



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**POLITICHE MONETARIE ATTUATE DALLA BCE PER  
CONTRASTARE LA CRISI PANDEMICA E LE IMPLICAZIONI SUI  
MERCATI FINANZIARI**

**MONETARY POLICIES IMPLEMENTED BY ECB TO COUNTER THE PANDEMIC  
CRISIS AND IMPLICATIONS IN FINANCIAL MARKETS**

Relatrice:  
Prof.ssa Giulia Bettin

Rapporto Finale di:  
Cristian Furi Gurabardhi

Anno Accademico 2020/2021

*Mi è doveroso dedicare questo spazio del mio elaborato alle persone che hanno contribuito, con il loro instancabile supporto, alla realizzazione dello stesso.*

*In primis, un ringraziamento speciale al mio relatore Bettin Giulia, per le conoscenze trasmesse durante tutto il percorso di insegnamento.*

*Ringrazio infinitamente i miei genitori che mi hanno sempre sostenuto, appoggiando ogni mia decisione, fin dalla scelta del mio percorso di studi.*

*Un grazie di cuore ai miei amici, che mi hanno supportato tra alti e bassi in tutto il percorso universitario.*

## **INDICE**

Introduzione	4
Capitolo 1 Impatto Covid-19 sui mercati finanziari	
1.1 Mercati Azionari	5
1.2 Mercati Obbligazionari	7
1.2.1. Rischio crisi liquidità	10
1.2.2. Correlazione indici azionari	11
Capitolo 2 Interventi di politica monetaria ed effetti sui mercati finanziari	13
2.1 Introduzione alle politiche monetarie non convenzionali	13
2.1.1 <i>Forward Guidance</i>	14
2.1.2 Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	14
2.1.3 APP ( <i>Asset Purchase Programme</i> )	15
2.2 Politiche monetarie attuate per contrastare la crisi Covid	16
2.2.1. Misure volte a fornire stimoli di politica monetaria e a preservare il meccanismo di trasmissione	16
2.2.2 Misure volte a migliorare le condizioni di liquidità e a stimolare l'afflusso di credito a famiglie e imprese (TLTRO-III)	19
2.2.3 Sistemi di garanzie	21
2.3 PEPP e stabilizzazione mercati finanziari	23
Conclusioni	26
Bibliografia	27
Sitografia	28

## INTRODUZIONE

La pandemia di COVID-19, da emergenza sanitaria, si è in breve tempo trasformata in una crisi economica globale: non ha infatti risparmiato alcun settore ed effetti devastanti sono stati registrati in tutti i campi.

Le banche centrali di tutto il mondo si sono mosse rapidamente e con manovre senza precedenti per evitare un potenziale collasso del sistema finanziario.

Il presente elaborato ha l'obiettivo di dimostrare l'impatto della crisi sui mercati finanziari e come quest'ultimi abbiano reagito, anche grazie alle manovre di politica monetaria.

Nel primo capitolo, verrà dimostrato anche grazie all'utilizzo di grafici, l'impatto del Covid-19 sui principali mercati finanziari mondiali. In particolar modo ci focalizzeremo sui mercati azionari e obbligazionari europei e statunitensi, con una breve analisi anche per i mercati emergenti come Cina e Brasile. Particolare attenzione è stata riservata anche nei confronti dei rischi sistemici che lo shock economico ha provocato, come il rischio di illiquidità e l'elevata correlazione tra indici azionari.

Nella prima parte del secondo capitolo verranno elencati gli strumenti non convenzionali di politica monetaria che la BCE ha utilizzato per fronteggiare la grande crisi finanziaria (2008) e la crisi dei debiti sovrani (2001) e che tutt'ora vengono utilizzati nello svolgere il compito di autorità monetaria.

Nella seconda parte verrà effettuata una descrizione teorica delle manovre e degli obiettivi della BCE per fronteggiare la crisi da Covid-19, in particolare come quest'ultime abbiano stabilizzato i mercati obbligazionari e azionari dell'area Euro.

## Capitolo 1 IMPATTO COVID-19 SUI MERCATI FINANZIARI

### 1.1 Mercati azionari

La pandemia ha generato una fase di forti turbolenze sui mercati finanziari tra febbraio e marzo dello scorso anno, quando la volatilità ha superato i livelli raggiunti durante la crisi finanziaria del 2008-09; la liquidità sui mercati si è deteriorata e si sono registrati marcati ribassi dei corsi azionari e delle obbligazioni societarie, anche di quelle considerate meno rischiose. Superata la fase più acuta, anche grazie alle misure di supporto delle banche centrali e dei governi, si è registrato un recupero sia pure eterogeneo tra aree geografiche e settori.

Nel 2020, lo S&P500 negli USA ha registrato perdite più contenute (-4%) rispetto allo EuroStoxx50 nell'area euro (-14%) e al FTSE nel Regno Unito (-18%; fig.1)

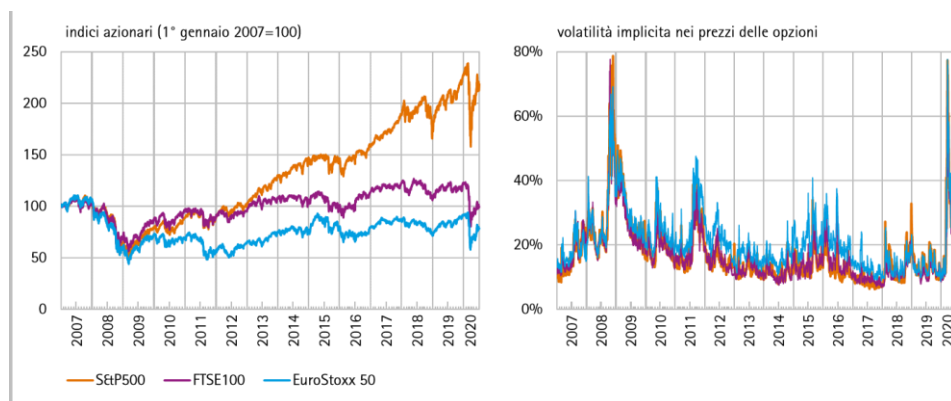


Figura 1 Fonte: Consob.it, relazione annuale 2020

In tutti i mercati considerati inoltre, la volatilità è aumentata in maniera significativa nel primo trimestre dell'anno, portandosi a livelli comparabili a quelli registrati in occasione della crisi finanziaria nel 2008 e superiori a quelli rilevati durante la crisi del debito sovrano nel 2011, per poi ridimensionarsi nel secondo semestre dell'anno.

La reazione dei mercati finanziari delle economie emergenti al diffondersi della pandemia è stata intensa e rapida ma, a differenza di altri episodi di tensione

internazionale, temporanea. Il mercato cinese ha mostrato una reazione più contenuta, registrando nel primo semestre dell'anno un calo pari al 2% a fronte del 10% del mercato russo, 14% del mercato indiano e 18% di quello brasiliano (Fig.2).

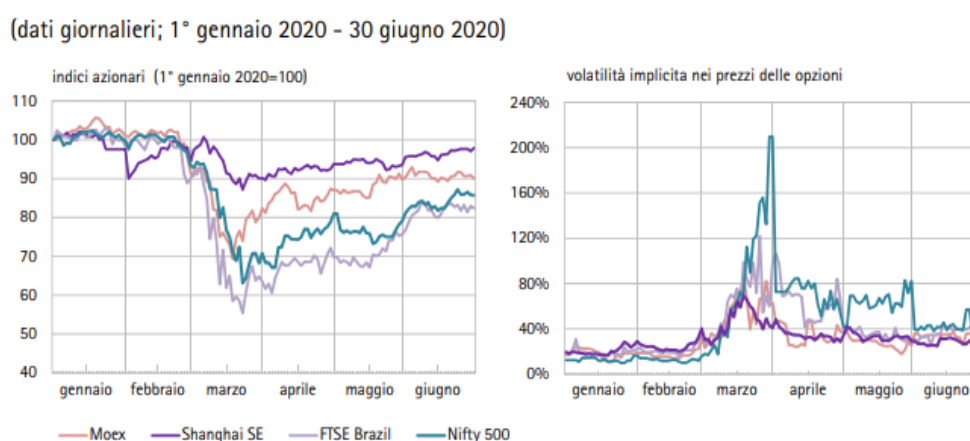
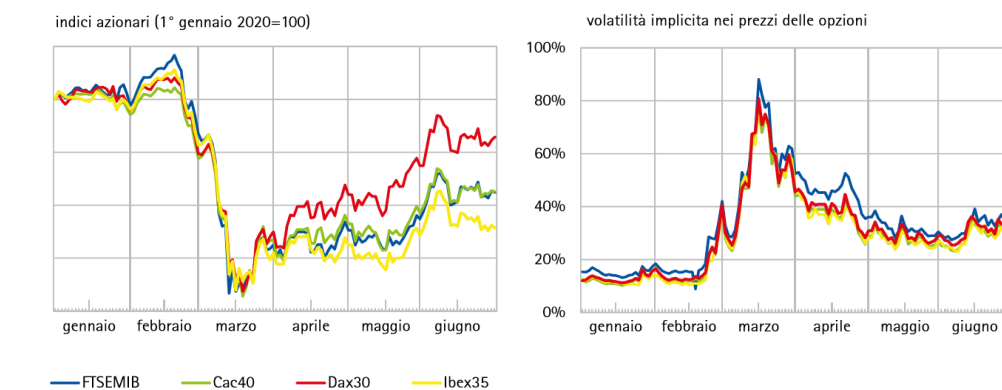


Figura 2 Fonte: Consob.it, relazione annuale 2020

La stabilità del mercato cinese può essere ricondotta ad alcune caratteristiche economiche sociali, in particolare la minor dipendenza dalle catene di approvvigionamento e dagli scambi globali e la capacità delle autorità statali di riuscire a far rispettare le misure di lockdown. Nelle altre economie emergenti, la minore propensione degli investitori per attività di più elevato rischio ha prodotto un aumento del costo del debito sovrano, un calo delle quotazioni azionarie e un indebolimento delle valute rispetto al dollaro. La ricomposizione del portafoglio da parte degli investitori internazionali ha determinato deflussi di capitale superiori a quelli registrati in occasione di precedenti episodi di crisi.

Nelle settimane immediatamente successive all'insorgere dell'emergenza sanitaria, nei mercati finanziari dell'area euro si sono manifestate significative tensioni, che hanno raggiunto il culmine intorno alla metà di marzo e sono poi progressivamente rientrate dopo gli interventi straordinari di politica monetaria. In particolare, il DAX30 ha registrato un calo dei corsi azionari del 7%, lo stesso periodo l'indice spagnolo IBEX35 ha subito una flessione più significativa pari al

24%. Per quanto riguarda il mercato italiano, nel primo semestre del 2020 il FTSEMIB è calato del 18%. Alla fine, del primo semestre tutti gli indici azionari hanno raggiunto un livello di volatilità superiori a quelli della crisi del 2008 e del debito sovrano (2011).



Fonte: Refinitiv Datastream.

Figura 3; Concob.it, relazione annuale 2020

## 1.2. Mercati Obbligazionari

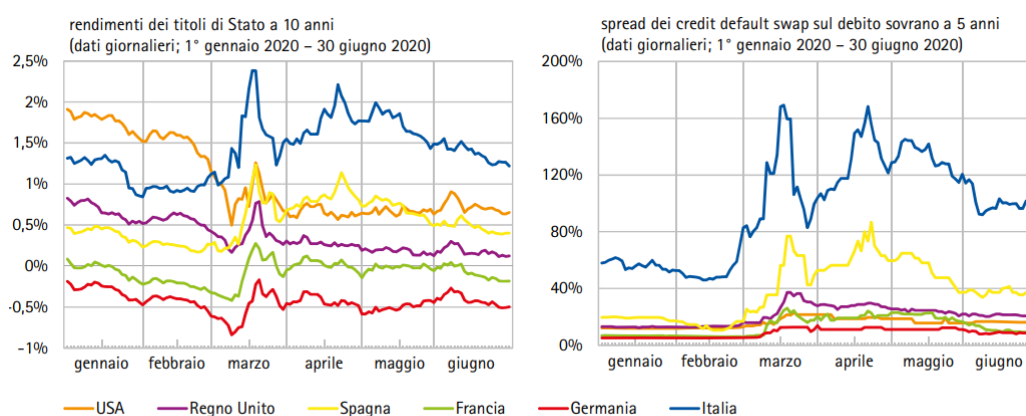
A partire dal mese di marzo 2020, tutti i mercati obbligazionari, pubblici e privati, hanno registrato un calo generalizzato dei prezzi e un incremento della volatilità. Con riferimento ai mercati dei titoli del debito sovrano, le tensioni sono state alimentate all'incertezza sugli sviluppi della crisi e dalle aspettative di un rapido peggioramento dei parametri di finanza pubblica che molti paesi avrebbero dovuto affrontare dinanzi allo straordinario ammontare delle risorse stanziare per sostenere i sistemi sanitari nell'emergenza epidemiologica e mitigare l'impatto del *lockdown* sull'economia reale. Nei primi giorni della crisi, inoltre, le turbolenze sui mercati secondari dei titoli di Stato sono state intensificate da annunci poco chiari e decisi, circa l'iniziale risposta da parte delle istituzioni europee nel valutare interventi di ampia portata. Nell'ambito dell'area euro, i mercati secondari dei titoli pubblici dei maggiori paesi europei hanno registrato un rapido incremento del differenziale dei rendimenti dei titoli di Stato domestici con

scadenza a dieci anni e il benchmark tedesco. L'annuncio del 18 marzo relativo al programma straordinario di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) da parte della BCE e la successiva proposta della Commissione europea di un fondo per la ricostruzione, annunciata il 27 maggio, hanno contribuito ad attenuare le tensioni sui mercati secondari, che hanno visto calare rapidamente i rendimenti dei titoli del debito sovrano ai livelli precrisi. Con riferimento all'Italia, nelle prime settimane di marzo lo spread tra il rendimento del BTP a 10 anni e il benchmark tedesco ha toccato un picco di 320 punti base, spingendosi ben oltre il valore medio di circa 145 punti base registrato nei due mesi precedenti, per poi riportarsi gradualmente sui livelli osservati a inizio anno (1,22% al 30 giugno) dopo gli annunci delle misure di contrasto alla crisi. Per quanto riguarda il primo profilo, nel periodo che va dall'inizio della pandemia a giugno 2020, le emissioni di titoli di Stato da parte dei principali paesi dell'Eurozona sono risultate complessivamente pari a 991 miliardi di euro. Di questi, 306 miliardi sono riferibili alla Francia (pari a circa il 13% del debito totale) e 284 miliardi alla Germania (15% del debito totale); seguono Italia, con 243 miliardi circa (pari all'11% del debito totale), e Spagna, con poco più di 158 miliardi (14% del debito). Per Francia e Germania le nuove emissioni sono costituite prevalentemente da titoli a breve, con scadenza entro un anno (rispettivamente 70% e 52%), a differenza di quanto osservato per Italia (dove la quota di emissioni a breve scende al 42%) e Spagna (30%). L'emissione di debito a scadenza ravvicinata aumenta il fabbisogno di rifinanziamento nel breve termine, concorrendo ad accentuare i fattori responsabili di possibili tensioni sui mercati delle obbligazioni governative. In tutti i paesi considerati l'ammontare dei titoli pubblici a scadenza nel 2021 rappresenta almeno il 20% del debito complessivamente emesso. Con riferimento all'Italia, nel primo semestre 2020 il mercato primario non ha mostrato segnali di particolare tensione, come attesta il fatto che nelle aste dei titoli di nuova emissione la domanda è stata quasi sempre sensibilmente superiore all'offerta. Indicazioni analoghe si colgono, con riferimento ai mercati secondari, dalla curva dei



rendimenti dei titoli pubblici, che pur mostrando un leggero appiattimento rimane sostanzialmente allineata alla curva di fine dicembre 2019, su livelli di gran lunga inferiori a quelli osservati in occasione della crisi del debito sovrano nel 2011. Come per le obbligazioni pubbliche la crisi ha avuto ripercussioni anche sui mercati delle obbligazioni private, i cui rendimenti hanno segnato, nel mese di marzo, un incremento massimo di due punti percentuali. Nel secondo trimestre dell'anno si è assistito a una graduale riduzione dei rendimenti che tuttavia rimangono, a fine giugno 2020, lievemente superiori ai livelli precedenti lo scoppio della pandemia. Gli effetti della crisi si sono manifestati in modo più significativo per le obbligazioni bancarie italiane, i cui rendimenti hanno superato i 3 punti percentuali nei periodi di maggiore tensione.

L'aumento dei premi sulle obbligazioni è il risultato dell'aumento del rischio di insolvenza che la crisi in corso potrebbe causare.



Fonte: Refinitiv Datastream.

Figura 4; Fonte: Consob.it, relazione annuale 2020

### 1.2.1. Rischio crisi liquidità

La crisi causata dal Covid-19 ha scatenato la maggior stretta di liquidità dal 2008 a oggi. A differenza di quanto avvenuto ai tempi della Grande crisi finanziaria (GCF), lo shock senza precedenti che ha colpito l'economia reale ha provocato un peggioramento repentino delle condizioni finanziarie e ha dimostrato che, in circostanze estreme, la liquidità può prosciugarsi non solo sul fronte degli attivi rischiosi, ma anche su quello degli attivi privi di rischio. Il picco della crisi si è avuto nei mesi di febbraio e di marzo, per poi migliorare grazie anche ai poderosi interventi di politica monetaria.

Durante la fase acuta della crisi causata dal Covid-19, la liquidità si è all'improvviso prosciugata. Si stima che la profondità dello S&P 500 sia diminuita di oltre il 90%. Gli spread del credito sono schizzati alle stelle e l'indice VIX (fig.4) sulla volatilità è salito ai massimi dal 2008. L'attività del mercato primario ha subito una battuta d'arresto nel segmento *high yield*, in quello dei prestiti con effetto leva e in quello del debito privato. Alcuni mercati si sono prosciugati completamente, rendendo difficile l'esecuzione delle transazioni, gli spread denaro-lettera si sono ampliati nei vari segmenti del mercato, mentre i market maker hanno dimostrato una crescente avversione al rischio e una certa riluttanza nel fissare i prezzi.

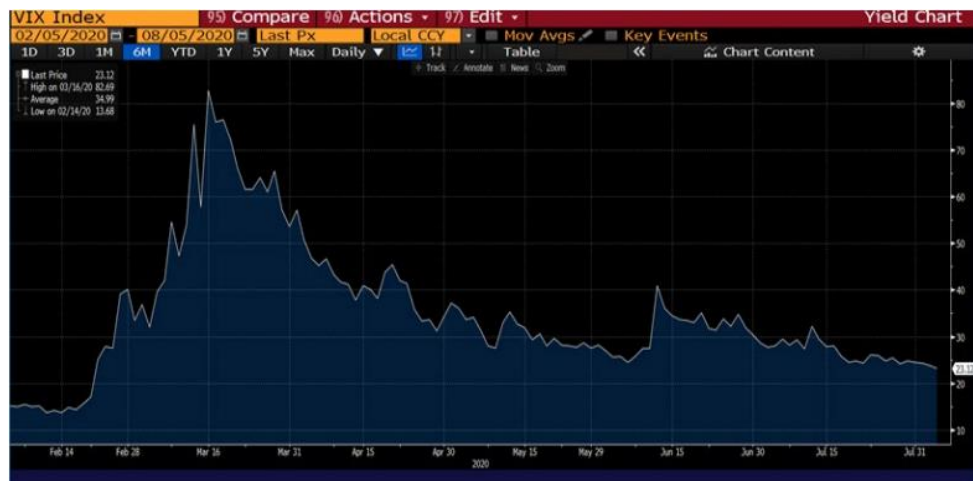


Figura 5; Fonte: Bloomberg

### 1.2.2. Correlazione indici azionari

La correlazione è un indicatore utile a valutare l'intensità con cui gli indici azionari si muovono insieme sul mercato e di fondamentale importanza per la diversificazione del portafoglio da parte degli investitori.

L'intensificarsi del processo della globalizzazione ha sicuramente aumentato la correlazione tra i vari indici azionari; tuttavia, tra il 2019 e il 2020 vi è stato un ulteriore aumento dovuto all'intensificarsi della pandemia e dagli interventi delle banche centrali.

Tabella 1; Fonte: Elaborazione personale dati sui rendimenti azionari provenienti da Investing.com; Variazione indice correlazione tra il 2019 e il 2020.

	FTSE MIB	DAX	CAC40	IBEX35	FTSE 100	S&P500
FTSE MIB	0,00	0,09	0,08	0,11	0,27	0,00
DAX	0,09	0,00	0,05	0,05	0,20	-0,01
CAC40	0,08	0,05	0,00	0,11	0,15	-0,05
IBEX35	0,11	0,05	0,11	0,00	0,25	0,06
FTSE 100	0,27	0,20	0,15	0,25	0,00	0,06
S&P500	0,00	-0,01	-0,05	0,06	0,06	0,00

Come dimostrato dalla (tab.1) tra i due anni vi è stato un aumento generale della correlazione tra indici azionari, in particolare tra indici interni all'area euro e tra quest'ultimi con l'indice inglese FTSE100.

Nel corso del 2020 la correlazione è apparsa stabile ad un livello comunque elevato; questa stabilità potrebbe essere stata trasmessa dalle politiche monetarie attuate dalle banche centrali, in particolar modo dalla BCE attraverso il PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*), il quale attraverso acquisti massicci di titoli pubblici e privati potrebbe aver in parte "anestetizzato" il mercato.

## Capitolo 2

### INTERVENTI BCE E GLI EFFETTI SUI MERCATI FINANZIARI

#### 2.1 Introduzione alle politiche monetarie non convenzionali

L'utilizzo degli strumenti di politica economica di tipo non convenzionale è diventato di importanza cruciale soprattutto negli anni recenti. Fino alla crisi del 2008 le autorità monetarie hanno utilizzato strumenti convenzionali come le operazioni di mercato aperto (OMA) e le operazioni su iniziativa delle contro parti. Tuttavia, in situazioni di crisi come quella del 2008 e quella odierna da COVID-19 le circostanze economiche non consentono alle misure tradizionali di adempiere agli obiettivi di politica monetaria. Le principali cause per cui ciò avviene sono:

- Lo shock per l'economia reale dovuto alla crisi è talmente forte da spingere la banca centrale a portare a zero il tasso d'interesse nominale. Una volta arrivati ad un tasso prossimo allo zero o pari a zero, è di fatto impossibile scendere sotto quel livello, per cui tale strumento diventa di fatto non più utilizzabile per la politica monetaria espansiva (c.d. *zero lower bound*).
- Il meccanismo di trasmissione di politica monetaria non funziona più. Quando lo shock coinvolge istituzioni finanziarie, è probabile che esse scelgano di non prestare più liquidità sul mercato interbancario e preferiscano di parcheggiare sui conti presso la Banca Centrale l'eventuale liquidità in eccesso. Ciò fa sì che il mercato interbancario smetta di funzionare e spinge le autorità di politica monetaria ad intervenire per ripristinare il circuito della politica monetaria.

### 2.1.1. *Forward Guidance*

Con il termine *forward guidance* si intende la strategia comunicativa con cui la banca centrale fornisce agli operatori indicazioni più o meno esplicite riguardo le azioni future in materia di tassi di interesse, col fine ultimo di influenzare le aspettative dei mercati sul futuro andamento delle variabili macroeconomiche. Le banche centrali provvedono a fissare i tassi di interesse ad intervalli regolari e prestabiliti: la BCE e la FED, ad esempio, prevedono regolarmente otto riunioni all'anno per il settaggio dei tassi e la comunicazione al pubblico della politica monetaria. Tuttavia, gli annunci delle Banche Centrali "fotografano" una situazione istantanea e forniscono informazioni solo sul brevissimo termine, provocando relativa incertezza sulla conduzione futura della politica monetaria. Scopo della *forward guidance* è quello di fornire un'indicazione esplicita a più lungo termine; ad esempio, per rendere più efficace un'azione di politica monetaria espansiva, le banche centrali possono informare il pubblico sull'intenzione di mantenere l'atteggiamento espansivo fino ad un certo periodo futuro, oltre l'usuale successiva riunione di politica monetaria (si parla di *forward guidance calendar-based*), o fino a che non siano realizzate date condizioni o performance economiche (*forward guidance state-contingent*).

### 2.1.2. *Operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine*

Il *Targeted long term refinancing operations* (TLTRO) è uno strumento di politica monetaria che permette alla BCE di operare su orizzonti temporali più ampi. Oltre alla durata dell'operazione il TLTRO si distingue dal (LTRO) in quanto, il volume dei finanziamenti che le banche possono ottenere è strettamente connesso alla quota di prestiti concessi a imprese e famiglie. Il programma ha come obiettivo primario, quello di garantire un'efficace trasmissione di politica monetaria, incentivando le banche nel concedere finanziamenti all'economia reale

stimolando così la domanda per investimenti e sostenendo la spesa per beni e servizi, anche al fine di condurre l'inflazione al livello prefissato dalla BCE.

Sebbene l'effetto immediato sia quello di espandere la liquidità disponibile, è indubbio che la conduzione di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine possa rappresentare per la banca centrale uno strumento aggiuntivo per l'indirizzo dei tassi di interesse, con la particolarità di poter influenzare in modo diretto il tasso di interesse nominale (*overnight*) anche a più lungo termine.

### 2.1.3. *Asset Purchase Programme*

L'APP è un programma di acquisto titoli pubblici e privati introdotto dalla banca centrale europea nell'ottobre del 2014 per contrastare la crisi del debito sovrano e rinnovato durante la crisi pandemica, dimostrandosi una misura fondamentale per la stabilità finanziaria e per una efficace trasmissione di politica monetaria.

Nell'ambito dell'*Asset Purchase Programme*, l'Eurosistema conduce quattro programmi di acquisto di titoli pubblici e privati:

- Il terzo *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP3, dal 20 ottobre 2014), per l'acquisto di obbligazioni bancarie garantite;
- l'*Asset-Backed Securities Purchase Programme* (ABSPP, dal 21 novembre 2014), per l'acquisto di titoli emessi in seguito alla cartolarizzazione di prestiti bancari;
- Il *Public Sector Purchase Programme* (PSPP, dal 9 marzo 2015), per l'acquisto di titoli emessi da governi, da agenzie pubbliche e istituzioni internazionali situate nell'area dell'euro;
- Il *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP, dall'8 giugno 2016), per l'acquisto di titoli obbligazionari e da marzo 2020, *commercial paper* emessi da società non finanziarie dei paesi dell'area dell'euro.

## **2.2. Misure di politica economica per contrastare la crisi COVID-19**

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 adottato misure espansive straordinarie per garantire liquidità sui mercati, sostenere il credito a famiglie e imprese e stimolare la domanda di beni, servizi e investimenti.

### *2.2.1. Misure volte a fornire stimoli di politica monetaria e a preservare il meccanismo di trasmissione*

Il 12 marzo 2020 il consiglio direttivo ha comunicato l'estensione del programma di acquisto titoli *Expanded Asset Purchase Programme* (APP), nell'ambito del quale vengono effettuati acquisti netti di titoli per 20 miliardi di euro mensili, con una dotazione temporanea aggiuntiva di 120 miliardi sino alla fine dello stesso anno. Tuttavia, sin da subito si è capito che l'ampliamento dell'APP non fosse sufficiente a far fronte ai gravi sconvolgimenti nei mercati obbligazionari e ad assicurare un'efficace trasmissione di politica monetaria.

Pertanto, il 18 marzo 2020 il consiglio direttivo della BCE ha introdotto un nuovo programma di acquisto titoli pubblici e privati di dimensioni senza precedenti (Figura 5), il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP).

Inizialmente questo nuovo programma prevedeva acquisti aggiuntivi di titoli pubblici e privati per complessivi 750 miliardi fino alla conclusione della fase critica legata al COVID-19, e in ogni caso per tutto il 2020. Il 4 giugno 2020 la



dotazione del PEPP è stata incrementata di 600 miliardi, a 1.350 miliardi, e l'orizzonte degli acquisti netti è stato esteso almeno sino alla fine di giugno 2021, e comunque fino a quando il Consiglio direttivo non riterrà conclusa la fase di crisi legata all'epidemia di COVID-19. Gli interventi nell'ambito del PEPP sono condotti in maniera flessibile nel tempo, tra tipologie di attività e tra giurisdizioni; alla scadenza dei titoli il capitale sarà reinvestito almeno sino alla fine del 2022.

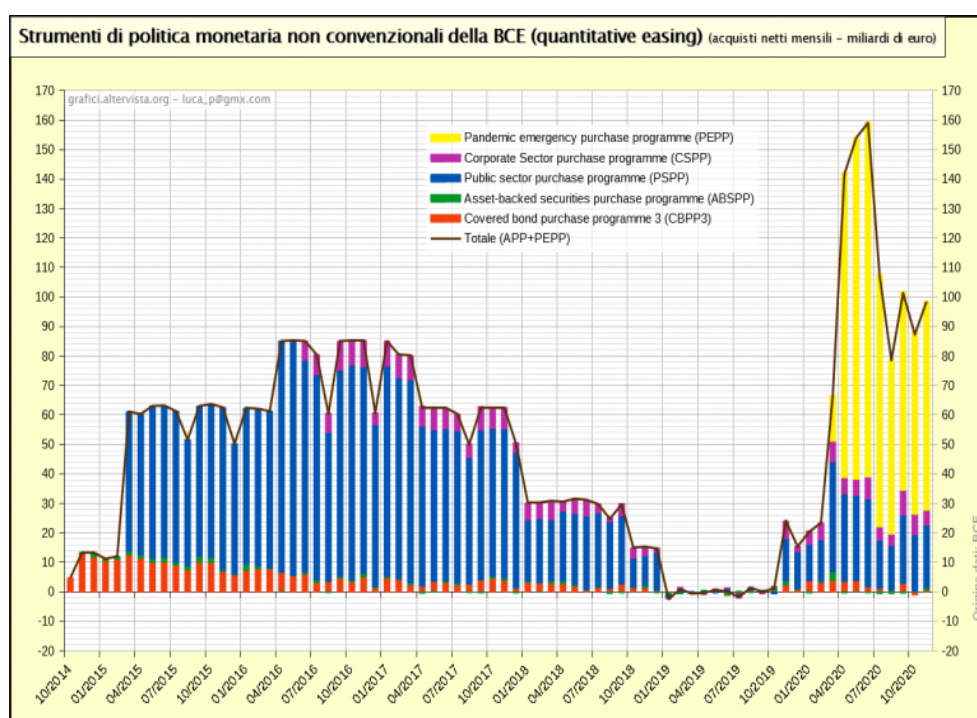


Figura 5; Fonte: Grafici.org

Per quanto riguarda l'acquisto di titoli pubblici, le caratteristiche e il funzionamento del PEPP sono analoghi a quelli del PSPP, ma con alcune restrizioni in meno:

- la scadenza residua minima scende da 1 anno a 70 giorni;
- benché il criterio per la ripartizione degli acquisti tra paesi rimanga la capital key, è espressamente previsto che gli acquisti "saranno condotti in maniera flessibile, consentendo fluttuazioni nella distribuzione dei flussi di acquisto";

- gli acquisti di titoli pubblici nell'ambito del PEPP non contano ai fini del rispetto dei limiti del 33 per cento per la singola emissione e per il totale del debito nazionale in circolazione previsti per il PSPP e discussi in precedenza (non vale neppure il tetto del 50 per cento per i titoli sovranazionali).

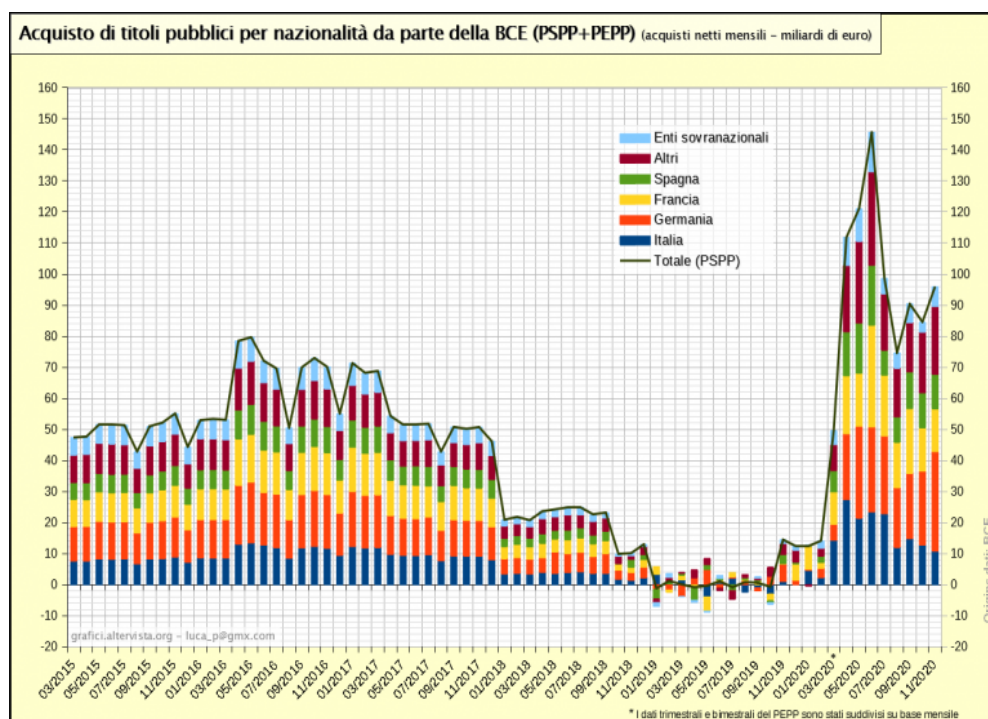


Figura 6; Fonte: Grafici.org

Come dimostrato dalla (fig.6), con l'aggiunta del PEPP a partire da marzo 2020, gli acquisti di titoli pubblici sono aumentati notevolmente rispetto al passato, con un picco registrato durante il secondo trimestre 2020.

### *2.2.2. Misure volte a migliorare le condizioni di liquidità e a stimolare l'afflusso di credito a famiglie e imprese (TLTRO-III)*

Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha stabilito, il 6 giugno 2019, i parametri di riferimento del terzo programma di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine, inclusi i tassi di interesse.

Le operazioni TLTRO-III sono condotte con cadenza trimestrale a partire da settembre 2019. Alle sette operazioni inizialmente previste si sono aggiunte ulteriori tre operazioni da condurre a giugno, settembre e dicembre 2021. Ciascuna operazione ha durata pari a tre anni. Nelle prime due operazioni le controparti hanno avuto la possibilità di richiedere finanziamenti per un importo massimo pari al 30% dello stock di prestiti idonei al 28 febbraio 2019 al netto dell'ammontare dei finanziamenti ancora in essere nell'ambito del programma TLTRO-II. Era inoltre presente un limite di partecipazione alla singola asta pari al 10% dello stock di prestiti idonei al 28 febbraio 2019. A partire dalla terza operazione l'importo massimo richiedibile è stato incrementato, fino al 50% dello stock di prestiti idonei, sempre al netto dell'ammontare dei finanziamenti ancora in essere nell'ambito del programma TLTRO-II, ed è stato inoltre rimosso il limite di partecipazione alla singola asta. Dalla settima operazione, l'importo massimo richiedibile è stato incrementato fino al 55% dell'aggregato di riferimento.

Il tasso di interesse per ciascuna operazione è fissato a un livello pari a quello medio delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema per la durata della rispettiva TLTRO-III, fatta eccezione per i periodi compresi tra il 24 giugno 2020 e il 23 giugno 2021 e tra il 24 giugno 2021 e il 23 giugno 2022, in cui si applicherà un tasso di interesse inferiore di 50 punti base.

La partecipazione delle banche a queste operazioni è stata sostanziale (figura 7, diagramma di sinistra) e l'adozione complessiva delle TLTRO III rappresenta attualmente circa un terzo delle attività della BCE. Il forte aumento dei prestiti alle imprese testimonia il successo delle TLTRO (figura 7, diagramma di destra)

nell'evitare una stretta creditizia e nel salvaguardare il meccanismo di trasmissione.

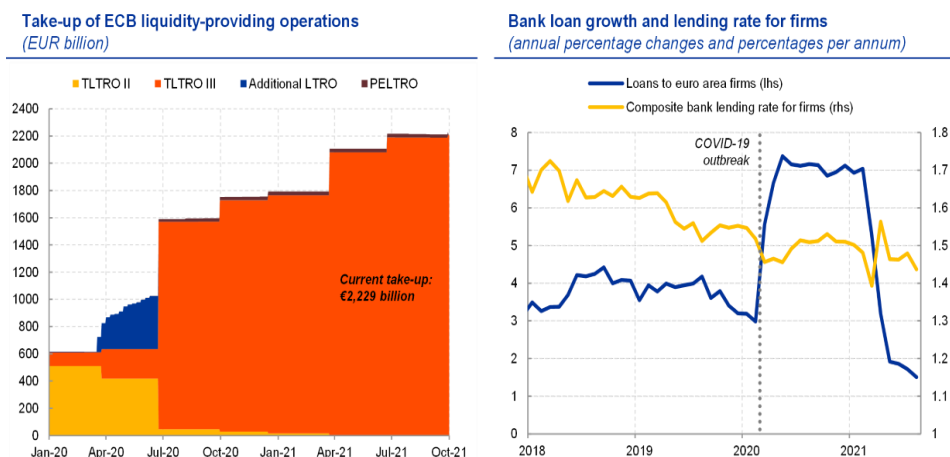


Figura 7; Fonte: sito istituzionale BCE

Come dimostrato dalla (fig.8) i prestiti in essere dopo l'introduzione delle TLTRO sono aumenti significativamente per le banche partecipanti a tale programma rispetto agli istituti non partecipanti. Lo stesso grafico, inoltre ci dimostra come una porzione notevole di tali prestiti siano stati concessi al settore non-finanziario privato.

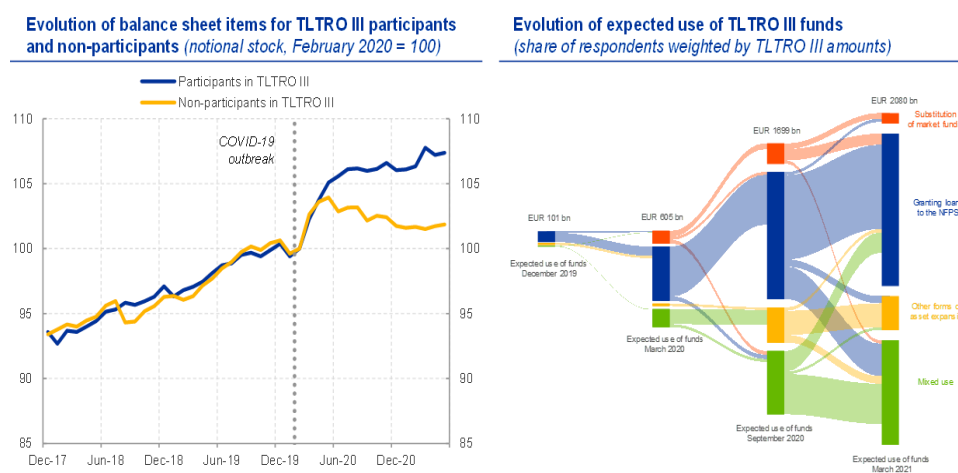


Figura 8; Fonte: Sito istituzionale BCE

La BCE ha inoltre introdotto un'altra tipologia di operazione finalizzata a salvaguardare il meccanismo di trasmissione e ad incentivare le linee di credito, le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica, PELTRO. Questa tipologia di operazione permette di ottenere fondi a tassi di interesse negativi senza la necessità di rispettare particolari condizioni (come nel caso delle TLTRO III).

Le (PELTRO) annunciate il 30 aprile 2020 mirano a sostenere le condizioni di liquidità del sistema finanziario dell'area dell'euro e a contribuire a preservare l'ordinato funzionamento dei mercati monetari, fornendo un efficace supporto di liquidità dopo la scadenza delle LTRO aggiuntive condotte a partire da marzo 2020. Tali operazioni sono condotte mediante procedura di asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti, applicando un tasso di interesse inferiore di 25 punti base a quello medio delle operazioni di rifinanziamento principali nell'arco della durata della rispettiva PELTRO.

### 2.2.3. *Sistemi di garanzia*

Elemento chiave della risposta di politica monetaria della BCE alla pandemia sono state le misure temporanee di espansione delle garanzie, con il fine di evitare che la carenza di attività utilizzabili per accedere a operazioni di rifinanziamento non diventi un limite per le operazioni della banca centrale. In particolare, le azioni intraprese sono articolate su più direzioni:

- Un allentamento delle misure di controllo dei rischi delle garanzie, anche a fronte di una riduzione di valore dovuto al particolare scenario economico;
- L'estensione di attività conferibili;
- Un abbassamento della soglia minima di merito di credito per titoli già idonei, per evitare gli effetti da eventuali declassamenti dei rating.

Sono stati pertanto cambiati i criteri di idoneità e le Banche Centrali Nazionali hanno potuto accettare come garanzia, sia titoli sia prestiti erogati alle piccole e

medie imprese o a lavoratori che hanno beneficiato di sistemi di garanzie pubbliche legati al COVID-19, in modo tale da incentivare la concessione di credito all'economia reale. Inoltre, sono stati ridotti gli scarti di garanzia su tutte le attività idonee (titoli e prestiti bancari) e sono state adottate misure rivolte a specifiche classi di attività: per le obbligazioni bancarie garantite stanziare in uso proprio sono state ridotte le maggiorazioni sugli scarti di garanzia; per i titoli valutati con un prezzo teorico sono state ridotte le decurtazioni di valore previste. È stato inoltre deciso di innalzare il limite di concentrazione previsto per le obbligazioni bancarie non garantite dal 2,5% al 10% e di abbassare la soglia minima dell'importo dei crediti stanziabili a garanzia. Infine, per mitigare gli effetti di eventuali declassamenti delle agenzie, l'Eurosistema ha 'congelato' l'idoneità dei titoli alla data del 7 aprile 2020 nel caso di declassamenti di rating fino al livello BB (fino a BB+ per gli ABS).

Nel 2020 l'ammontare di attività negoziabili idonee è aumentato di (1.493) miliardi di euro, raggiungendo i (15.657) miliardi di fine 2020. La classe di attività più ampia è stata ancora quella dei titoli emessi da amministrazioni pubbliche centrali (8.385 miliardi di euro). Altre classi di attività hanno incluso le obbligazioni bancarie non garantite (1.667 miliardi di euro), le obbligazioni garantite (1.640 miliardi) e le obbligazioni societarie (1.872 miliardi).

### 2.3. PEPP e la stabilizzazione dei mercati finanziari

La diffusione della pandemia di Covid-19 e la connessa crisi economica hanno provocato forti tensioni sui mercati finanziari. Nell'area euro si è verificato un repentino aumento dei rendimenti delle obbligazioni pubbliche e la liquidità nel mercato dei titoli è significativamente diminuita raggiungendo livelli paragonabili alle fasi più acute della crisi dei debiti sovrani. L'instabilità dei mercati ha riguardato anche i mercati azionari, con decisi incrementi della volatilità e diminuzioni dei corsi (vedi Cap.1.2), e quelli del debito privato, dove i premi per il rischio hanno visto un costante aumento. Al fine di evitare che l'emergenza sanitaria desse avvio a una grave crisi finanziaria, il consiglio direttivo della BCE, nell'ambito di un più ampio insieme di misure, ha potenziato i suoi interventi nei mercati dei titoli pubblici e privati (cap.2.2.1). In particolare, il PEPP è stata la misura che sia per la sua flessibilità sia per la sua grandezza ha avuto effetti rapidi e molto pronunciati sui mercati finanziari: nei giorni successivi al suo annuncio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e i premi per il rischio sono scesi in tutta l'area euro con un progressivo miglioramento della liquidità degli scambi.

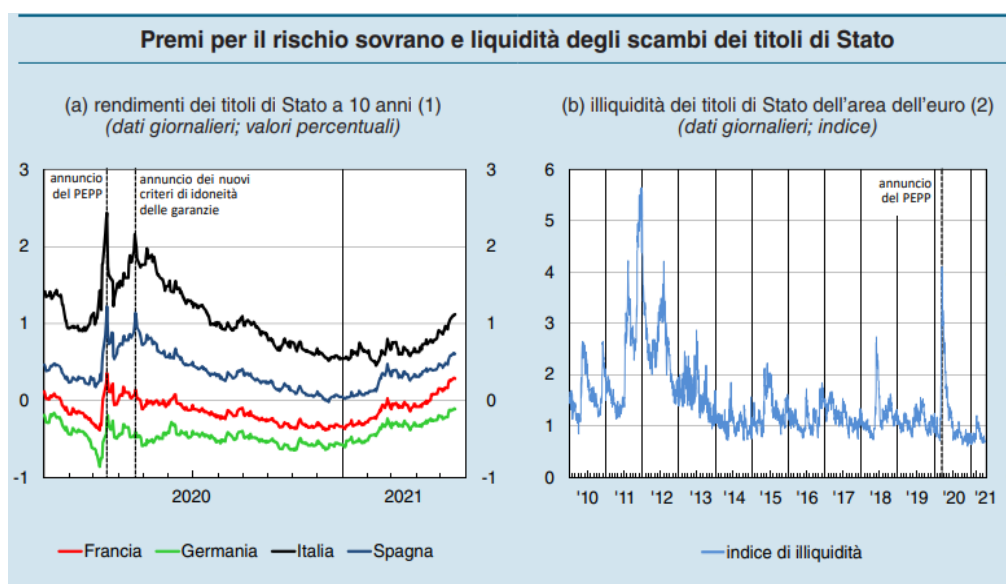


Figura 9; Fonte: Banca d'Italia

Come dimostrato dalla (fig.9) il forte aumento dei rendimenti nel primo trimestre 2020 è stato calmierato dall'introduzione del PEPP rafforzato successivamente dall'allentamento in aprile dei criteri di idoneità applicati alle attività conferibili a garanzia nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema (cap.2.2.3.); in particolare ha contribuito maggiormente la scelta di accettare anche i titoli che, a seguito della pandemia, fossero stati declassati a *high yield*.

Il *Pandemic Emergency Purchase Programme* non è impostato su importi mensili fissi ma gli acquisti vengono regolati in base ai cambiamenti nelle condizioni finanziarie laddove si verificano, questa flessibilità garantisce effetti sui mercati finanziari più marcati nelle fasi di elevate tensioni, in particolar modo in quelle caratterizzate da bassi livelli di liquidità, aumentando il volume degli acquisti. La flessibilità del programma PEPP ha sicuramente svolto un ruolo fondamentale nel fronteggiare le accentuate tensioni emerse sui mercati finanziari, ripristinandone la stabilità e assicurando condizioni di finanziamento distese in tutta l'area euro.



Figura 10; STOXX Europe 600; Fonte: BIS Bulletin

I mercati azionari dopo il tracollo di marzo 2020 hanno reagito seppur in minor misura rispetto ai mercati obbligazionari agli stimoli di politica monetaria. La



(fig.10) rappresenta l'andamento dell'indice STOXX Europe 600 rispettivamente alle scelte di politica monetaria della BCE; da questo grafico si può notare come gli investitori abbiano accolto con fiducia le nuove manovre della BCE, in particolare del PEPP, mentre misure di rifinanziamento a più lungo termine già utilizzate nelle precedenti crisi hanno avuto un impatto negativo poiché ritenute non sufficienti per contrastare lo shock finanziario.

## CONCLUSIONI

In questo lavoro è stato discusso come la pandemia da Covid-19 abbia provocato uno shock economico di proporzioni storiche, con un repentino aumento dell'incertezza che ha causato forti turbolenze nei mercati finanziari internazionali e di come la BCE abbia avuto un ruolo fondamentale nel contrastarla.

Nella prima parte abbiamo visto come il primo trimestre del 2020 dopo le notizie del propagarsi della pandemia e il conseguente blocco del commercio internazionale i mercati finanziari abbiano subito un tracollo peggiore anche della crisi dei mutui subprime del 2008. Il mercato obbligazionario ha subito un'impennata sui rendimenti dovuta alla maggiore avversione al rischio da parte degli investitori e i maggiori indici internazionali hanno raggiunto picchi di volatilità senza precedenti. L'elevata correlazione degli indici azionari dimostra come la crisi abbia colpito tutte le economie mondiali e tutti i settori economici, mentre la liquidità dei mercati finanziari ha raggiunto livelli minimi paragonabili alla grande crisi finanziaria.

In questo scenario di crisi e incertezza, un'istituzione, spesso criticata come la BCE anche grazie all'esperienza pregressa della crisi del 2008 è riuscita attraverso l'introduzione di nuovi programmi a evitare un tracollo finanziario senza precedenti. Nella seconda parte sono stati analizzati gli interventi della BCE e i suoi obiettivi nel garantire maggiore liquidità, nel preservare il meccanismo di trasmissione e nel favorire le linee di credito verso famiglie e imprese. Il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) introdotto a marzo 2020 grazie alla sua flessibilità ha garantito una maggiore efficienza rispetto ai programmi PELTRO; infatti, come evidenziato nell'ultima parte sia il mercato obbligazionario ma in particolar modo il mercato azionario hanno reagito positivamente all'introduzione del PEPP, mentre il rinnovo di programmi come l'APP sono risultati insufficienti per garantire stabilità e fiducia sui mercati.

## **BIBLIOGRAFIA**

- Banca D'Italia (2020). Relazione annuale sul 2020,
- Banca D'Italia (2020). Bollettino economico n.2, 2020.
- Cavallino P. e De Fiore F. (2020), Central banks' response to Covid-19 in advanced economies, BIS Bulletin n. 21.
- CONSOB (2020), La crisi Covid-19 - Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata

## SITOGRAFIA

[www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)

[www.consob.it](http://www.consob.it)

[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

[www.istat.it](http://www.istat.it)

[www.morningstar.it](http://www.morningstar.it)

[www.bis.org](http://www.bis.org)

[www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)

[www.amundi.it](http://www.amundi.it)

[www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

[www.abi.it](http://www.abi.it)