.

## **Capitolo 1**

### **ASSETTO OPERATIVO DELLA POLITICA MONETARIA**

#### **1.1. La politica monetaria della Banca Centrale Europea**

Il Sistema europeo di banche centrali (SEBC) è composto dalla Banca centrale europea (BCE) e dalle banche centrali nazionali degli Stati membri della UE. Le attività del SEBC sono svolte ai sensi del Trattato istitutivo della Comunità europea (Trattato di Maastricht) e dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea. Il SEBC è governato dagli organi decisionali della BCE. A tale riguardo, il Consiglio direttivo della BCE è responsabile della formulazione della politica monetaria, mentre al Comitato esecutivo è demandata l'attuazione della politica monetaria secondo le decisioni e gli indirizzi stabiliti dal Consiglio direttivo. Nella misura ritenuta possibile e appropriata e al fine di assicurare efficienza operativa, la BCE farà ricorso alle banche centrali nazionali per svolgere le operazioni che rientrano tra i compiti dell'Eurosistema. Le operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema sono attuate in base a termini e condizioni uniformi in tutti gli Stati membri.

L'obiettivo primario dell'Eurosistema è il mantenimento della stabilità dei prezzi, così come sancito nell'art 105 del Trattato. Senza pregiudicare l'obiettivo primario, l'Eurosistema deve dare sostegno all'insieme delle politiche economiche della Comunità europea. Nel perseguimento dei propri obiettivi l'Eurosistema deve agire in conformità con il principio di una economia di mercato, aperta e in libera concorrenza, favorendo un'allocazione efficiente delle risorse.

Per il raggiungimento dei propri obiettivi, l'Eurosistema ha a disposizione un insieme di strumenti di politica monetaria:

- operazioni di mercato aperto;
- operazioni attivabili su iniziativa delle controparti;
- riserva obbligatoria.

Di questi strumenti si tratterà solo di operazioni di mercato aperto.

## **1.2. Operazioni di mercato aperto**

L'insieme principale di operazioni condotte dalla BCE è costituito dalle operazioni di mercato aperto. Questo termine identifica le operazioni che sono eseguite per iniziativa della BCE nell'ambito del mercato monetario, caratterizzato da operazioni con scadenza inferiore a 1 anno.

Lo scopo che la BCE realizza attraverso le operazioni di mercato aperto è quello di fornire fondi liquidi alle controparti di tali operazioni, generalmente banche attive all'interno dell'area euro. Il prestito avviene sempre contro l'offerta di una garanzia collaterale, al fine di proteggere l'Eurosistema dai rischi finanziari insiti in ogni operazione di prestito.

Normalmente, tale prestito ha luogo sotto forma di doppie transazioni. La Banca Centrale acquista attività finanziarie da una controparte in cambio di base monetaria<sup>1</sup>.

Contestualmente, la controparte si impegna a riacquistare tali attività dopo un certo periodo di tempo. Quando il riacquisto ha luogo, la base monetaria immessa nel sistema all'inizio dell'operazione è ritirata dalla circolazione.

<sup>1</sup> La base monetaria rappresenta la quantità di moneta, ed è costituita da banconote, monete e depositi presso la Banca Centrale. La base monetaria viene immessa nel sistema monetario-finanziario attraverso l'acquisto di titoli di Stato da parte della Banca Centrale. Tale acquisto comporta un debito da parte della Banca Centrale nei confronti delle banche presso le quali erano detenuti i titoli acquistati. Pertanto, la creazione di moneta attraverso l'acquisto di titoli comporta che l'ammontare della base monetaria sia contabilizzata nelle passività del bilancio della Banca Centrale, mentre il valore dei titoli acquistati dalla Banca Centrale è registrato nelle attività della stessa Banca, trattandosi di un credito nei confronti dell'emittente (ovvero lo Stato).

Rispetto alla manovra delle riserve obbligatorie e al rifinanziamento delle banche, le operazioni di compravendita dei titoli risultano molto più flessibili anche per le necessità di breve periodo.

Con riferimento agli obiettivi, ai tempi e alle procedure adottate, le operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema possono dividersi in quattro categorie:

1. operazioni di rifinanziamento principale;
2. operazioni di *fine tuning*;
3. operazioni strutturali
4. operazioni di rifinanziamento a lungo termine.

### **1.2.1 Operazioni di rifinanziamento principale**

Le operazioni di mercato aperto principale costituiscono le operazioni di mercato aperto più importanti condotte nell'ambito dell'Eurosistema. Esse svolgono un ruolo fondamentale nell'orientare i tassi d'interesse, nella gestione della liquidità da parte delle banche e nel segnalare la posizione di politica monetaria della BCE. Forniscono, inoltre, l'ammontare principale della liquidità che affluisce dalla Banca Centrale al sistema bancario. Queste operazioni vengono effettuate a livello decentrato dalle BCN mediante aste standard che si tengono con frequenza settimanale e hanno una durata pari a una settimana.

Dall'inizio del 1999 a giugno 2000 l'Eurosistema ha condotto le operazioni di rifinanziamento principali sotto forma di aste a tasso fisso. Dal 27 giugno 2000 è stato adottato il sistema a tasso variabile con tasso minimo di offerta, utilizzando un metodo di aggiudicazione a tasso multiplo (asta di tipo americano). Il cambiamento è stato motivato dai significativi eccessi di richiesta (*overbidding*) nelle operazioni di rifinanziamento principali a tasso fisso, conseguiti alla persistenza, nella prima parte del 2000, di un ampio divario fra i

tassi del mercato monetario e il tasso fisso applicato alle operazioni. Tale divario, causato soprattutto da aspettative di ulteriori aumenti dei tassi di riferimento della BCE nella primavera di quell'anno, rendeva molto conveniente la raccolta di fondi presso la banca centrale e determinava quindi un significativo aumento delle richieste in asta da parte delle banche. In un'asta a tasso variabile queste non hanno invece alcun incentivo a presentare richieste in eccesso, poiché per ottenere un maggior volume di liquidità dovrebbero pagare un prezzo più elevato.

### **1.2.2 Operazioni di fine tuning**

Le operazioni *fine tuning* non hanno né frequenza né scadenza standardizzata e possono essere utilizzate sia per immettere sia per assorbire liquidità. Esse mirano a regolare le condizioni di liquidità e ad influenzare i tassi di interesse del mercato monetario, in particolare ad attenuare gli effetti di fluttuazioni impreviste della liquidità sui tassi di interesse. Queste particolari operazioni di mercato aperto svolgono inoltre un ruolo importante nel sostenere il regolare funzionamento dei mercati e nel fornire liquidità in circostanze eccezionali, come quelle verificatesi in seguito agli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001 negli Stati Uniti.

Per via della loro finalità, le operazioni *fine tuning* sono normalmente condotte mediante aste "veloci", che si svolgono nell'arco di un'ora dal momento dell'annuncio a quello della comunicazione dei risultati. Esse possono anche essere eseguite con procedura bilaterale, in base alla quale l'Eurosistema effettua una transazione con una o più controparti senza ricorrere a meccanismi d'asta.

Data l'eventualità di dover reagire rapidamente a sviluppi inattesi sul mercato, è opportuno che l'Eurosistema disponga di un'ampia flessibilità nel determinare le caratteristiche delle operazioni *fine tuning*. Queste sono condotte normalmente a livello

decentrato dalle BCN, ma il Consiglio direttivo può decidere, in circostanze eccezionali, che siano svolte direttamente dalla BCE. Per ragioni di ordine pratico, alle operazioni in questione può partecipare soltanto un numero ristretto di controparti selezionate.

Le operazioni *fine tuning* possono assumere la forma di operazioni temporanee, operazioni definitive, *swap* in valuta e raccolta di depositi a tempo determinato (se ne parlerà nel capitolo 2). Tuttavia il bisogno di ricorrere a queste operazioni è limitato.

### **1.2.3 Operazioni di tipo strutturale**

Le operazioni di tipo strutturale hanno lo scopo di correggere la posizione strutturale di liquidità dell'Eurosistema nei confronti del sistema bancario, ossia l'ammontare di liquidità a lungo termine presente nel mercato. In quest'ambito possono essere impiegate operazioni temporanee, operazioni definitive o emissioni di certificati di debito.

In linea di principio, le operazioni di tipo strutturale sono utilizzabili sia per immettere sia per assorbire liquidità con frequenza regolare o non regolare. Esse possono essere condotte mediante aste standard e avere scadenza non standardizzata. Le operazioni di tipo strutturale di carattere definitivo sono effettuate attraverso procedure bilaterali. Infine, possono essere condotte a livello decentrato ed essere accessibili a tutte le controparti che soddisfano i criteri generali di idoneità.

### **1.2.4 Le operazioni di rifinanziamento a lungo termine**

Oltre alle operazioni di rifinanziamento principale che hanno luogo ogni settimana, l'Eurosistema esegue operazioni di rifinanziamento a lungo termine con scadenza mensile e scadenza trimestrale. L'obiettivo di queste operazioni è quello di fornire liquidità al sistema bancario per un periodo di tempo più lungo rispetto alle operazioni di rifinanziamento

principale. Si ritiene che ciò sia utile per evitare che tutta la liquidità che circola all'interno del mercato debba essere rinnovata ogni settimana o ogni due settimane, rifornendo il sistema bancario di una base liquida più stabile. Come le operazioni di rifinanziamento principale, queste operazioni a lungo termine sono condotte con aste standard a livello decentrato e vi possono accedere tutte le controparti che soddisfano i criteri generali di idoneità.

Poiché non si è ritenuto opportuno influenzare i tassi del mercato monetario in più di un punto della struttura per scadenze, l'Eurosistema non fissa tassi di riferimento per le operazioni di rifinanziamento a lungo termine. Per non disturbare il segnale proveniente dalle operazioni di rifinanziamento principale, le aste si svolgono secondo il sistema a tasso variabile, con volumi di aggiudicazione già assegnati. Il Consiglio direttivo indica anticipatamente gli importi di volta in volta assegnati.

## Capitolo 2

### STRUMENTI PER LE OPERAZIONI DI MERCATO APERTO

L'Eurosistema dispone di cinque tipologie di strumenti per la conduzione delle operazioni di mercato aperto. Lo strumento più importante è rappresentato dalle operazioni temporanee e possono essere impiegate per ogni genere di intervento sulla liquidità. L'Eurosistema dispone di altri tre strumenti con i quali può effettuare operazioni di *fine tuning*: le operazioni definitive, gli *swap* in valuta e la raccolta di depositi a tempo determinato. Infine, nelle operazioni di tipo strutturale, la BCE può emettere certificati di debito.

#### 2.1 Le operazioni temporanee

Questo tipo di operazioni svolgono il principale compito di immettere liquidità in cambio di titoli ceduti a garanzia dalle banche. Mediante le operazioni temporanee l'Eurosistema acquista o vende attività nella forma di contratti di vendita (acquisto) a pronti con patto di riacquisto (rivendita) a termine oppure eroga credito a fronte di attività idonee costituite in garanzia. Tale tipologia di strumenti è utilizzata per le operazioni di rifinanziamento principale e a lungo termine. Inoltre, l'Eurosistema può ricorrervi per effettuare operazioni di tipo strutturale e di *fine tuning*.

#### 2.2 Le operazioni definitive

Le operazioni definitive di mercato aperto consentono all'Eurosistema di acquistare o vendere a titolo definitivo attività idonee sul mercato. Tali operazioni vengono effettuate solo per finalità strutturali o di *fine tuning*.

### **2.3 Le operazioni di *swap* in valuta**

Le operazioni di *swap* in valuta condotte a fini di politica monetaria consistono in transazioni simultanee a pronti o a termine di euro contro una valuta estera. Esse possono essere utilizzate a scopo di *fine tuning*, principalmente col fine di regolare le condizioni di liquidità sul mercato e di controllare i tassi di interesse.

### **2.4 La raccolta di depositi a tempo determinato**

L'Eurosistema può invitare le controparti a collocare depositi a tempo determinato remunerati presso la BCN dello Stato membro in cui queste hanno sede. La raccolta di depositi a tempo determinato è prevista soltanto come strumento di *fine tuning* inteso ad assorbire liquidità sul mercato.

### **2.5 L'emissione di certificati di debito della BCE**

La BCE può emettere certificati di debito con l'obiettivo di regolare la posizione strutturale dell'Eurosistema nei confronti del settore finanziario, in modo da creare o accrescere il fabbisogno di liquidità nel mercato.

## Capitolo 3

### PROCEDURE D'ASTA

#### 3.1 Le aste

L'Eurosistema opera attraverso due tipi di asta: standard e veloci. Le procedure previste per i due tipi di asta sono identiche, tranne che per i tempi di esecuzione e per la gamma delle controparti partecipanti.

Nel contesto dell'assetto operativo dell'Eurosistema, sono definite "standard" le aste effettuate secondo un calendario preannunciato e completate nell'arco di 24 ore dalla pubblicazione dell'annuncio alla comunicazione dei risultati. Ad esse può partecipare ogni controparte che soddisfi i criteri generali di idoneità. In linea di principio, tutte le istituzioni creditizie situate nell'area dell'euro sono potenzialmente controparti idonee dell'Eurosistema.

Le aste veloci sono di norma effettuate nell'arco di 90 minuti dall'annuncio alla comunicazione dei risultati che viene immediatamente seguita dalla conferma dei singoli importi assegnati. I tempi normali di esecuzione delle fasi operative di un'asta veloce sono illustrati nella figura sottostante. Qualora lo ritenga opportuno, la BCE può decidere di modificare i tempi previsti per l'esecuzione di singole operazioni. Le aste veloci sono utilizzate soltanto per l'esecuzione di operazioni di *fine tuning*. L'Eurosistema può selezionare un numero limitato di controparti da ammettere alle aste veloci.

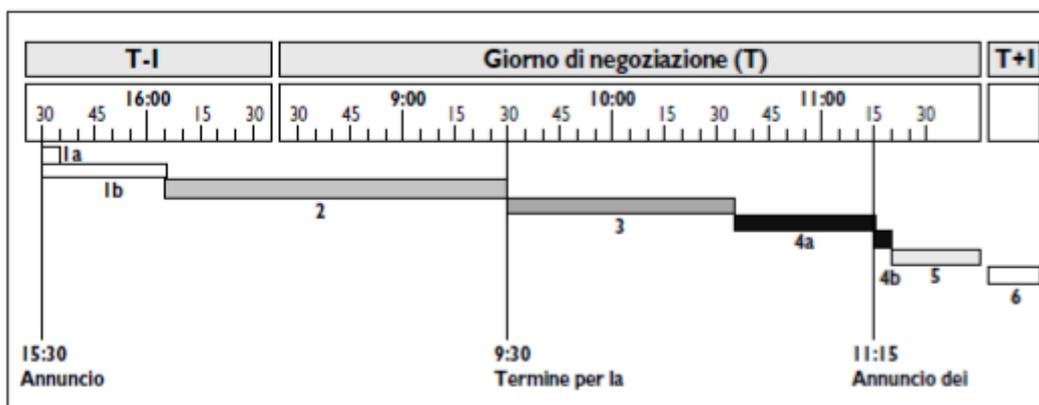


Figura 1 Fasi operative delle procedure d'asta

Il SEBC ha la possibilità di effettuare aste a tasso fisso (sulle quantità) o tasso variabile (sul tasso di interesse). In un'asta a tasso fisso, il tasso di interesse è stabilito preventivamente dal Consiglio direttivo e le controparti si limitano a indicare l'ammontare richiesto al tasso prefissato. In un'asta a tasso variabile, esse specificano sia l'importo desiderato sia il tasso di interesse al quale sono disposte a effettuare l'operazione. Il Consiglio direttivo può fissare un tasso minimo di offerta, allo scopo di segnalare l'orientamento della politica monetaria.

In entrambe le procedure il Consiglio stabilisce il volume di liquidità. Nelle aste a tasso fisso ciò implica un'aggiudicazione con riparto, in proporzione al rapporto fra l'ammontare totale delle offerte presentate e quello della liquidità resa disponibile. Nelle aste a tasso variabile vengono soddisfatte per prime le offerte ai tassi più elevati e in seguito quelle a tassi via via più bassi, fino a esaurimento dell'ammontare previsto per l'operazione.

## Capitolo 4

# LE OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO A PIÙ LUNGO TERMINE

### 4.1 Misure non convenzionali adottate dalla BCE

La gravità della crisi finanziaria, che si è prolungata nel corso degli anni soprattutto in Europa, ha indotto tutte le Banche centrali ad ampliare non solo l'entità ma anche le articolazioni degli interventi. Sono state aggiunte politiche definite non convenzionali per indicare il loro carattere innovativo e straordinario. L'obiettivo comune è stato quello di attuare politiche monetarie fortemente espansive in termini sia della disponibilità sia del costo dei finanziamenti.

Queste misure sono in genere dirette al settore bancario, poiché le imprese dell'area euro dipendono soprattutto dal finanziamento delle banche, piuttosto che dal finanziamento sui mercati dei capitali.

Oltre alle principali misure non convenzionali adottate dalla BCE, ci sono altre due misure, ossia le LTRO e TLTRO che sono delle modifiche alle regolari operazioni di mercato aperto.

Le LTRO, ossia le operazioni di rifinanziamento a lungo termine (*Longer-Term Refinancing Operation*), sono normalmente delle transazioni tese a fornire liquidità al sistema e di regola sono condotte con cadenza mensile e scadenza a tre mesi. È però possibile che le LTRO avvengano anche a intervalli irregolari e con altre scadenze.

Di solito gli attori di queste immissioni di liquidità sono le Banche Centrali che operano sulla base di aste standardizzate e di calendari prestabiliti. Solitamente questi strumenti servono solo per una efficiente gestione della liquidità nell'Eurosistema.

Nel 2008 la BCE ha dapprima raddoppiato da tre a sei mesi la durata delle stesse ed in seguito ha raddoppiato nuovamente portando la durata a dodici mesi. Lo scopo era quello di fornire certezza e liquidità al mercato dei prestiti interbancari in un momento in cui era bloccato.

Le operazioni di rifinanziamento mirate a più lungo termine (*Targeted Longer Term Refinancing Operation*, TLTROs) rappresentano operazioni di rifinanziamento a lungo termine attraverso le quali le banche possono raccogliere mezzi finanziari a condizioni più vantaggiose rispetto al mercato. In questo modo secondo le previsioni della BCE, le migliori condizioni di finanziamento offerte alle banche avrebbero portato ad un allentamento nelle condizioni di concessione di credito da parte di quest'ultime, contribuendo allo stimolo dell'economia reale attraverso un maggior livello di prestiti concessi. Questa tipologia di operazioni è stata resa necessaria per effetto del ruolo dominante nella struttura finanziaria del settore bancario nell'economia dell'area euro, dato che la debolezza del credito bancario rappresenta uno dei fattori frenanti della ripresa.

Le TLTRO condotte fino a marzo 2017 sono state avviate in due distinti programmi:

- TLTRO I : annunciata il 5 giugno 2014 è composta da due TLTRO condotte nel 2014 (settembre e dicembre) e da operazioni trimestrali nel periodo compreso tra marzo 2015 e giugno 2016;
- TLTRO II : annunciata il 10 marzo 2016 è composta da quattro TLTRO condotte trimestralmente tra giugno 2016 e marzo 2017.

Tutte le TLTRO hanno una scadenza fissata nel settembre 2018: in questo modo, la maturità massima di questi rifinanziamenti è pari a quattro anni, per poi diminuire progressivamente. Inoltre, alle controparti partecipanti viene offerta la possibilità di restituire l'importo delle TLTRO dopo due anni dall'emissione dei finanziamenti a loro concessi.

Le TLTRO sono del tutto riconducibili alle LTRO, ma presentano marcate differenze in tema di importo massimo dei finanziamenti: infatti, l'ammontare delle TLTRO si basa sull'attività di prestito delle controparti idonee. Inizialmente, ossia nella TLTRO I, l'importo massimo concesso alle banche era pari a 7% dell'ammontare totale dei prestiti erogati al settore privato non finanziario dell'area euro, esclusi i prestiti concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, in essere al 30 aprile 2014. Tuttavia, nel periodo compreso fra marzo 2015 e giugno 2016, le banche presero a prestito tramite le TLTRO fino a tre volte la differenza positiva tra credito netto e il valore di riferimento fissato in base al credito netto concesso al settore privato non finanziario nei 12 mesi precedenti il 30 aprile 2014.<sup>2</sup>

A partire da 24 mesi dopo ciascuna operazione di rifinanziamento a lungo termine, le controparti hanno avuto l'opzione di rimborsare con frequenza semestrale qualsiasi quota degli importi ottenuti nel quadro di tale operazione. Vigeva poi l'obbligo per chi non avesse utilizzato queste risorse per il fine a esse destinato, di rimborsare questi finanziamenti a quote prestabilite.

Un'altra differenza con le LTRO consiste nelle controparti partecipanti alle TLTRO: infatti, mentre i finanziamenti tramite le LTRO erano subordinate a delle condizioni fissate dalla BCE, nelle TLTRO possono partecipare anche controparti non completamente idonee secondo gli standard BCE attraverso la loro aggregazione con gli istituti di credito idonei nei cosiddetti "gruppi TLTRO". In questo modo, la partecipazione alle TLTRO è stata decisamente ampia sia in termini di enti partecipanti che di paesi dell'area euro coinvolti in tali operazioni. Inoltre, le condizioni di finanziamento vantaggiose hanno consentito alle banche beneficiarie delle TLTRO di migliorare la propria posizione all'interno del mercato dei prestiti.

<sup>2</sup> In caso di credito netto positivo, il valore di riferimento fissato è pari a zero, mentre, in caso di differenza negativa, il valore di riferimento fino al 30 aprile 2015 era calcolato in base alla media mensile dei prestiti netti concessi nei 12 mesi precedenti al 30 aprile 2014. Dal 30 aprile 2015 al 30 aprile dell'anno successivo, il valore di riferimento fu pari a zero.

## 4.2 Terzo programma delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO-III)

A marzo 2019 il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato una terza fase delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO-III) che mirano a preservare condizioni favorevoli del credito bancario e a sostenere l'orientamento accomodante della politica monetaria. Esse sono state condotte con frequenza trimestrale da settembre 2019 a marzo 2021. Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha stabilito, il 6 giugno 2019, i parametri di riferimento del TLTRO-III, inclusi i tassi di interesse. Alcuni di questi parametri sono stati rivisti dal Consiglio direttivo in data 12 settembre 2019, alla luce del peggioramento del quadro economico. I dettagli sono i seguenti:

- il tasso di interesse per ciascuna operazione è fissato ad un livello pari al tasso medio applicato alle operazioni di rifinanziamento principale dell'Eurosistema per la durata della rispettiva TLTRO-III. Per le controparti i cui prestiti idonei netti tra la fine di marzo 2019 e la fine di marzo 2021 superino i rispettivi livelli di riferimento (*benchmark net lending*), il tasso applicato sarà inferiore, fino a un livello pari al tasso medio applicato ai depositi presso la banca centrale per la durata della rispettiva operazione. Questo adeguamento migliorerà l'efficacia delle operazioni aumentando il sostegno che forniscono alle condizioni di finanziamento delle banche, in modo che quest'ultime possano continuare a prestare a imprese e famiglie a condizioni favorevoli.
- la scadenza delle operazioni TLTRO-III è stata estesa a tre anni dalla data di regolamento. Questa scadenza più lunga è meglio allineata a quella dei prestiti

bancari utilizzati per finanziare progetti di investimento e migliora quindi il sostegno che le operazioni forniranno al finanziamento dell'economia reale.

- a seguito dell'estensione della scadenza delle operazioni TLTRO-III, le controparti saranno in grado di rimborsare gli importi presi in prestito nell'ambito delle TLTRO-III prima della loro scadenza finale, con una frequenza trimestrale a partire da due anni dopo il regolamento di ciascuna operazione. Tali modifiche si applicheranno a partire dalla prima operazione di TLTRO-III che sarà il 19 settembre 2019.
- Con il programma TLTRO-III le controparti hanno ottenuto finanziamenti per un importo massimo fino al 30 per cento dello stock di prestiti idonei al 28 febbraio 2019, detratti i finanziamenti ancora in essere ottenuti nell'ambito del programma TLTRO-II.

### **4.3 Adozione programma TLTRO-III al caso Coronavirus**

A marzo 2020, il Consiglio direttivo, a fronte dell'emergenza Covid-19, ha introdotto condizioni più favorevoli per le operazioni, che saranno applicate nel periodo compreso tra giugno 2020 e giugno 2021.

Vediamo ora le condizioni applicate dal 12 marzo 2020:

- più operazioni favorevoli per sostenere i prestiti bancari alle persone maggiormente colpite dalla diffusione del Coronavirus, in particolare le piccole e medie imprese
- nel periodo compreso tra il 24 giugno 2020 e il 23 giugno 2021 si applicherà un tasso di interesse su tutte le operazioni TLTRO III che sarà inferiore di 25 punti base rispetto al tasso medio applicato alle operazioni di rifinanziamento principale dell'Eurosistema nello stesso periodo. Durante questo periodo, per le controparti i cui prestiti idonei netti tra la fine di marzo 2020 e la fine di marzo 2021 eguagliano i

rispettivi livelli di riferimento (*benchmark net lending*), il tasso applicato sarà inferiore di 25 punti base rispetto al tasso medio applicato ai depositi presso la banca centrale e comunque non superiore al -0,75%

- le controparti beneficeranno della massima riduzione del tasso se le consistenze dei prestiti idonei in essere al 31 marzo 2021 supereranno il loro livello di riferimento (*benchmark stock of eligible loans*) del 2,5 per cento. Al di sotto di tal soglia, il tasso sarà ridotto in proporzione lineare alla percentuale di eccedenza effettivamente conseguita dalla controparte rispetto al proprio livello di riferimento
- per le controparti i cui prestiti idonei netti registrino un aumento nei dodici mesi antecedenti al 31 marzo 2019, il *benchmark net lending* è fissato a zero. Per le controparti i cui prestiti idonei netti registrino una diminuzione nei dodici mesi antecedenti al 31 marzo 2019, il *benchmark net lending* è pari a tale diminuzione. Le condizioni di tasso da applicare alle TLTRO III saranno comunicate alle controparti partecipanti a settembre 2021
- è prevista un'opzione di rimborso volontario esercitabile trimestralmente una volta trascorsi 12 mesi (invece di 24 mesi) dal regolamento di ciascuna operazione, a partire da settembre 2021
- nella stessa occasione il Consiglio direttivo ha aumentato il finanziamento massimo ottenibile al 50 per cento dello stock di prestiti idonei al 28 febbraio 2019, ha eliminato il limite di offerta per singola asta e inoltre il livello massimo di finanziamento che le controparti hanno ottenuto nelle prime due operazioni è stato limitato al 10 per cento del loro stock di prestiti idonei al 28 febbraio 2019

Nella riunione del 30 aprile 2020 il Consiglio direttivo della BCE ha adottato le seguenti decisioni di politica monetaria:

- il Consiglio ha stabilito di ridurre il tasso di interesse delle TLTRO III nel periodo compreso tra giugno 2020 e giugno 2021 a 50 punti base al di sotto del tasso medio sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema nel corso dello stesso periodo. Inoltre, le controparti i cui prestiti idonei raggiungeranno la soglia definita beneficeranno, sempre nel periodo compreso tra giugno 2020 e giugno 2021, di un tasso di interesse inferiore di 50 punti base rispetto al tasso medio applicato ai depositi presso la banca centrale per la durata dello stesso periodo
- dalla fine di marzo sono stati effettuati acquisti nell'ambito del nuovo programma di acquisto per l'emergenza pandemica (PEPP) del Consiglio direttivo, che ha una dotazione finanziaria complessiva di 750 miliardi di euro, per allentare l'orientamento complessivo della politica monetaria e per contrastare i gravi rischi a cui il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e le prospettive per l'area dell'euro sono esposti a causa della pandemia di Coronavirus. Tali acquisti continueranno a essere effettuati in maniera flessibile nel corso del tempo
- già come era stato stabilito a marzo, anche ad aprile i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,00%, allo 0,25% e al -0,50%. il Consiglio direttivo si attende che i tassi di interesse di riferimento della BCE si mantengano su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché non vedrà le prospettive di inflazione convergere saldamente su un livello sufficientemente prossimo ma inferiore al 2% nel suo orizzonte di proiezione

Sono state poi adottate ulteriori misure per i periodi di giugno, luglio e settembre.

- il Consiglio direttivo proseguirà gli acquisti nell'ambito del PEPP con una dotazione finanziaria totale di 1.350 miliardi di euro. Tali acquisti concorreranno ad allentare l'orientamento complessivo della politica monetaria, contribuendo così a compensare lo spostamento verso il asso connesso alla pandemia nel profilo previsto per l'inflazione. Gli acquisti continueranno a essere effettuati in maniera flessibile nel corso del tempo e ciò consente al Consiglio di contrastare efficacemente i rischi per l'ordinata trasmissione della politica monetaria
- l'orizzonte degli acquisti netti di attività nell'ambito del PEPP sarà esteso sino alla fine di giugno 2021 e, in ogni caso, il Consiglio direttivo condurrà gli acquisti finché non riterrà conclusa la fase critica legata al Coronavirus
- Il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PEPP sarà reinvestito almeno sino alla fine del 2022. In ogni caso, la futura riduzione del portafoglio del PEPP sarà gestita allo scopo di evitare interferenze con l'adeguato orientamento di politica monetaria
- i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono rimasti invariati dalle direttive emanate dal Consiglio direttivo espresse nei periodi di marzo e aprile 2020

Il Consiglio direttivo continuerà a fornire abbondante liquidità attraverso le proprie operazioni di rifinanziamento. In particolare, l'ultima operazione della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO III) ha registrato un

volume molto elevato dei fondi erogati, sostenendo il credito bancario alle imprese e famiglie.

## CONCLUSIONE

L'epidemia di Coronavirus e le misure di *lockdown* messe in atto dai governi per arginarla hanno generato rilevanti contraccolpi sulle prospettive economiche a livello globale. Il crollo dei flussi turistici, la riduzione del commercio internazionale, l'interruzione di un ampio ventaglio di attività produttive e commerciali e il calo della domanda di beni e servizi hanno rappresentato i principali canali di trasmissione degli effetti della pandemia al sistema economico. La recessione che ne è derivata e l'elevata incertezza sulle ripercussioni economiche della pandemia si sono riflesse in un brusco innalzamento della volatilità e dell'avversione al rischio sui mercati finanziari. In tutti i principali paesi le autorità monetarie hanno introdotto misure espansive straordinarie per garantire liquidità ai mercati, sostenere il credito a famiglie e imprese e stimolare la domanda di beni, servizi e investimenti.

Le misure di politica monetaria introdotte in risposta alla crisi da Coronavirus si inseriscono in un quadro macroeconomico già caratterizzato da un orientamento monetario particolarmente espansivo contraddistinto, oltre che dalle misure non-convenzionali, dal livello eccezionalmente basso dei tassi ufficiali e dalle indicazioni prospettiche sui tassi di riferimento della politica monetaria, sull'andamento degli acquisiti netti del programma di acquisto di attività (PAA) e sulla politica del reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito del PAA. Tutte queste indicazioni hanno lo scopo di segnalare che la politica monetaria resterà espansiva per un prolungato periodo di tempo.

Nell'attuale contesto economico in rapida evoluzione, il Consiglio direttivo ha ribadito che resta pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti, ove opportuno, per assicurare che l'inflazione continui ad avvicinarsi stabilmente al livello perseguito.

## **BIBLIOGRAFIA**

Alemanni, Barbara. Anolli, Mario. Saunders, Anthony e Cornett, Marcia Millon. *Economia degli intermediari finanziari*, McGraw Hill Education, 2015

Alessandrini, Pietro. *Economia e politica della moneta*, Il Mulino, 2015

## **SITOGRAFIA**

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

<http://www.bankpedia.org>

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

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