



Dipartimento di Impresa e Management
Corso di laurea in Economia e Management
Cattedra di Matematica Finanziaria

LA FINE DEL QUANTITATIVE EASING: UN'ANALISI
DEI POSSIBILI EFFETTI SU ECONOMIA, BANCHE
E MERCATI FINANZIARI

Candidato:

Argo Alessandro
Matr. 205631

Relatore:

Prof. Carlo Domenico MOTTURA

Anno Accademico 2018-2019

Indice

Introduzione	pag. 3
Capitolo 1 – La Banca Centrale Europea	
1.1 Obiettivi e strumenti della BCE	pag. 4
1.2 Il Quantitative Easing (QE)	pag. 14
1.3 L’annuncio della fine del QE	pag. 25
Capitolo 2 - I tassi d’interesse BCE	
2.1 Livelli dei tassi guida	pag. 28
2.2 Effetti sui finanziamenti	pag. 29
Capitolo 3 – Gli effetti della fine del QE sui titoli di stato	
3.1 Sui possibili effetti di breve periodo	pag. 32
3.2 Sui possibili effetti di lungo periodo	pag. 38
Capitolo 4 – Su altri possibili effetti	
4.1 Il caso americano	pag. 45
4.2 Sui possibili effetti nell’Unione Europea	pag. 50
4.3 Sui possibili effetti sul mercato azionario italiano	pag. 52
4.4 Sui possibili effetti sulle banche	pag. 53
Conclusioni	pag.56

Introduzione

La crisi finanziaria internazionale, iniziata nel 2007, generata dalla bolla immobiliare sui mutui sub-prime, e che ha portato al fallimento di colossi bancari come Lehman Brothers, ha avuto ripercussioni di carattere globale, mettendo a dura prova l'economia delle principali potenze mondiali. In questo scenario, l'Europa non è un'eccezione. Nel 2010, mentre l'economia americana cominciava la sua incredibile ripresa, il vecchio continente sprofondava nuovamente in una spirale di stagnazione, a causa della crisi dei debiti sovrani. A situazioni economiche così disastrose le Banche Centrali hanno risposto mettendo in atto politiche monetarie di natura straordinaria, con l'applicazione e l'utilizzo di strumenti non convenzionali come il *Quantitative Easing*.

Tale programma ha avuto conseguenze molto forti sul mercato finanziario, sostenendo le quotazioni dei bond, specie quelli sovrani, ed allo stesso tempo immettendo nel sistema liquidità che ha dato impulso alla ripresa economica.

Ma, se fino alla scadenza fissata per la sua applicazione, questo strumento di politica monetaria ha avuto un impatto così forte, in grado cioè di riportare il Vecchio Continente in espansione, dopo una delle crisi economiche più profonde degli ultimi secoli, quale effetto si registrerà con il nuovo corso, ovvero una volta che il QE non sarà più adottato? E quale sarà, presumibilmente, l'effetto sulla quotazione dei titoli, o più in generale, sui mercati finanziari e sull'economia italiana ?

Se il Quantitative Easing ha portato ad un innalzamento delle quotazioni sui mercati finanziari, potremmo immaginare che la fine del QE, al contrario, porterà ad un ribasso delle stesse. Ed il ragionamento sembrerebbe abbastanza ovvio e scontato, ma viviamo in un'economia dove a dettare le leggi ed a decidere cosa accadrà è il mercato, ed il mercato non segue mai andamenti ovvi e scontati.

Questo elaborato fornisce un'analisi dei possibili effetti della fine del Quantitative Easing, e del ritorno ad una politica monetaria restrittiva, sull'economia europea e, nello specifico, su quella italiana, con particolare riguardo agli effetti sulle banche e sui mercati finanziari.

CAPITOLO 1

LA BANCA CENTRALE EUROPEA

1.1 Obiettivi e strumenti della BCE

La Banca Centrale Europea nasce il 1 giugno 1998 in successione all'Istituto Monetario Europeo con il Trattato sull'Unione Europea (TUE), in vista dell'introduzione dell'euro, in utilizzo dal 1 gennaio 1999. La BCE ha il compito fondamentale di attuare la politica monetaria per i diciannove paesi che hanno aderito alla moneta unica, e formano l'Eurozona (Austria, Belgio, Cipro, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Lettonia, Lituania, Malta, Paesi Bassi, Portogallo, Slovacchia, Slovenia, Spagna)¹. Essa (la Banca Centrale Europea), insieme alle banche centrali dei 28 paesi aderenti all'Unione Europea, a prescindere dall'adozione o meno dell'euro, forma il Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC). L'esecuzione della politica monetaria dell'Eurozona si traduce nell'applicazione in una serie di obiettivi, principi ed azioni che devono essere rispettati, tutti trattati nello specifico nel Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TFUE) e riportati nello statuto dello stesso SEBC.

Più precisamente possiamo notare che lo statuto del Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC) stabilisce al capo 2° i propri obiettivi e compiti. In particolare l'articolo 2 al comma primo recita: *“ Conformemente all'articolo 105, paragrafo 1, del trattato, l'obiettivo principale del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, esso sostiene le politiche economiche generali della Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità definiti nell'articolo 2 del trattato. Il SEBC agisce in conformità del principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza, favorendo un'efficace allocazione delle risorse, e rispettando i principi di cui all'articolo 4 del trattato. ”*²

Da qui si evince quale sia il principale obiettivo della BCE, ovvero preservare la stabilità dei prezzi, che si traduce nella pratica con il mantenimento del tasso d'inflazione dell'area Euro ad un livello prossimo al 2%.

L'articolo 3, invece, elenca i compiti dello stesso sistema, in particolare al comma 1 esso recita: *Conformemente all'articolo 105, paragrafo 2, del trattato, i compiti fondamentali assolti tramite il SEBC sono:*

- *definire e attuare la politica monetaria della Comunità;*

¹ Wikipedia; *La Banca Centrale Europea*; reperibile su: https://it.wikipedia.org/wiki/Banca_centrale_europea

² *protocollo sullo statuto del sistema europeo di banche centrali e della banca centrale europea*; reperibile su: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/it_statute_2.pdf

- *svolgere le operazioni sui cambi in linea con le disposizioni dell'articolo 111 del trattato;*
- *detenere e gestire le riserve ufficiali in valuta estera degli Stati membri;*
- *promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento.*³

I compiti fondamentali del Sistema Europeo delle Banche Centrali sopra riportati sono tutti volti al raggiungimento dell'obiettivo fondamentale indicato all'articolo 2 sopra riportato, e cioè il raggiungimento della stabilità dei prezzi nell'Eurozona.

All'articolo 8 invece, la stessa fonte afferma che *“Il Sistema Europeo delle Banche Centrali è governato dagli organi decisionali della BCE”*⁴, lasciando bene intendere che il rispetto dei compiti ed il raggiungimento dell'obiettivo fondamentale del SEBC è strettamente legato all'operatività della Banca Centrale Europea ed alle decisioni dei suoi organi amministrativi. L'articolo 8 sembrerebbe dunque trasferire in capo all'attività operativa dell' “Eurotower” la responsabilità del raggiungimento dell'obiettivo fondamentale della stabilità dei prezzi.

Tale trasferimento di responsabilità per il rispetto degli obblighi stabiliti dal TUE trova ulteriore conferma all'articolo 9 dello statuto stesso; infatti ai sensi del comma 2°, l'articolo precisa esplicitamente che *“La funzione della BCE è quella di assicurare che i compiti attribuiti al SEBC ai sensi dell'articolo 105, paragrafi 2, 3 e 5, del trattato siano assolti o mediante le attività proprie secondo quanto disposto dal presente statuto, o attraverso le banche centrali nazionali ai sensi degli articoli 12.1 e 14.”*⁵ Sembrerebbe dunque che i compiti posti in capo all'istituto europeo e, dunque, il raggiungimento dell'obiettivo fondamentale della stabilità dei prezzi, possono essere eseguiti attraverso una serie di strumenti che vengono messi a disposizione della stessa Banca Centrale Europea dallo statuto del SEBC stesso.

Tali strumenti vengono distinti in due macrocategorie:

- a) strumenti convenzionali
- b) strumenti non convenzionali.

³ ibidem

⁴ Ibidem

⁵ Ibidem

a) Gli strumenti convenzionali

Gli strumenti convenzionali possono a loro volta essere distinti in tre categorie:

1. Operazioni di mercato aperto
2. Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti
3. Riserva obbligatoria

1. Operazioni di mercato aperto

Tali operazioni sono in generale eseguite sul mercato monetario e sono dunque caratterizzate da una scadenza breve, solitamente compresa entro l'anno, ed hanno come fine principale quello di fornire fondi alle controparti delle stesse operazioni. Tutti i finanziamenti in tale ambito vengono ovviamente effettuati in corrispondenza di una garanzia, che, solitamente, è costituita da titoli di Stato, al fine di proteggere l'Eurosistema dai rischi derivanti dalle operazioni di finanziamento.

In tale categoria rientrano:

- Operazioni di rifinanziamento principale: prestiti di durata settimanale allocati alle banche attraverso un sistema ad asta, garantiti da titoli a basso rischio.
- Operazioni di rifinanziamento a lungo termine: prestiti di durata più lunga (scadenza mensile o trimestrale) che vengono allocati alle banche attraverso il medesimo sistema delle operazioni di rifinanziamento principale.
- Operazioni di *fine tuning*: tradotto come “regolazione fine”, vengono effettuate controllando delle politiche fiscali con scopo di raggiungere obiettivi macroeconomici.
- Operazioni di mercato aperto di carattere strutturale: vengono utilizzate quando il SEBC vuole modificare la propria posizione strutturale nei confronti del sistema finanziario. Possono essere costituite da *emissioni di certificati di debito della BCE, acquisti o vendite definitive*.⁶

E' utile precisare che le prime due operazioni sopra citate hanno la finalità di immettere liquidità sul mercato, a differenza delle ultime due che invece, oltre ad essere strumenti di immissione di moneta, vengono utilizzati anche per assorbire liquidità dal sistema.

Per quanto riguarda le operazioni di rifinanziamento principale, come detto, esse hanno una

⁶ De Simone editore. Operazioni di mercato aperto. Fonte reperibile su:
<https://www.simone.it/newdiz/newdiz.php?action=view&id=2255&dizionario=6> operazioni di mercato aperto

durata pari ad una settimana ,e vengono emesse attraverso un sistema ad asta in cui la BCE mette a disposizione un determinato ammontare prestabilito di risorse, sul quale le banche nazionali proporranno un domanda di finanziamento ad un determinato tasso d'interesse; di conseguenza la Banca Centrale Europea allocherà le risorse agli istituti di credito che presentano le migliori offerte con tassi di remunerazione più alti.

Lo stesso sistema di emissione è previsto anche sulle operazioni di rifinanziamento a lungo termine, che, però, a differenza di quelle principali, possono avere scadenza mensile o trimestrale. Possiamo dunque vedere in questo caso la Banca Centrale Europea come una sorta di operatore di mercato “*price taker*”, che offre sul mercato risorse liquide ad un prezzo deciso effettivamente dagli operatori del mercato interbancario.

2. Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti

Le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti ricoprono invece un ruolo molto importante nella definizione dei tassi d'interesse sul mercato interbancario. Tali operazioni si distinguono in *operazioni di rifinanziamento marginale* ed in *deposito di riserve*.

Per quanto riguarda le prime consistono in una fonte di rifinanziamento per le banche di breve durata che, come ci fa intuire il termine, ha carattere per l'appunto marginale. A differenza delle operazioni di rifinanziamento principale e a lungo termine, il tasso d'interesse corrisposto su tali prestiti è più alto, proprio a sottolineare la natura straordinaria di tale risorsa, ed il sistema di allocazione del prestito risulta essere differente. Le banche infatti possono accedere a tali finanziamenti in qualsiasi momento, e prendere a prestito somme per un ammontare limitato alle garanzie concesse per la durata solitamente di una notte.

Il regime invece di deposito di riserve prevede la possibilità per le banche di depositare parte delle proprie riserve liquide presso la BCE, ovviamente ad un determinato tasso d'interesse.

Tali strumenti sono di fondamentale importanza per l'operatività della Banca Centrale, in quanto, fissando i tassi d'interesse sulle operazioni su iniziativa delle controparti, la BCE, pone di fatto, un limite superiore ed uno inferiore al tasso d'interesse overnight ed al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale. Il tasso d'interesse overnight è il tasso al quale le banche effettuano finanziamenti tra di loro per la durata di una notte. Tale tasso assume un ruolo critico nelle dinamiche del mercato finanziario, in quanto da esso, discendono i principali tassi di riferimento per l'indicizzazione delle attività finanziarie a tasso variabile.

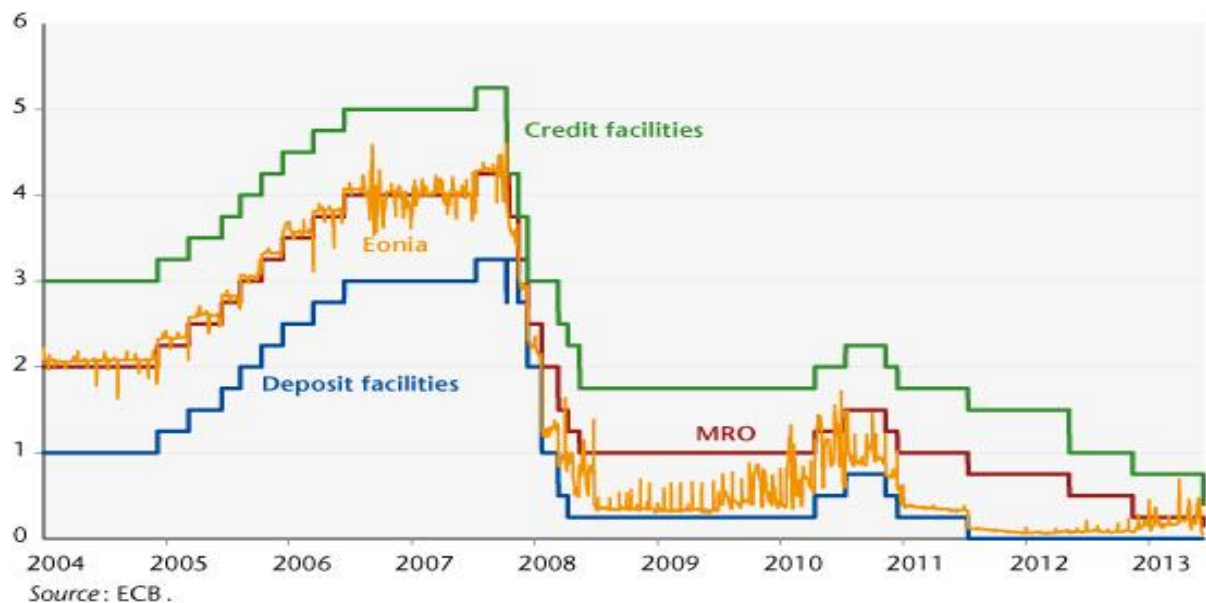
A tal proposito è utile dunque introdurre i tre tassi fondamentali per il mercato interbancario

europeo:

1. EONIA (Euro Overnight Index Average): è la media dei tassi sulle operazioni overnight del mercato europeo.
2. EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate): tasso d'interesse medio delle operazioni effettuate tra le principali banche europee su diverse scadenze entro l'anno.
3. LIBOR (London InterBank Offered Rate): tasso d'interesse medio delle operazioni effettuate tra le principali banche operanti sul mercato interbancario londinese su diverse scadenze.

Ognuno di questi tassi è strettamente correlato tra loro e dipendente dalle politiche monetarie poste in atto dalla BCE.

Infatti, tramite le operazioni su iniziativa delle controparti, la Banca Centrale Europea può controllare direttamente il tasso d'interesse overnight, e di conseguenza il tasso EONIA: ogni giorno sul mercato interbancario ci sono operatori in deficit ed altri in surplus, gli operatori in surplus, per evitare di lasciare inattive tali somme di liquidità, possono offrire finanziamenti ad altre banche per durate molto brevi, spesso anche solo per una notte. Di conseguenza, se tale tasso (EONIA), fosse superiore al tasso di rifinanziamento marginale, tutte le banche tenderebbero a finanziarsi presso la Banca Centrale Europea piuttosto che sul mercato interbancario, per cui gli istituti di credito europeo, che si trovano in surplus di liquidità, si vedono costretti ad offrire sul mercato operazioni di finanziamento overnight ad un tasso minore o uguale a quello offerto dalla BCE su tali operazioni. Se invece il tasso overnight fosse inferiore a quello dei depositi di riserve, le banche tenderebbero a lasciare le proprie riserve liquide in eccesso presso la Banca Centrale Europea, piuttosto che investirle in prestiti sul mercato interbancario, per cui per ottenere finanziamenti i prenditori di fondi si vedono costretti ad accettare anche tassi superiori a tale soglia.



(Grafico 1; fonte BCE)

Come si può notare dal grafico infatti i tassi sulle operazioni su iniziativa delle controparti creano una sorta di “corridoio” per il livello del tasso EONIA.

Tuttavia, mentre tale tasso può essere controllato, come abbiamo visto, abbastanza facilmente dalla BCE, il tasso Euribor tende ad essere più suscettibile a quelle che sono le dinamiche generali del mercato. Per cui il livello di quest’ultimo (tasso Euribor) viene controllato in generale attraverso diverse misure che possano permettere l’immissione di liquidità nel sistema, come ad esempio il LTRO, abbassare i costi sulle operazioni di finanziamento principale e di rifinanziamento a lungo termine, o attraverso strumenti non convenzionali. Il tasso EURIBOR inoltre è strettamente collegato al tasso LIBOR, che può essere visto come una sorta di sostituto allo stesso.

Quando il tasso EURIBOR è superiore al LIBOR ovviamente i prenditori di fondi preferiranno finanziarsi sul mercato finanziario londinese, spingendo il tasso LIBOR ad aumentare e viceversa.

3. *Regime della riserva obbligatoria*

Nell’attuare la politica monetaria, la BCE, può gestire il livello di riserva liquida che deve essere obbligatoriamente detenuta presso i conti della stessa Banca Centrale, in modo tale da controllare direttamente la liquidità presente sul mercato. La norma di riferimento, per

l'applicazione di tale strumento, risulta essere l'articolo 19 dello statuto della Banca Centrale Europea che recita: *“Fatto salvo l'articolo 2, la BCE, nel perseguimento degli obiettivi della politica monetaria, ha il potere di obbligare gli enti creditizi insediati negli Stati membri a detenere riserve minime in conti presso la BCE e le banche centrali nazionali. Regolamenti relativi al calcolo e alla determinazione delle riserve obbligatorie minime possono essere emanati dal consiglio direttivo. In caso di inosservanza, la BCE ha la facoltà di imporre interessi a titolo di penalità e altre sanzioni di analogo effetto. 19.2. Ai fini dell'applicazione del presente articolo il Consiglio, in conformità della procedura stabilita nell'articolo 42, definisce la base per le riserve minime e i rapporti massimi ammissibili tra dette riserve e la relativa base, nonché le sanzioni appropriate nei casi di inosservanza”*⁷.

Come si evince dalle stesse disposizioni, il livello di riserva obbligatoria che deve essere detenuta dalle banche dell'eurozona è fortemente dipendente dalle decisioni del Consiglio Direttivo, che ne stabilisce l'obbligo, le modalità di calcolo della stessa, ed impone le relative sanzioni per la mancata osservanza della regola. Bisogna ricordare che l'obbligo di rispetto del livello di riserva minima obbligatoria è stabilito per un periodo di durata di sei settimane, denominato “periodo di mantenimento”⁸; l'accertamento del rispetto del livello delle riserve viene calcolato sulla base dei dati riportati nei bilanci delle singole banche, che devono essere comunicati tempestivamente, almeno per quanto riguarda la legislazione italiana, alla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 51 del T.U.B.. Le banche possono anche scostarsi dalle soglie della riserva minima durante lo stesso periodo, per un massimo di 100.000 €, ed a patto che l'istituto di credito sia poi in grado di rientrare nei livelli imposti entro le scadenze prestabilite⁹.

Possiamo dunque vedere tale sistema come una sorta di valvola, che permette alle banche di accedere ai fondi detenuti presso la BCE per reagire alle dinamiche del mercato interbancario nel breve termine, prelevando o versando liquidità sui conti detenuti presso la stessa Banca Centrale Europea. Tale sistema risulta dunque di fondamentale importanza per controllare la liquidità in circolazione, ma, allo stesso tempo, per stabilizzare anche i tassi interbancari a breve termine quali EONIA, EURIBOR, e di conseguenza LIBOR.

In particolare, con l'utilizzo di tale strumento, la conseguenza più diretta sull'offerta di moneta,

⁷ protocollo sullo statuto del sistema europeo di banche centrali e della banca centrale europea; reperibile su: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/it_statute_2.pdf

⁸ Il periodo di mantenimento ha inizio nel giorno in cui viene effettuata un'operazione di rifinanziamento principale.

⁹ 11 agosto 2016; cosa sono le riserve obbligatorie; reperibile su: https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/minimum_reserve_req.it.html

ed in particolare su quella generata dalle banche nazionali, viene creata andando ad accentuare o limitare l'effetto del fenomeno del moltiplicatore monetario, che è "sterilizzato" all'aumentare dell'obbligo di riserva stabilito.

Per capire meglio il funzionamento dello stesso strumento possiamo esprimere la quantità di moneta emessa dalla Banca Centrale che è in circolazione con la formula:

$$H^s = C_u + R$$

dove C_u indica il circolante, quindi monete e banconote, ed R le riserve detenute dalle banche commerciali presso la Banca Centrale.

Tuttavia nel momento in cui un agente del mercato chiederà un finanziamento allo stesso istituto di credito, il denaro necessario per l'operazione verrà preso dai depositi dei risparmiatori, che però, per via della natura del contratto di deposito con la banca, non vedranno variare l'ammontare della loro moneta disponibile. Di conseguenza le banche commerciali nel momento in cui erogano un prestito stanno di fatto creando nuova moneta, facendo sì che il denaro effettivamente in circolazione sia pari al circolante più i depositi in conto corrente:

$$M^d = C_u^d + D^d$$

con:

C_u^d = circolante

D^d = depositi

Entrambi gli elementi possono essere visti come frazioni della moneta in circolazione, e quindi riscritti come $C_u^d = c * M^d$ e $D^d = (1-c) * M^d$, dove "c" è compreso tra 0 e 1.

Come detto in precedenza la BCE stabilisce il livello di obbligo di riserva, e dunque l'ammontare di liquidità che l'istituto di credito deve detenere in deposito presso la Banca Centrale, e che non potrà essere usato per concedere finanziamenti, per cui le riserve saranno solo una percentuale dei depositi in circolazione, percentuale che indicheremo con θ . Di conseguenza avremo:

$$R = \theta (1-c)M^d$$

Sostituendo i nuovi valori nella prima equazione trovata otterremo che la base monetaria emessa dalla Banca Centrale H^s sarà pari a:

$$H^s = cM^d + \theta(1-c)M^d$$

Ovvero:

$$H^s = [\theta(1-c) + c]M^d$$

Portando M^d , che rappresenta la quantità di moneta effettivamente in circolazione a sinistra avremo che:

$$M^d = \frac{1}{[\theta(1-c) + c]} H^s$$

Il valore $1/[\theta(1-c) + c]$ viene definito moltiplicatore monetario, e, siccome θ e c sono valori ricompresi tra 0 ed 1, la grandezza $[\theta(1-c) + c]$ sarà anch'essa sempre compresa tra gli stessi valori, rendendo così, il moltiplicatore monetario sempre maggiore di 1. Ciò significa che la moneta effettivamente in circolazione sarà sempre maggiore di quella emessa dalla BCE, la quale potrà però, ridurre o aumentare la portata di tale fenomeno, aumentando o diminuendo gli obblighi di riserva delle banche commerciali, stabilendo dunque il valore di θ ¹⁰.

Tutto ciò ha un'influenza diretta anche sui tassi d'interesse fondamentali del sistema economico europeo, infatti quando c'è più moneta in circolazione il costo della liquidità, quindi il tasso d'interesse, tende ad essere più basso, specialmente sul mercato interbancario, spingendo dunque i tassi sui finanziamenti al ribasso.

Non a caso nell'ultimo decennio, in cui, dopo la crisi finanziaria del 2007, sono state attuate politiche monetarie molto espansive che hanno sommerso il mercato di liquidità, i tassi fondamentali quali EURIBOR ed EONIA hanno toccato i minimi storici, portandosi addirittura a livelli negativi.

b) Strumenti non convenzionali

Nell'ottica del raggiungimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi, la BCE, oltre ai così detti strumenti convenzionali, può servirsi anche di ulteriori mezzi, detti non convenzionali, ai sensi dell'articolo 20 dello statuto della Banca Centrale Europea, che recita: *Il Consiglio direttivo può decidere, a maggioranza di due terzi dei votanti, sull'utilizzo di altri metodi operativi di controllo monetario che esso ritenga appropriato, nel rispetto di quanto disposto dall'articolo 2. Se tali strumenti impongono obblighi a terzi il Consiglio ne definisce la portata*

¹⁰ moltiplicatore monetario; reperibile su: https://it.wikipedia.org/wiki/Moltiplicatore_monetario

secondo la procedura prevista all'articolo 42.¹¹ La recente crisi che ha investito il mercato finanziario globale ha spinto le principali Banche Centrali, tra le quali la FED e la BCE, ad attuare tali tipologie di misure di politica monetaria, per riportare l'inflazione ai livelli obiettivo.

Ricordando che il mercato europeo è un mercato prettamente anglosassone, nel quale le imprese tendono principalmente a finanziarsi tramite gli istituti di credito, piuttosto che facendo riferimento al mercato dei capitali, tali strumenti sono stati diretti principalmente al settore bancario, al fine così di favorire la concessione di prestiti, incrementare gli investimenti e la spesa, e spingere l'economia dei paesi dell'Eurozona al rilancio.

Tra le misure non convenzionali più utilizzate ricordiamo:

- **Erogazione di liquidità a più lungo termine:** tra queste rientrano i Long Term Refinancing Operation (**LTRO**), con il quale la Banca Centrale offre finanziamenti agli intermediari finanziari richiedenti per una durata di tre anni, ed i Targeted Long Term Refinancing Operation (**TLTRO**), ovvero piani di rifinanziamento a lungo termine le cui risorse però avranno un vincolo di allocazione verso un "Target"¹², che solitamente è la concessione di mutui alle imprese per favorire la crescita dell'inflazione.¹³
- **Erogazione di liquidità in valuta estera:** in collaborazione con altre banche centrali la BCE può erogare finanziamenti in valuta estera se le banche hanno difficoltà ad accedervi.
- **Quantitative Easing:** l'acquisto di titoli sul mercato primario e secondario al fine di immettere moneta sul mercato e ridurre i tassi d'interesse sul debito dei principali operatori economici¹⁴.

Uno di questi strumenti che ha fortemente contribuito alla politica monetaria post crisi sono stati i TLTRO; essi sono stati utilizzati in tre diversi programmi: il TLTRO-I nel giugno 2014 e composto da 8 aste, il TLTRO-II¹⁵ annunciato a marzo 2016 e composto da quattro aste, ed infine l'ultimo TLTRO annunciato a marzo 2019, che avrà inizio nel settembre dello stesso

¹¹ *protocollo sullo statuto del sistema europeo di banche centrali e della banca centrale europea*; reperibile su: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/it_statute_2.pdf

¹² *Targeted longer-term refinancing operations (TLTROs)*; reperibile su: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/tltro/html/index.en.html>.

¹³ Alcuni economisti includono sia gli LTRO che i TLTRO nel QE messo in atto da Mario Draghi piuttosto che nelle operazioni di erogazione di liquidità a più lungo termine

¹⁴ Saunders A., Millon Cornett M., Anolli M., Alemanni B. *Economia dei mercati e degli intermediari finanziari*, 2015, McGraw-Hill Education, pp. 112-113

¹⁵ *Operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine*; reperibile su: <http://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/tltro/>

anno e terminerà a marzo 2021¹⁶. Esso verrà attuato attraverso delle aste di occasione trimestrale, alle quali si applicherà un tasso di interesse indicizzato al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali con l'aggiunta di uno spread di 10 punti base, per cui al momento allo 0,1%.

Questo dato in particolare, risulta fondamentale per capire che effetto si avrà sul mercato da settembre 2019, in procinto della fine del mandato dell'italiano Mario Draghi alla presidenza del Consiglio Direttivo della BCE. Infatti tale immissione di liquidità probabilmente darà un forte incentivo agli investimenti privati, in quanto l'approvazione per il finanziamento concesso dalla Banca Centrale attraverso il TLTRO III, dipenderà dall'ammontare dei prestiti concessi dalle banche a società non finanziarie e famiglie, ad esclusione tuttavia di quelli per l'acquisto di abitazioni.

1.2 Il Quantitative Easing (QE)

Come riportano i dati della Banca d'Italia, nel mese di giugno dell'anno 2014 il tasso d'inflazione, sia effettivo che atteso, si era portato a livelli estremamente bassi, sia negli orizzonti di 6 che di 24 mesi, portando ad un progressivo rallentamento dell'economia ed ad un aumento dei rischi legato alle attese sull'inflazione, e, di conseguenza, alla preoccupazione di far cadere l'economia dell'eurozona in una spirale deflazionistica.

Per cui in linea con gli obiettivi principali designati dal suo mandato, il Consiglio Direttivo della BCE nel 2014 ha iniziato ad attuare una politica monetaria più accomodante, con l'obiettivo di spingere il tasso d'inflazione verso l'alto, abbassando dapprima i tassi d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento a livelli prossimi allo zero, e portando quello sui depositi a livelli negativi. Tuttavia tali provvedimenti non si sono rivelati sufficienti, e nel giugno dello stesso anno la Banca Centrale Europea ha dato il via ad operazioni di finanziamento a più lungo termine. A settembre ha ulteriormente immesso liquidità nel sistema attraverso l'acquisto di Asset-Backed Securities (ABS) (ovvero strumenti finanziari emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione¹⁷), dando il via al programma ABSPP (Asset Backed Securities Purchase

¹⁶ 22 March 2019; *INVERNIZZI*, I; Tltro Fine Del Quantitative Easing E Tassi Negativi: Il Dilemma Irrisolto; reperibile su: <http://www.riskcompliance.it/news/tltro-fine-del-quantitative-easing-e-tassi-negativi-il-dilemma-irrisolto/>

¹⁷ Il procedimento di creazione di un ABS viene detto "securitisation", ed è l'atto attraverso il quale società libera il suo bilancio da una serie di crediti, "impacchettandoli" adeguatamente e cedendoli successivamente al mercato, attraverso l'attività della SPV con l'obiettivo di generare liquidità.
Cosa sono le ABS; reperibile su:

Programme), ed attraverso l'acquisto di obbligazioni bancarie garantite con il programma CBPP3 (Third Covered Bond Purchase Programme)¹⁸.

Tuttavia anche tali misure si sono rivelate insufficienti per dare una spinta al rialzo all'inflazione, portando, nel gennaio 2015, il Consiglio Direttivo della BCE ad espandere la portata degli acquisti. Più precisamente il 22 gennaio 2015, in seguito alla prima riunione annuale della Commissione Europea, il presidente della BCE, Mario Draghi, ha annunciato il lancio del Asset Purchasing Programme (APP,) che prevedeva acquisti per 60 miliardi al mese di titoli del settore pubblico e privato fino al settembre 2016, o comunque fin quando l'andamento dell'inflazione non si fosse allineato con gli obiettivi prefissati. Il 9 marzo dello stesso anno, iniziava il Public Sector Purchase Programme (PSPP)¹⁹, che estendeva gli acquisti anche su strumenti di debito emessi da governi, agenzie pubbliche e istituzioni internazionali.

A seguito di un peggioramento dell'andamento dell'economia mondiale, il 4 dicembre 2015, il *Board* della BCE approvava la fase seconda del *Quantitative Easing*. Il QE2 consisteva in un prolungamento degli stimoli monetari per altri sei mesi, fino a marzo 2017, aumentando la portata degli acquisti ad un ammontare di 80 miliardi di euro al mese, ed estendendo la gamma di titoli oggetto di acquisto, ricomprendendo anche gli strumenti finanziari emessi dagli enti locali, attraverso lo specifico programma CSPP (Corporate Sector Purchase Programme).

A dicembre 2016, in risposta all'andamento ancora negativo dell'economia europea, il Consiglio Direttivo della BCE ha esteso la durata del programma fino ad almeno la fine del 2017 (dicembre 2017); dall'aprile dello stesso anno invece la portata degli acquisti è stata riportata a 60 miliardi di euro al mese, così come era previsto nella fase iniziale dell'Asset Purchase Programme.

Il 25 ottobre 2017 la BCE si è vista costretta a prolungare per ulteriori nove mesi il programma, sino a settembre 2018, dimezzando tuttavia l'entità della misura, che dal mese di gennaio fino al mese di settembre dello stesso anno, è stata pari a 30 miliardi di euro al mese. Tale decisione è stata presa sulla considerazione che l'inflazione cominciava a risalire ed a riavvicinarsi ai livelli obiettivo, nonché in forza di una crescente fiducia sul mercato per l'economia europea, che però, secondo il Consiglio Direttivo, necessitava ancora di una spinta, se anche di minor portata.

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/assetbackedsecurities.htm>

¹⁸ Banca d'Italia; *Il programma di acquisto dei titoli pubblici e privati dell'Eurosistema*; reperibile su: <https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2016/titoli-pubblici/index.html>

¹⁹ BCE, *Asset Purchase Programme*; reperibile su: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html#pspp>

Il 14 giugno 2018 il QE è stato esteso per tutto l'anno, tuttavia nei mesi di ottobre, novembre e dicembre, gli acquisti netti mensili sono stati ridotti a 15 miliardi di euro al mese²⁰. Le operazioni di acquisto si sono concluse ufficialmente il 13 dicembre 2018, a fronte delle prospettive sull'inflazione che sembravano incontrare gli obiettivi della Banca Centrale Europea. È bene precisare che, nella stessa occasione, il Consiglio ha confermato l'intenzione di voler rinnovare alla scadenza i titoli acquistati nell'esecuzione di tale programma per un periodo prolungato, anche dopo il termine degli acquisti netti, e dopo che i tassi sulle operazioni di rifinanziamento saranno rialzati²¹; durata del periodo sempre condizionata non da una scadenza temporale, ma dal raggiungimento degli obiettivi sull'inflazione.

L'Asset Purchase Programme era composto da quattro piani fondamentali, suddivisi in base ai titoli ad oggetto di acquisto. Si distingueva pertanto tra:

- Covered Bond Purchase Programme 3 (CBPP3, dal 22 gennaio 2015): per l'acquisto di obbligazioni bancarie garantite
- Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP, dal 21 novembre 2014), per l'acquisto di titoli emessi in seguito alla cartolarizzazione di prestiti bancari;
- 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;
- Corporate Sector Purchase Programme (CSPP, dall'8 giugno 2016), per l'acquisto di titoli obbligazionari emessi da società non finanziarie dei paesi dell'area dell'euro.²²

Ognuno di questi programmi è stato attuato con criteri di esecuzione ben precisi, che davano limiti alle quantità di acquisto eseguibili dalle singole Banche Centrali Nazionali, e criteri di determinazione degli investimenti ben delineati, e basati principalmente sulla chiave capitale detenuta dalla singola Banca Centrale Nazionale.

Per entrare nel dettaglio dei singoli programmi dobbiamo precisare che, relativamente al CBPP3, la quantità di titoli che la Banca d'Italia doveva acquistare, sul mercato primario e sul mercato secondario, veniva definita dalla Banca Centrale Europea, basandosi sul peso dei

²⁰ *Allentamento quantitativo*; reperibile su: https://it.wikipedia.org/wiki/Allentamento_quantitativo

²¹ *13 DICEMBRE 2018; ECB decides on technical parameters for the reinvestment of its Asset Purchase Programme*; reperibile su: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.pr181213.en.html>

²² Banca d'Italia. *Programma d'acquisto di titoli pubblici e privati* Banca d'Italia. Reperibile su: <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/pspp/index.html>

singoli mercati nazionali, per cui essendo l'Italia un'economia fortemente presente sulla realtà europea, il nostro paese ha ricevuto forti stimoli da tali iniziative.

Per quanto riguarda invece il programma dell'Asset-backed Security Purchase Programme, la Banca d'Italia è diventata, dal 2017, l'acquirente principale dei crediti cartolarizzati sul mercato italiano.

Relativamente al settore pubblico nell'ambito del PSPP gli acquisti sono stati tutti effettuati sul mercato secondario in rispetto dell'articolo 123 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea, attraverso un criterio di ripartizione del rischio, per il quale il 20% degli acquisti vengono ripartiti tra tutte le Banche Centrali dei paesi dell'eurosistema, mentre la restante percentuale (80%) è a carico della rispettiva Banca Centrale Nazionale.

Per quanto riguarda il CSPP, la Banca d'Italia anche in questo caso è una delle principali acquirenti di titoli di società private acquistati sul mercato primario e secondario, la quale quantità di detenzione viene, anche in questo caso, stabilita con l'applicazione di un criterio di condivisione del rischio, basato sulla quota capitale delle singole Banche Centrali Nazionali.

E' tuttavia utile precisare che, tra maggio 2010 e settembre 2012, la BCE aveva messo in atto il Securities Market Programme (SMP), volto all'acquisto di strumenti di debito pubblico e privato per favorire stabilità a settori di mercato in forte tensione, ed immettere allo stesso tempo liquidità nel sistema.

Tale politica espansionistica ha portato forti modifiche alle attività della Banca Centrale Europea, ed analizzando l'ultimo bilancio pubblicato, infatti, possiamo capire la portata dell'Asset Purchase Programme e l'impatto che ha avuto, ed avrà, sul mercato finanziario una volta terminato. Già dal momento in cui hanno avuto inizio gli acquisti nell'ambito del QE, quindi dal 2015, infatti lo stato patrimoniale della BCE ha iniziato a mostrare un'espansione considerevole principalmente dovuta all'acquisto di titoli di debito quali obbligazioni garantite, in particolare nell'applicazione del CBPP3 e del ABSPP.

Lo stato patrimoniale dell'istituto europeo in forma semplificata si può dire contenga nell'attivo titoli, e nel passivo liquidità emessa, tutto ciò dunque ci fa capire che dal 2015 al 2018 il programma è stato finanziato principalmente attraverso l'emissione di nuova moneta.

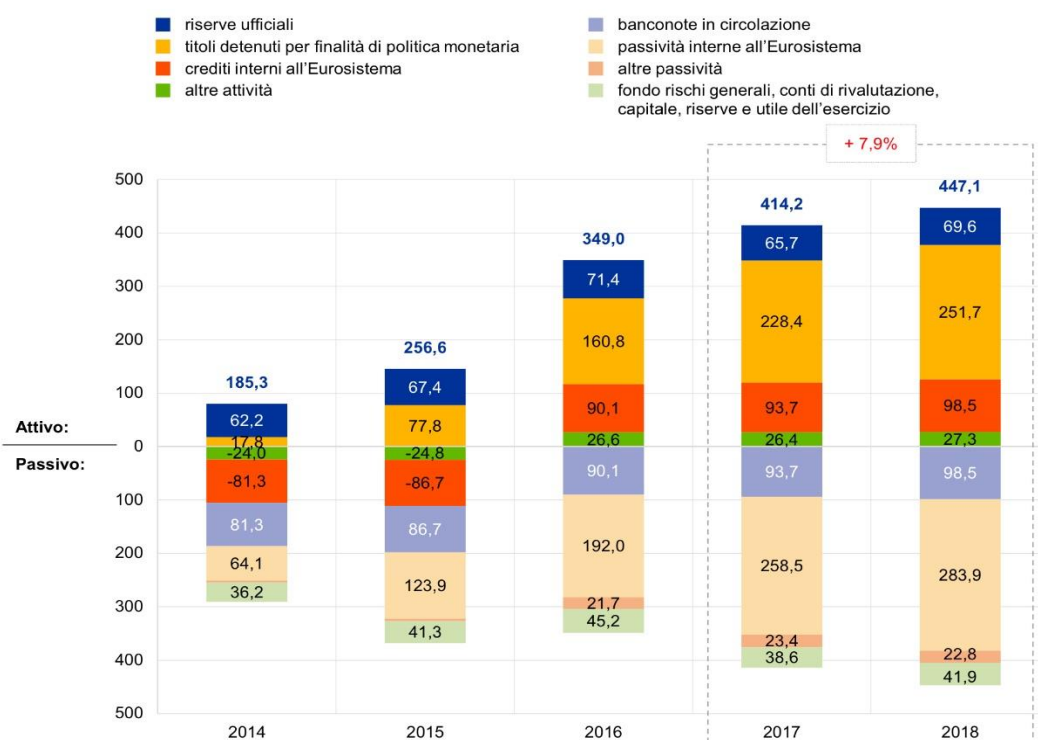
Alla fine del 2018 infatti il totale dell'attivo della Banca Centrale ammonta a 447,1 miliardi di euro, registrando un aumento di 32,9 miliardi, dovuto in gran parte agli acquisti effettuati

nell'ambito dell'APP. Analizzando il grafico riportato infatti si nota immediatamente quale sia stato l'andamento del QE dal 2015 al 2018. L'incremento più significativo si è verificato non a caso tra lo stesso anno d'inizio, e l'anno 2016, quando è stata anche approvata la seconda fase del Quantitative Easing, aumentando la portata degli acquisti da 60 a 80 miliardi. Negli anni successivi l'andamento crescente ha continuato a manifestarsi in particolare a causa del PSPP, anche se ad un ritmo decrescente, dovuto ad una diminuzione degli acquisti prima portati a 30, e poi a 15 miliardi al mese nell'ultimo anno.

Grafico 1

Principali componenti dello stato patrimoniale della BCE

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

(Grafico 2; fonte bilancio ufficiale Banca Centrale Europea)

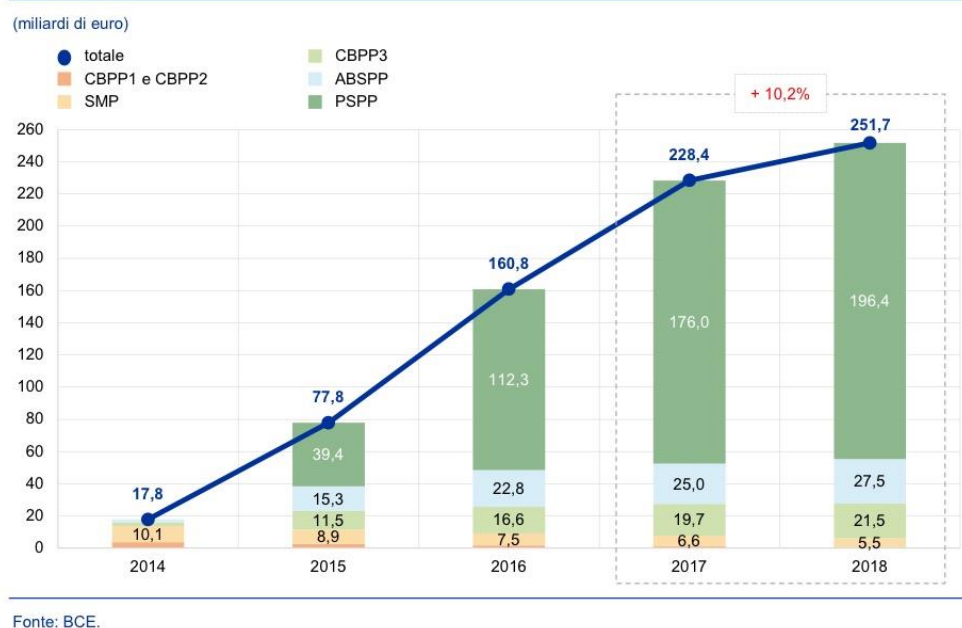
Entrando più nel dettaglio rileviamo che, alla fine del 2018, il 56% delle attività della Banca Centrale Europea è costituito da titoli denominati in euro acquistati per finalità di politica monetaria, tra cui rientrano ovviamente i titoli di stato italiani in quantità proporzionale al peso della nostra economia sull'Eurozona. Tutti questi titoli risultano essere ancora “rimanenze” di programmi di acquisto ormai terminati, quali ad esempio il CBPP1 e CBPP2, e di programmi che hanno avuto termine invece solo nel dicembre 2018, quali il CBPP3, l'ABSPP ed il PSPP.

Tale dato risulta di fondamentale importanza per comprendere quale sarà l'effetto che si avrà sul mercato finanziario al termine dell'APP, siccome il 13 dicembre 2018, in occasione dell'annuncio della chiusura del QE, il Consiglio Direttivo ha apertamente dichiarato che tutti i titoli in bilancio alla scadenza verranno prontamente rinnovati secondo precisi criteri²³, senza fare eccezione dunque anche a quegli strumenti acquistati in ambito di programmi terminati tempo addietro.

Per la precisione la quantità di titoli denominati in euro detenuti per finalità di politica monetaria ammonta a 251,7 miliardi di euro, 23,3 miliardi in più nell'anno 2018 rispetto all'anno precedente, aumento imputabile principalmente all'esecuzione del PSPP, quindi all'acquisto di titoli di debito sovrano, in quanto i programmi CBPP1 e CBPP2 sono terminati nel 2010 e nel 2011, mentre l'ABSPP e il CBPP3, sono responsabili di un aumento dei titoli pari a circa 4,3 miliardi di euro (il 18% dell'aumento assoluto di titoli acquistati nell'ultimo anno).

Grafico 2

Titoli detenuti per finalità di politica monetaria



(Grafico 3; fonte bilancio ufficiale Banca Centrale Europea)

Dal grafico sopra riportato inoltre si può capire meglio la portata dei singoli programmi, ed analizzare l'impatto che essi hanno avuto sull'evoluzione dello stato patrimoniale della Banca

²³ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.pr181213.en.html>

Centrale Europea. Il programma che ha maggiormente influenzato l'operatività della BCE è senza dubbio stato il PSPP, che ha alimentato la domanda sui titoli di debito pubblico ed impattato sugli andamenti di questi ultimi.

Inoltre, si nota abbastanza chiaramente come nell'ultimo anno gli altri programmi siano stati considerati in maniera più marginale, a sottolineare un situazione di leggera ripresa dell'economia europea, che necessitava di un aiuto sempre meno pesante. La diminuzione registrata nell'ambito del CBPP1 e CBPP2 terminati rispettivamente a giugno 2010 e novembre 2012, è dovuta al rimborso ottenuto sugli stessi titoli che, stando alle fonti, ammonta a 1,5 miliardi di euro²⁴.

Per comprendere a fondo il meccanismo di tale strumento, bisogna però a questo punto fare una precisazione su come è stato strutturato ed organizzato il programma, per capire nel dettaglio l'influenza che può aver avuto, e potrà avere, sui prezzi dei titoli ad oggetto. L'articolo 123 comma 1 del trattato sul funzionamento dell'Unione Europea afferma: *sono vietati la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia, da parte della Banca centrale europea o da parte delle banche centrali degli Stati membri (in appresso denominate "banche centrali nazionali"), a istituzioni, organi od organismi dell'Unione, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di diritto pubblico o a imprese pubbliche degli Stati membri, così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della Banca centrale europea o delle banche centrali nazionali* ²⁵.

Nonché l'articolo 21 al comma 1 dello stesso statuto della BCE recita: *Conformemente all'articolo 101 del trattato, è vietata la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia da parte della BCE o da parte delle banche centrali nazionali, a istituzioni o agli organi della Comunità, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di settore pubblico o ad imprese pubbliche degli Stati membri, così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della BCE o delle banche centrali nazionali* ²⁶.

Ciò ha fatto sì che sorgesse una questione di legittimità sull'acquisto di titoli di stato

²⁴ Bilancio d'esercizio BCE 2018; reperibile su:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ecb.annualaccounts2018~cd3eabaa40.it.pdf?8fa92a125426e77785eb781c7376a81>

²⁵ TUE, reperibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A12012E%2FTXT>

²⁶ *protocollo sullo statuto del sistema europeo di banche centrali e della banca centrale europea*; reperibile su: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/it_statute_2.pdf

all'emissione in relazione a tale articolo. La BCE infatti, sottoscrivendo strumenti di debito sovrano direttamente alla propria emissione, starebbe di fatto finanziando direttamente i governi dell'eurozona, violando di conseguenza gli articoli sopra citati, ed il principio di indipendenza dell'operatività della BCE nell'esecuzione delle politiche monetarie rispetto ai governi locali. Infatti è stata avanzata, da parte della Corte Costituzionale Tedesca alla Corte dell'Unione Europea, negli anni passati, una domanda di legittimità dello stesso strumento non convenzionale. Ad ogni modo, per arginare tale vincolo, si è optato per l'acquisto degli stessi strumenti finanziari sul mercato secondario invece che direttamente all'emissione.

L'11 dicembre 2018 la corte UE ha dichiarato, in risposta al ricorso presentato dalla Corte Costituzionale di Karlsruhe, legittimo il QE o più precisamente il PSPP (Public Sector Purchase Program), poiché esso rispetta il principio di proporzionalità, ed i suoi effetti sono coerenti con gli obiettivi perseguibili dalla Banca Centrale. La Corte inoltre ha precisato che la negazione della possibilità di adottare tali misure, significherebbe di fatto vietare all'istituto europeo l'utilizzo dei mezzi messi a disposizione dai trattati per la realizzazione degli obiettivi di politica monetaria e, soprattutto in un periodo di crisi come quello appena attraversato, tale limitazione potrebbe aggravare nettamente il rischio di una spirale deflazionistica.

Relativamente alle modalità di applicazione si precisa che il QE, essendo basato su un sistema di acquisti di ripartizione del rischio ben delineati, e prevedendo rigorosi limiti e, alla quantità di titoli da acquistare, e, alle caratteristiche di rischio degli stessi, non va a soddisfare i bisogni di finanziamento di specifici Stati appartenenti all'Unione Europea. In particolare la Corte Europea rafforza la legittimità del programma specificando che, essendo posti limiti ben precisi all'acquisto dei titoli, si obbligano gli Stati a richiedere ugualmente finanziamenti anche dal mercato finanziario e, fondamentale per capire l'effetto finanziario dello strumento, fin quando l'acquisto verrà effettuato sul mercato secondario, e non primario, non violerà il "divieto di finanziamento monetario" ai sensi dell'art. 123, e non diminuirà l'incitamento agli Stati Sovrani di attuare una sana e prudente politica di bilancio²⁷.

Tale problema giuridico ha avuto come si può notare tuttavia un impatto molto importante sull'attuazione dell'Asset Purchase Programme, ed in particolar modo sull'acquisto dei titoli di debito pubblico specificamente nell'ambito dell'PSPP, obbligando la BCE ad acquistare gli

²⁷ 11/12/2018, *QE via libera della corte UE: non viola il diritto dell'Unione*; reperibile su: https://www.repubblica.it/economia/2018/12/11/news/qe_via_libera_della_corte_ue_non_viola_il_diritto_dell_unione_-213966608/

strumenti non all'emissione, quindi sul mercato primario, ma sul mercato secondario.

Questo porta un duplice effetto: l'acquisto sul mercato secondario influenza gli interessi corrisposti dagli Stati Sovrani indirettamente, infatti nel momento in cui titoli con medesime caratteristiche vengono negoziati sui mercati secondari e primari, i prezzi sui due mercati tendono ad essere fortemente correlati; a seconda del prezzo di negoziazione sul mercato secondario gli investitori si vedranno condizionare il proprio rendimento atteso e realizzato, facendo sì, che gli stessi, offrano all'asta di emissione prezzi che comportano un rendimento coerente con quello che si otterrebbe se si acquistasse il medesimo titolo, non all'emissione. L'aver dato un forte mercato ai titoli di debito pubblico, ha permesso quindi agli stessi Stati di indebitarsi a condizioni più favorevoli e in maniera più semplice, alzano il prezzo degli strumenti di debito stessi, ed abbattendone i rendimenti corrisposti. La seconda conseguenza riguarda invece i bilanci delle banche, infatti esse sono le principali deterrenti di strumenti di debito sovrani italiani, e, con la rivalutazione dei titoli ad oggetto, le banche vedono l'attivo del proprio bilancio rivalutato, potendo di conseguenza abbassare il tasso d'interesse richiesto sui mutui.²⁸

Il meccanismo è il seguente: il comitato di Basilea ha imposto alle banche il rispetto di alcuni limiti sulla composizione del patrimonio, più nello specifico il patrimonio deve essere commisurato al rischio delle attività detenute. Nel momento in cui, tali titoli vengono tolti dai bilanci delle banche, essi saranno ovviamente sostituiti da liquidità, che porterà le riserve degli stessi intermediari ad eccedere i livelli di riserva obbligatoria; liquidità che dunque per limiti normativi potrà essere investita in attività di pari rischio o di rischio inferiore. L'alleggerimento delle banche dai titoli di stato e, dai così detti "titoli tossici", ha portato ad un aumento dei finanziamenti concessi ai privati, ed allo stesso tempo un abbassamento dei costi degli stessi²⁹.

La relazione può essere spiegata anche attraverso un criterio di profittabilità degli istituti di credito. Un abbassamento del valore dei titoli detenuti in portafoglio creerà infatti senza dubbio delle minusvalenze nel conto economico, che dovranno essere compensate da altre fonti di

²⁸ Lops V. *Ecco come lo spread BTP-BUND mette a rischio quello sui mutui (e le erogazioni)*. Reperibile su: <https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2012-05-18/ecco-come-spread-btpbund-105444.shtml?uuiid=AbaBiNeF>

²⁹ 6 ottobre 2018; Fusco C. *Cosa c'entra lo spread con i mutui?*; reperibile su: <https://www.ilpost.it/2018/10/06/mutui-spread/>

reddito, per cui i fornitori di fondi saranno scoraggiati all'erogazione di prestiti alle imprese, le quali si vedranno alzare i rendimenti richiesti sui finanziamenti concessi.

A questo punto sorge una domanda abbastanza ovvia: come precisa l'economista Caldironi, nel momento in cui gli acquisti vengono effettuati sul mercato secondario, la BCE sarà costretta ad acquistare gli stessi ad un prezzo superiore al prezzo d'emissione e di rimborso, per via del fenomeno del *pull to par*, e per dover ovviamente scontare la diffusione dell'informazione sull'aumentata domanda di titoli. Volendo detenere il titolo fino alla scadenza l'istituto europeo riceverà un valore al rimborso inferiore rispetto al valore d'acquisto, registrando dunque una considerevole minusvalenza, che, senza dubbio, data l'enorme portata del programma, avrebbe un effetto non piccolo sul risultato d'esercizio della Banca Centrale Europea, il quale si rifletterebbe negativamente su tutta la sua componente azionaria³⁰.

Infatti il capitale sociale della BCE ammonta a 10.825.007.069,61 euro, interamente sottoscritto dalle Banche Centrali dei paesi dell'Unione Europea, e per 7.536.110.121,69 euro dalle singole BCN dei paesi che hanno aderito alla moneta unica. La partecipazione al capitale riflette il peso della singola economia sulla zona europea, ed è calcolato attraverso due variabili di pari importanza, ovvero la popolazione ed il PIL del paese. Per quanto riguarda l'Italia essa partecipa per 1.277.599.809,38, che rappresenta l'11,8% dell'intero patrimonio (dati al 1 gennaio 2019)³¹. Di conseguenza l'impatto di tale minusvalenza conseguita sui titoli si rifletterebbe sulla nostra economia in maniera significativa, in quanto l'utile della BCE viene redistribuito ai partecipanti al capitale azionario seguendo le disposizioni del Consiglio Direttivo.

Il capitale della Banca d'Italia è di 7.500.000.000 euro, ed è sottoscritto da una serie di istituti autorizzati ai sensi del decreto legislativo 152/1999 e del decreto legislativo 252/2005, ricomprendendo tra questi anche banche, compagnie di assicurazione e fondi pensione. Di conseguenza un risultato negativo della Banca Centrale Europea impatterebbe anche sulla nostra economia reale. Infatti, gran parte degli intermediari finanziari che partecipano al capitale di rischio della Banca d'Italia, riporterebbero risultati negativi che influenzerebbero

³⁰ Gilberti F. 17 agosto 2016. *Il quantitative easing della BCE non sarà pagato dai contribuenti*; reperibile su: <https://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2016-08-17/il-quantitative-easing-bce-non-sara-pagato-contribuenti-072257.shtml?uuid=ADN5UH6>.

³¹ Cellino M. 1306/2016 *Bund e non solo: Svizzera e Giappone, ecco dove il tasso decennale è già negativo*; reperibile su: <https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-06-14/bund-e-non-solo-svizzera-e-giappone-ecco-dove-tasso-decennale-e-gia-negativo-102505.shtml?uuid=ADA9Cjb>.

senza dubbio la propria gestione, con un risultato avverso sul sistema finanziario italiano, ed europeo in generale.

Allora come si è evitata tale situazione? Attraverso un meccanismo abbastanza semplice: gli interessi maturati sugli stessi titoli nel corso della loro detenzione in portafoglio da parte della Banca Centrale Europea, vanno ad alimentare la formazione di una riserva, che potrà sopperire alle perdite generate da tali minusvalenze, un meccanismo che viene messo in pratica nella maggior parte degli istituti di credito nel mondo³².

In definitiva possiamo dire che il Quantitative Easing è uno strumento non convenzionale con il quale le Banche Centrali immettono liquidità nel sistema attraverso l'acquisto di diverse tipologie di titoli, principalmente titoli di stato, sul mercato finanziario, al fine di favorire la ripresa dell'economia dell'eurozona e, più specificamente, spingere il tasso d'inflazione ai livelli obiettivo del 2%.

La conseguenza diretta di tale programma, oltre all'immissione di liquidità nel sistema, è stata l'aumento dei prezzi dei titoli ad oggetto, e di conseguenza l'abbattimento dei tassi d'interesse corrisposti.

Tramite il programma d'acquisto la BCE ha "ripulito" i bilanci degli intermediari finanziari da titoli "tossici", specialmente grazie all'applicazione dell'ABSPP, permettendo, in particolare agli istituti di credito, di offrire finanziamenti con interessi più bassi, anche grazie ad un andamento dei tassi interbancari fondamentali fortemente ribassista, per via della politica monetaria molto accomodante messa in atto della Banca Centrale Europea, che ha spinto l'inflazione verso l'obiettivo fondamentale del SEBC (2%), ed evitato una spirale deflazionistica.

Il Quantitative Easing si presenta dunque come uno strumento altamente funzionale per la risoluzione di crisi economiche, capace di risanare i bilanci degli istituti creditizi, ed evitando così una crisi a catena, immettendo forte liquidità nel sistema, ed allo stesso tempo abbassando il costo del denaro, dando perciò un forte incentivo alla crescita degli investimenti, della spesa, e, di conseguenza, ai prezzi.

³² Gilberti F. 17 agosto 2016. *Il quantitative easing della BCE non sarà pagato dai contribuenti*; reperibile su: <https://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2016-08-17/il-quantitative-easing-bce-non-sara-pagato-contribuenti-072257.shtml?uuid=ADN5UH6>.

1.3 L'annuncio della fine del QE

Il 13 dicembre 2018, dopo 4 anni, Mario Draghi ha annunciato ufficialmente la fine del Asset Purchase Programme. La BCE, dunque, non acquisterà ulteriori titoli sul mercato ma si limiterà a rinnovare negli anni a venire i titoli detenuti in portafoglio.

Al momento la BCE detiene più di 2.600 miliardi di euro di titoli di enti dell'Eurozona attraverso l'intero Sistema Europeo delle Banche Centrali, e, in particolare, 380 miliardi di euro di titoli di stato italiani, che, come detto, verranno prontamente rinnovati alla scadenza³³.

Sorge dunque a questo punto spontanea la domanda: il QE è davvero finito?

Nelle affermazioni rilasciate dal Consiglio Direttivo nella relazione del 7 marzo del 2019, infatti, appaiono chiaramente quali sono le decisioni e le attese dello stesso organo sul mercato. La BCE ha apertamente dichiarato *che Il Consiglio direttivo intende continuare a reinvestire, integralmente, il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del programma di acquisto di attività per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui inizierà a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE*³⁴ o almeno finché non saranno raggiunti gli obiettivi sulla stabilità dei prezzi. Senza dubbio queste sono dichiarazioni che danno fiducia ai mercati, specialmente per i paesi più in difficoltà nell'Eurozona.

Inoltre, il presidente della BCE, il cui mandato finirà nell'autunno 2019, ha dichiarato che, fin quando ci sarà lui alla guida, la politica monetaria dell'Eurozona sarà molto accomodante. Da qui bisogna perciò cominciare ad analizzare quelle che saranno le condizioni e lo scenario nel quale verserà l'economia europea nei prossimi anni.

La fine del Quantitative Easing senza dubbio toglierà al mercato dei titoli europei un fortissimo acquirente, che dovrà essere in qualche modo sostituito. Tuttavia le parole del presidente del Consiglio Direttivo lasciano pensare che la Banca Centrale Europea non vorrà del tutto "lasciare a se stessi" i paesi dell'Eurozona, ma anzi, il reinvestimento dei 2.600 miliardi di titoli acquistati nell'ambito dell'APP sarà effettuato per un prolungato periodo di tempo anche dopo il rialzo dei tassi d'interesse, così come ha annunciato il presidente della Banca Centrale, in data 13 dicembre 2018, ed ha confermato nella relazione del 7 marzo 2019.

Nella stessa occasione si è anche precisata la modalità attraverso la quale l'istituto monetario

³³ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.pr181213.en.html>.

³⁴ 7 marzo 2019. *Comunicato stampa BCE: decisioni di politica monetaria*; reperibile su: <http://www.bancaditalia.it/media/bce-comunicati/documenti/2019/ecb.mp190307.it.pdf>

effettuerà il rinnovo del proprio portafoglio, bocciando l'operazione Twist³⁵, applicata dalla FED negli Stati Uniti, che prevedeva un immediato termine del rinnovo delle attività a breve termine, in favore di quelle a più lunga scadenza, allungando in tal modo lo scadenziario del proprio portafoglio.

La BCE, di contro, intende invece mantenere lo scadenziario invariato, rinnovando i titoli basandosi su un preciso programma già stabilito che “ambirà a mantenere la dimensione degli acquisti netti delle singole componenti dell'APP”, per cui il PSPP, l'ABSPP, il CBPP3 ed il CSPP. In particolare, per quanto riguarda il Public Sector Purchase Programme, il criterio per stabilire il rinnovo degli stessi titoli sarà basato sulla chiave capitale³⁶ (partecipazione al capitale azionario della Banca Centrale Europea), aggiornata periodicamente ogni cinque anni, che, in base all'articolo 29 dello statuto del SEBC, viene calcolato basandosi sul peso che ha la singola economia sull'Unione Europea, peso determinato, come detto in precedenza, dalla popolazione e dal PIL della nazione. Tuttavia arriva una cattiva notizia per l'Italia, in quanto la chiave capitale del nostro paese, sulla base dell'ultimo aggiornamento effettuato in data 1 gennaio 2019, è diminuita.

In tale ambito ovviamente interessa anche capire cosa accadrà ai titoli del settore privato, che, sempre facendo riferimento alle parole rilasciate dal presidente del Consiglio Direttivo, verranno rinnovati basandosi ancora una volta sul criterio della capitalizzazione dei singoli mercati sull'economia europea³⁷, sempre calcolata tramite i due parametri di eguale importanza sopra riportati.

In definitiva, le parole di Draghi, lasciano pensare che la fine di tale politica espansiva sarà attuata in maniera graduale, e che la fine del programma di acquisto titoli sarà accompagnata da un mantenimento dei tassi d'interesse fondamentali dell'area euro ad un livello prossimo allo 0%, almeno fino a settembre del 2019, ed in ogni caso fin quando non sarà stato sufficiente a portare i livelli del tasso d'inflazione alla soglia del 2%³⁸.

³⁵ 13 dicembre 2018; Buffacchi I; *Come la BCE reinvestirà i titoli in scadenza; bocciata l'operazione twist della FED*; reperibile su: <https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-12-13/come-bce-reinvestira-titoli-scadenza-bocciata-l-operazione-twist-fed-174429.shtml?uuid=AEoW6RzG>

³⁶ 13 DICEMBRE 2018; *ECB decides on technical parameters for the reinvestment of its Asset Purchase Programme*; reperibile su: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.pr181213.en.html>

³⁷ *ibidem*

³⁸ 7 marzo 2019. *Comunicato stampa BCE: decisioni di politica monetaria*; reperibile su: <http://www.bancaditalia.it/media/bce-comunicati/documenti/2019/ecb.mp190307.it.pdf>

Lo scenario che dunque segue la fine dell'Asset Purchase Programme sembra essere uno scenario di cambiamento tutt'altro che drastico, accompagnato dalla continua presenza della BCE sul mercato dei titoli pubblici e privati, che certo, con poca probabilità verranno acquistati in quantità maggiori di quelli detenuti, e da una politica monetaria di tipo espansionistica per un lasso di tempo ancora abbastanza lungo, caratterizzata da un livello dei tassi d'interesse ancora prossimi allo zero, e da immissioni di liquidità ancora effettuate.

E' bene ricordare che l'annuncio del termine del Quantitative Easing non indica che nello scenario futuro tale strumento non possa essere riutilizzato, infatti sempre Mario Draghi ha proseguito dicendo che il QE «non sta scomparendo, ma rimane nella cassetta degli attrezzi» della Banca Centrale, e potrà sempre essere riutilizzato nei casi di necessità «per contingenze che ora non vediamo»³⁹ al fine di favorire una spinta inflazionistica. Non a caso l'annuncio della fine dell'APP è arrivata a seguito di un sostanziale aggiustamento dell'inflazione verso l'obiettivo" che, secondo le stime recenti, crescerà dell'1,7% tra l'anno 2019 e l'anno 2020. Per cui, con la fine del QE, quali saranno le possibili conseguenze per l'economia italiana ?

³⁹ 14/06/2018, Della Guglia A. *La BCE pone fine al QE: quanto rischia l'Italia?*; reperibile su: <https://www.ilprimatonazionale.it/approfondimenti/la-bce-pone-fine-al-qe-quanto-rischia-litalia-87409/>

CAPITOLO 2

I TASSI D'INTERESSE BCE

2.1 Livelli dei tassi guida

Attualmente i tassi di interesse fondamentali BCE sono ai seguenti livelli:

- tassi sulle operazioni di rifinanziamento principale: 0%
- tassi di rifinanziamento marginale: 0,25%
- tasso di riserva sui depositi: -0,4%⁴⁰.

Dalle ultime dichiarazioni rilasciate nella conferenza stampa del 6 giugno 2019 i tassi d'interesse fondamentali sono stati bloccati ai livelli sopra riportati almeno fino a metà del 2020, o almeno fin quando il livello del tasso d'inflazione non si avvicinerà agli obiettivi prestabiliti. Tale decisione può essere compresa anche basandosi sugli ultimi dati rilasciati dalla Banca d'Italia in riguardo alle aspettative sull'inflazione e crescita⁴¹.

Infatti, secondo le ultime analisi condotte, tra il 27 febbraio ed il 20 marzo 2019, presso le imprese italiane, i giudizi sulla nostra economia generale sono stati negativi: la domanda risulta essere nuovamente peggiorata a causa di diversi accadimenti politici ed economici, e a farne le spese sono soprattutto le esportazioni. Il rilevamento sulle attese degli investimenti sembra essere positivo per il 2019, anche se sono comunque diminuiti rispetto all'anno precedente. Cosa più importante però sono le aspettative sull'inflazione al consumo che risultano essere state riviste al ribasso in tutti i settori, portando ad un'aspettativa sull'andamento dei prezzi per i prossimi 12 mesi complessivamente negativa⁴².

La BCE dunque non è ancora riuscita a riportare l'inflazione ai livelli obiettivo seppure la situazione economica è nettamente migliorata rispetto agli anni passati, questo ci porta a pensare che seppure l'acquisto di titoli da parte della banca centrale è probabilmente giunto al termine, i tassi d'interesse continueranno a rimanere bassi per favorire gli investimenti e la spesa con l'obiettivo dunque di una ripresa dell'inflazione.

Dal 31 dicembre 2018 infatti i tassi EURIBOR a 1, 3 e 6 mesi sono rimasti praticamente invariati e stabili ai livelli rispettivamente di -0,37%, - 0,31% e - 0,23%⁴³, mentre il tasso EONIA sembra essere addirittura calato di 11 punti base, portandosi da -0,356% all'attuale -

⁴⁰ fonte: Banca Centrale Europea

⁴¹ Comunicato stampa 6 giugno 2019 rilasciato dall BCE. Consultabile su:
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190606~1876cad9a5.it.html>

⁴² Banca d'Italia, *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita - 1° trimestre 2019*; reperibile su:
<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-inflazione/2019-indagine-inflazione/03/index.html>.

⁴³ storico tassi EURIBOR per anno reperibile su: <https://it.euribor-rates.eu/tassi-euribor-per-anno.asp>

0,37%⁴⁴, tuttavia in riferimento a tale tasso dobbiamo ricordare che esso è oggetto a forte volatilità giornaliera e dunque possiamo concludere che anche esso per tutto il primo semestre del 2019 è rimasto su livelli relativamente bassi.

Riguardo alle attese sull'andamento futuro, alcuni analisti affermano che in realtà sull'analisi delle quotazioni dei tassi future ad un anno il tasso EONIA potrebbe salire di 10 punti base, portandosi al livello di -0,2% (attualmente è allo -0,3%)⁴⁵. Come detto tuttavia in tale ambito chi decide effettivamente cosa accadrà è il mercato, che incorpora in sé ogni informazione ed evento che è accaduto e potrà accadere; di conseguenza le aspettative sui tassi futuri vengono già ricomprese nelle quotazioni dei tassi a termine stabiliti oggi, sulla base delle informazioni disponibili.

2.2 Effetti sui finanziamenti

Come detto, la prima attività finanziaria che viene influenzata dagli andamenti dei tassi d'interesse fondamentali nell'Eurozona sono i finanziamenti. Una politica espansiva come quella condotta dalla BCE negli ultimi anni ha difatti innalzando in maniera considerevole la domanda di mutui nell'economia europea e specialmente in Italia, portando anche i mutuatari a poter ottenere finanziamenti a condizioni estremamente favorevoli.

Le parole del presidente del Consiglio Direttivo lasciano immaginare uno scenario futuro sul mercato europeo caratterizzato da un livello dei tassi d'interesse a livelli molto bassi e da una politica monetaria generale molto accomodante, almeno fino alla scadenza del mandato dell'italiano (ottobre 2019). Infatti nella relazione del 7 marzo 2019 il Consiglio Direttivo ha approvato il TLTRO III⁴⁶, che inizierà nel settembre 2019 e terminerà a marzo 2021 tramite il quale la Banca Centrale Europea immetterà nel sistema bancario nuova liquidità al fine di incentivare nuovi finanziamenti e di conseguenza investimenti. Nella relazione del 6 giugno 2019 invece si sono chiariti i particolari sull'attuazione dello stesso programma, che prevederà un tasso d'interesse corrisposto sui finanziamenti concessi alle banche in tale ambito di 10 punti base più alto rispetto alla media dei tassi sulle operazioni di rifinanziamento principale, quindi al solo 0,1%.⁴⁷

⁴⁴ <https://it.global-rates.com/tassi-di-interesse/eonia/eonia.aspx>.

⁴⁵ Liuni F. *Tassi mutui 2018: quali previsioni per chi vuole acquistare una prima casa?* Reperibile su: <https://www.idealista.it/news/finanza/mutui/2018/09/27/127882-tassi-mutui-2018-quali-previsioni-per-chi-vuole-acquistare-una-prima-casa>.

⁴⁶ *Tasso BCE a zero e nuova liquidità in arrivo per le banche*. Reperibile su: <https://www.altroconsumo.it/soldi/mutui/news/quantitative-easing>

⁴⁷ Comunicato stampa rilasciato dalla BCE il 6 giugno 2019. Consultabile su: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190606~1876cad9a5.it.html>

Sembrerebbe dunque un periodo di prosperità per i finanziamenti, con i tassi mantenuti ancora a livelli minimi storici e nuova liquidità pronta a riempire il mercato; non a caso analizzando i dati sui mutui per l'anno 2019 la domanda di finanziamenti sembra seguire l'andamento positivo registrato per tutto il 2018⁴⁸.

Ovviamente lo scorso anno gran parte delle domande poteva essere soddisfatta grazie al rimpiazzo dei titoli di stato con liquidità fornita dagli acquisti della BCE nell'ambito del PSPP, per cui come potrà reagire il mercato ora che il QE è finito?

La BCE come si è più volte detto dovrebbe limitarsi nei prossimi anni al semplice rinnovo dei titoli detenuti in portafoglio, riducendo quindi la capacità delle banche di reperire facilmente liquidità tramite lo smobilizzo di obbligazioni detenute in bilancio. Tuttavia tale mancanza potrebbe essere facilmente sopperita dal Targeted Long Term Refinancing Programme III che inizierà da settembre. Tutto ciò accompagnato da tassi d'interesse molto bassi ci fa pensare che la domanda di finanziamenti sarà abbastanza alta per tutto il 2019, nonostante il QE possa ritenersi giunto al termine.

Nello specifico è molto probabile che il tasso variabile continuerà ad essere “in vantaggio” sul tasso fisso. E' stata svolta un'analisi della struttura *forward-forward* dei tassi d'interesse con scadenza a tre mesi, che è la più utilizzata in Italia per l'indicizzazione dei mutui a tasso variabile, utilizzando il *teorema dei prezzi impliciti*.

Anni	tasso a 3 mesi	Anni	tasso a 3 mesi
dic-19	-0,200%	dic-24	0,3229%
giu-20	-0,1975%	giu-25	0,7498%
dic-20	-0,1875%	dic-25	0,860%
giu-21	-0,087%	giu-26	0,8246%
dic-21	-0,0374%	dic-26	0,9149%
giu-22	0,0126%	giu-27	1,005%
dic-22	0,063%	dic-27	1,0955%
giu-23	0,3685%	giu-28	0,6279%
dic-23	0,3507%	dic-28	0,658%
giu-24	0,273%	giu-29	0,380%

E' stata impostata un'analisi di confronto tra un ammortamento a tasso fisso, al 2,9% annuo, e un ammortamento a tasso variabile sviluppato nell'ipotesi “tasso forward”, considerando un capitale iniziale di 100.000 euro su una scadenza di 10 anni (corrispondente alla scadenza media dei mutui nell'economia italiana), con uno spread del 2,5%.

⁴⁸ Mutui: richiesta in aumento del 3%, tassi in salita; 22 gennaio 2019. Reperibile su: <http://www.today.it/economia/mutui-aumento-tassi.html>

<i>Date</i>	<i>i(variable)</i>	<i>Ik (variabile)</i>	<i>Rk (variabile)</i>	<i>i(fisso)</i>	<i>Ck (fisso)</i>	<i>Rk (fisso)</i>
01/06/2019			-100.000,00 €			-100.000,00 €
01/12/2019	2,300%	2.300,00 €	6.294,15 €	2,9%	2.880,00 €	6647,22 €
01/06/2020	2,303%	2.210,54 €	6.295,59 €	2,9%	2.771,50 €	6647,22 €
01/12/2020	2,313%	2.125,67 €	6.301,06 €	2,9%	2.659,88 €	6647,22 €
01/06/2021	2,413%	2.116,91 €	6.353,26 €	2,9%	2.545,05 €	6647,22 €
01/12/2021	2,463%	2.056,48 €	6.378,10 €	2,9%	2.426,91 €	6647,22 €
01/06/2022	2,513%	1.989,68 €	6.401,63 €	2,9%	2.305,36 €	6647,22 €
01/12/2022	2,563%	1.916,24 €	6.423,83 €	2,9%	2.180,32 €	6647,22 €
01/06/2023	2,869%	2.015,66 €	6.551,83 €	2,9%	2.051,67 €	6647,22 €
01/12/2023	2,851%	1.873,80 €	6.544,83 €	2,9%	1.919,32 €	6647,22 €
01/06/2024	2,773%	1.693,11 €	6.516,52 €	2,9%	1.783,15 €	6647,22 €
01/12/2024	2,823%	1.587,52 €	6.533,28 €	2,9%	1.643,07 €	6647,22 €
01/06/2025	3,250%	1.666,86 €	6.664,52 €	2,9%	1.498,95 €	6647,22 €
01/12/2025	3,360%	1.555,55 €	6.695,43 €	2,9%	1.350,68 €	6647,22 €
01/06/2026	3,325%	1.368,19 €	6.686,51 €	2,9%	1.198,14 €	6647,22 €
01/12/2026	3,415%	1.223,74 €	6.706,42 €	2,9%	1.041,20 €	6647,22 €
01/06/2027	3,505%	1.063,92 €	6.723,61 €	2,9%	879,75 €	6647,22 €
01/12/2027	3,596%	887,85 €	6.738,03 €	2,9%	713,65 €	6647,22 €
01/06/2028	3,128%	589,39 €	6.678,00 €	2,9%	542,76 €	6647,22 €
01/12/2028	3,158%	402,78 €	6.680,91 €	2,9%	366,95 €	6647,22 €
01/06/2029	2,880%	186,52 €	6.662,91 €	2,9%	186,08 €	6647,22 €

Si osserva che, date le ipotesi, risulta un tasso interno di rendimento del mutuo a tasso variabile uguale al 2,267%, minore rispetto a quello del tasso fisso corrispondente.

.

CAPITOLO 3

GLI EFFETTI DELLA FINE DEL QE SUI TITOLI DI STATO

3.1 Sui possibili effetti di breve periodo

Come già osservato, il 13 dicembre 2018 il Consiglio Direttivo della Banca Centrale Europea annunciava la fine del QE, per cui lo stesso Istituto avrebbe smesso di acquistare nuovi titoli sul mercato e si sarebbe limitato esclusivamente al rinnovo di quelli detenuti in portafoglio. L'acquisto di asset perciò, a seconda del programma di riferimento, non è dunque del tutto terminato, tuttavia la BCE forniva un sostegno non piccolo al mercato, e dunque all'andamento degli stessi titoli, un sostegno che, se anche ancora presente, sarà fornito in maniera meno netta e che sicuramente influenzerà l'economia europea ed italiana.

Come abbiamo visto analizzando il bilancio della Banca Centrale Europea per l'esercizio dell'anno 2018 gli acquisti di maggior volume dovuti all'esecuzione di politiche monetarie sono stati nettamente quelli effettuati nell'ambito del Public Sector Purchase Programme, per cui probabilmente le ripercussioni più significative dovute alla graduale uscita dal mercato dell'istituto europeo saranno osservate sui titoli di debito pubblico dei paesi dell'eurozona.

Per comprendere meglio la portata del fenomeno, sono riportati di seguito i rendimenti a 10 anni degli strumenti di debito dei principali paesi europei a fine Maggio 2019⁴⁹.



⁴⁹ Fonte: Banca Fideuram, 22/05/2019.

Al momento, come possiamo notare dalla tabella, l'Italia presenta il rendimento più alto rispetto a tutti gli altri paesi presi a campione, sintomo probabilmente di una percezione di rischiosità da parte del mercato sul nostro paese più alta rispetto alle altre economie dell'eurozona.

Inoltre nel grafico vengono riportati gli andamenti dei tassi corrisposti ad obbligazioni decennali delle principali forze economiche dell'eurozona a partire dall'anno in cui è stato introdotto l'Asset Purchase Programme, quindi dal 2015. Dal gennaio dello stesso anno possiamo notare che i tassi d'interesse corrisposti sui bond sovrani dei principali paesi dell'economia europea hanno proseguito sull'onda di un trend negativo iniziato nel 2014, per via dell'abbattimento dei tassi d'interesse fondamentali, ed alimentato successivamente dal Public Sector Purchase Programme.

Da quel momento in poi i tassi d'interesse si sono mantenuti su livelli più bassi, specie per paesi come Francia e Germania, che, per via del criterio della chiave capitale, sono stati i principali paesi a beneficiare dell'operatività della Banca Centrale negli ultimi anni. Nazioni che invece hanno beneficiato meno del programma, sempre per via del fatto che la loro economia, secondo il criterio della chiave capitale, pesava meno sull'eurozona, come ad esempio il Portogallo o la Grecia, hanno avuto un andamento divergente registrando un aumento dei tassi sulle proprie obbligazioni che arrivava a toccare addirittura i 140 punti base nel caso del Portogallo o i 150 nel caso della Grecia.

Tutto ciò è prova del fatto che l'APP, specialmente il Public Sector Purchase Programme, ha avuto risultati positivi nel raggiungimento dei propri obiettivi, alzando, per i paesi che ne hanno maggiormente beneficiato, i prezzi dei propri strumenti di debito sovrano, e mantenendoli a livelli alti nel corso degli anni fino ad oggi.

Tuttavia sempre osservando il grafico un altro dato colpisce: mentre anche paesi come il Portogallo, che hanno superato una situazione economica più grave di quella Italiana, per il 2018 sembrano essersi allineati con i trend delle altre economie europee, l'Italia sembra al contrario, dalla seconda metà dello stesso anno, assumere un andamento divergente, andamento iniziato a partire da giugno 2018.

Con ogni probabilità la divergenza è stata dovuta all'insediamento dell'attuale governo Conte, che ha preso i poteri in data 1° giugno 2019. I programmi di aumento della spesa pubblica e del debito sovrano, su un paese già asfissiato dall'enorme ammontare di debito in circolazione, e la minaccia di una possibile "italexit", che, secondo gli analisti, in quei mesi aveva una

probabilità di verifica di addirittura il 25%, ha fatto sì che il mercato percepisse sul debito italiano un ulteriore livello di rischio che si è tradotto in un impennata dello spread e dunque nell'andamento divergente osservato. Tutto ciò è stato probabilmente alimentato anche dal sentito timore dell'uscita della BCE dal mercato dei titoli pubblici, che fino ad allora aveva garantito una forte stabilità alle obbligazioni stesse.

Non a caso in Italia nel mese di dicembre 2018 lo spread tra BTP e BUND tedeschi a scadenza decennale viaggiava intorno alla quota di 260 punti base, e si è portato, alla chiusura del 13 dicembre (data in cui è stato annunciato il termine dell'APP), a quota 268,2⁵⁰. La fine del QE veniva percepita come un evento che avrebbe portato all'economia nazionale quindi una serie di conseguenze negative, che portarono i rendimenti richiesti sulle obbligazioni statali ad aumentare.

Analizzando gli andamenti specifici per i BTP decennali italiani possiamo notare infatti che un netto rialzo dei tassi sembra essersi verificato nella prima metà del mese precedente l'annuncio del termine dell'APP (novembre 2018), mentre nella seconda metà di dicembre i BTP sembrano aver avuto una forte ripresa in contrasto con le aspettative che aveva portato l'allora solo fortemente probabile fine del QE. Le considerazioni fatte fin ora sono sinonimo di due concetti:

1. che il mercato tende ad anticipare sulla base delle notizie, ed ovviamente anche dell'emotività degli investitori, gli scenari più plausibili che possono verificarsi in un dato orizzonte temporale.
2. che oltre al QE ovviamente ci sono moltissimi fattori che influenzano la valutazione di attività negoziate sul mercato.

Nel periodo antecedente il dicembre 2018, infatti, era molto sentita la minaccia di un possibile "Italexit", che faceva aumentare il tasso d'interesse sui titoli di stato a causa della richiesta di un maggior premio per il rischio di cambio dovuto ad un allora, almeno sentitamente, probabile uscita dalla moneta unica e ritorno alla lira. Preoccupazione che poi è andata scemando grazie all'intesa trovata nel dicembre dello stesso anno tra il governo di Roma e Bruxelles che ha portato come possiamo vedere ad una diminuzione dello spread ed un apprezzamento dei titoli di stato.

L'andamento decrescente dei tassi decennali è poi continuato per tutto il mese di dicembre, registrando un forte aumento in data 3 gennaio 2019 dovuto principalmente all'insediamento del nuovo congresso al governo degli Stati Uniti d'America, con una maggioranza del "partito

⁵⁰ Dati calcolati dai grafici riportati sulla piattaforma investing.com.

dell'asinello", forte opponente del presidente Trump⁵¹, ed al crollo di Apple, registrato a seguito di una revisione delle stime di profittabilità della società che ha avuto ripercussioni negative su tutte le principali piazze mondiali. Aumento che è stato poi attutito nel corso dello stesso mese fino a febbraio 2019, quando le stime della commissione europea sulla crescita dell'economia italiana (stimata del solo 0,2%) erano state viste al ribasso rispetto alle aspettative, portando il nostro paese come ultimo nella crescita del PIL tra le 28 nazioni aderenti all'Unione Europea⁵². A febbraio 2019 inoltre la situazione era stata aggravata dal timore di un possibile *downscoring* sul rating italiano dell'agenzia Fitch, declassamento che, fortunatamente, alla fine non è stato dichiarato.

È importante notare che poi un netto calo delle quotazioni dello stesso titolo sono avvenute proprio alla chiusura in data 7 marzo 2019, quando la BCE ha emesso il proprio comunicato stampa in cui annunciava il mantenimento dei tassi d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento (principale e marginale) e di deposito di riserve allo 0%, 0,25% e -0,4% almeno fino alla fine del 2019, la conferma dell'approvazione del programma TLTRO III e, cosa più importante, la decisione di continuare a reinvestire il capitale rimborsato nell'ambito dell'applicazione dell'APP. Le dichiarazioni rilasciate nella stessa conferenza stampa sono state interpretate come un segnale di debolezza dell'economia italiana, che ha portato infatti, nella settimana tra il 3 ed il 7 marzo, il tasso d'interesse corrisposto sui BTP decennali ad aumentare di 25 punti base. Probabilmente le dichiarazioni fatte in tale occasione sono state interpretate dagli operatori di mercato come un segnale negativo che impatterà sulle economie dell'eurozona più deboli, tra le quali quella italiana, riducendo le risorse disponibili ed i risultati economici. Non a caso in tale seduta il titolo che invece ha guadagnato è stato il BUND tedesco, visto come una sorta di sostituto alle obbligazioni italiane ed emesso da uno stato meno dipendente dagli aiuti della Banca Centrale Europea⁵³.

Il punto di minimo nell'anno corrente è stato raggiunto il 18 dello stesso mese (marzo), quando l'agenzia di rating Moody's ha deciso di rinviare il giudizio sul merito di rating del debito sovrano italiano⁵⁴. Successivamente l'andamento ha presentato diverse variazioni di minore entità dovute a diversi fattori di mercato. Nel mese di maggio invece gli interessi sono stati

⁵¹ De Maeyer P. 04/01/2019 *notizie dal mondo: giovedì 3 gennaio 2019*; reperibile su: <https://it.aleteia.org/2019/01/04/notizie-dal-mondo-giovedi-3-gennaio-2019/>

⁵² 11/02/2019 Lettera43. *Stima rivista al ribasso del PIL italiano nel primo trimestre 2019*; reperibile su: <https://www.lettera43.it/cer-stima-pil-primo-trimestre-2019/>

⁵³ 7/03/2019 Lettera43. *Gli indici di spread e borsa del 7 marzo 2019*. Reperibile su: <https://www.lettera43.it/borsa-italiana-oggi-in-tempo-reale-spread-7-marzo/>

⁵⁴ 18/03/2019 Lettera43. *La borsa italiana del 18 marzo in tempo reale*. Reperibile su: <https://www.lettera43.it/borsa-italiana-oggi-tempo-reale-spread-18-marzo-btp/>

mossi principalmente sulla base alle attese del mercato sul risultato delle elezioni europee, elezioni che hanno avuto un risultato poco gradito a quanto pare dagli investitori, che hanno tradotto la vittoria del partito Lega Salvini con un aumento della rischiosità delle obbligazioni italiane di circa 14 punti base.

Analizzando l'andamento registrato dopo l'annuncio della fine del QE e focalizzandosi sulle date più significative possiamo giungere ad alcune conclusioni chiave: la prima è che il mercato è fortemente influenzato da molteplici fattori che incidono sulla percezione del rischio degli investitori (in particolare per l'economia italiana in tale periodo gli avvenimenti politici). La seconda invece è che i giudizi delle agenzie di rating giocano un ruolo fondamentale sulle percezioni del merito di determinati investimenti, costituendo un elemento chiave per il giudizio della rischiosità di titoli ad oggetto. Ed in ultimo, cosa più importante che la fine del Quantitative Easing fino a questo momento è stata attuata in una maniera altamente efficace, con delle ripercussioni sui BTP non troppo nette, grazie alla politica di rinnovo del portafoglio che dovrebbe continuare a dare un sostegno al mercato dei nostri titoli di stato.

Tuttavia un effetto così poco marcato della fine dell'Asset Purchasing Programme sull'economia europea sembra essere anche dovuto comunque a delle condizioni di politica monetaria che non sono del tutto cambiate e continuano ad essere espressione di una linea direttiva molto espansiva: i tassi d'interesse fondamentali continuano ad essere bassi, i finanziamenti continuano ad essere concessi a tassi molto vantaggiosi, nuova liquidità per favorire gli investimenti è in arrivo grazie al TLTRO III⁵⁵ e la BCE continua ad alimentare fortemente il mercato delle obbligazioni rinnovando i titoli alla scadenza. Si potrebbe dire dunque, che al momento, nel breve periodo, l'economia europea non ha subito forti ripercussioni per via della fine del Quantitative Easing poiché ancora deve affrontarlo concretamente.

Non a caso Draghi nelle scorse settimane sembra essere “stato di parola” ed ha ripreso, se pur in maniera relativamente molto più limitata, “l'APP dalla cassetta degli attrezzi”; è la stessa BCE ad informare infatti che è stata costretta di recente ad acquistare ancora titoli obbligazionari pubblici nell'ambito del programma del Public Sector Purchasing Programme, aumentando il suo portafoglio di 3,084 miliardi di euro nella settimana tra il 20 ed il 26 maggio, portando il livello di bond pubblici detenuti a quota 2.098,676 miliardi. Per di più nella stessa settimana la BCE ha reso noti gli acquisti di ulteriori covered bond, per un ammontare di

⁵⁵ Castellarin R.; *La Bce lancia la Tltro III da settembre. Tassi fermi fino a fine anno*; reperibile su: <https://www.milanofinanza.it/news/la-bce-lancia-la-tltro-iii-da-settembre-tassi-fermi-fino-a-fine-anno-201903071359263161>

262,004 miliardi di euro ed ABS per un ammontare pari a 26,196 miliardi di euro⁵⁶.

Un ulteriore intervento in tale ambito è stato necessario per via dell'andamento economico dell'ultimo periodo, infatti le aspettative sull'inflazione continuano ad essere viste al ribasso ed a livelli lontani da quelli obiettivo, gli investimenti non aumentano nelle misure volute e la produzione sembra stia attraversando una fase di stagnazione.

In definitiva il QE fin ora ha mantenuto stabile e dato un forte sostegno alle obbligazioni sovrane, ma nel complesso poco ha fatto nel raggiungimento dell'obiettivo principale della BCE, e dunque nell'innalzamento del tasso d'inflazione alla soglia del 2%⁵⁷. I prezzi fanno tutto tranne che crescere, e l'inflazione continua ad essere instabile, per cui cosa possiamo aspettarci dalla BCE in tale scenario. Un ritorno al QE date tali premesse non sembrerebbe del tutto impossibile, però il tutto ci lascia pensare che con maggiore probabilità la politica monetaria continuerà ad essere quasi sicuramente molto accomodante almeno fino al 2020, e, molto probabilmente, anche nel corso del 2021, per cui nel breve periodo possiamo attenderci un effetto non troppo ribassista sui prezzi dei BTP decennali, che più che essere influenzati dalla fine dell' Asset Purchase Programme dovrebbero subire fluttuazioni imputabili ad altri fattori di mercato.

Tuttavia come già detto la BCE non potrà continuare su quest'onda per sempre, il bilancio prima o poi dovrà essere snellito, i tassi rialzati e la liquidità drenata per poter in futuro essere in grado di gestire nuovamente crisi economiche ed evitare di cadere in una trappola di liquidità. Per cui nel lungo periodo che effetto avrà la fine del Quantitative Easing sui titoli di stato?

⁵⁶ Dati forniti da Banca Fideuram S.p.a.

⁵⁷ Gambetti L. e Musso A. *The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP)*.
Reperibile su: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp.2075.en.pdf?b4cbbd6fdbec00f78c66a83b422de6e7>. su:

3.2 Sui possibili effetti di lungo periodo

Come detto arriverà un momento in cui l'Italia non potrà più contare sull'aiuto della Banca Centrale Europea e sulla sua politica altamente espansiva, e quando ciò accadrà, se le condizioni non saranno cambiate, il nostro paese potrebbe essere fortemente penalizzato dal mercato, con delle ripercussioni non lievi.

Per analizzare il possibile scenario futuro ovviamente è bene partire da un'analisi della situazione attuale, ed in primis capire in che portata le obbligazioni del Ministero dell'Economia e delle Finanze sono influenzate dalla stessa BCE, da investitori stranieri e investitori locali. A differenza di molti altri paesi, tra cui gli Stati Uniti d'America, alla fine del 2018 il debito pubblico italiano, rappresentato da Buoni del Tesoro Poliennali, era detenuto solo per il 30%, un ammontare totale di 578 miliardi di BTP, da investitori non residenti in Italia, mentre il restante 70 da investitori residenti. In particolare per il 53% da operatori non bancari, il 19% da operatori esteri bancari ed il 28% dalla BCE⁵⁸, che dunque si classifica, essendo una singola istituzione, come il maggior acquirente di BTP al mondo. Inoltre l'Italia detiene il record per la quantità di BTP detenuti dalle banche nazionali, che nel 2018 ha superato quello della Spagna, altro paese in cui le banche sono fortemente presenti sul debito pubblico, seconda in classifica con un distacco di circa 200 miliardi di euro⁵⁹.

Le banche italiane continuano a rappresentare dunque un grande detentore, iscrivendo nei propri bilanci un totale stimato di 396 miliardi di euro di BTP, ammontare che, tuttavia, è programmato ad essere ridotto a causa di un legame troppo stretto tra le banche e l'andamento delle obbligazioni in considerazione, legame che nei mesi in cui lo spread ha avuto un forte andamento al rialzo ha influenzato molto negativamente il settore degli istituti di credito. A preoccupare non è solo la quantità iscritta in bilancio, ma anche il fatto che i BTP detenuti sono per la maggior parte a lunga scadenza, comportando una sensibilità a variazioni dei tassi d'interesse ancora più alta. Inoltre movimenti negativi dei Buoni del Tesoro Poliennali comporterebbero diminuzioni del capitale di vigilanza, avendo ripercussioni negative sulla stabilità delle banche e la propria solidità patrimoniale. Tutto questo si traduce in una maggiore esposizione a perdite di capitalizzazione in borsa in funzione dei titoli di stato che le banche detengono in portafoglio, non a caso nell'aprile 2018 con l'insediamento del governo Lega 5

⁵⁸ Leozappa A. *Chi detiene i titoli del debito italiano*; reperibile su:

<https://www.risparmiamocelo.it/chi-detiene-i-titoli-del-debito-pubblico-italiano/>

⁵⁹ Franceschi A. 24/04/2019 *Banche-Btp, 5 grafici per spiegare i perché di un legame critico*; reperibile su: <https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2019-04-23/banche-btp-5-grafici-spiegare-perche-un-legame-critico-095355.shtml?uuiid=ABltMHRB>

Stelle il titolo che ha risentito meno dell'impennata dello spread è stato proprio Mediobanca che è l'istituto con meno BTP detenuti.

Entrando ancora più nel dettaglio il 78% dei Buoni del Tesoro Poliennali è detenuto da investitori dell'eurozona, tra cui figurano in posizione rilevante Francia, Germania, Lussemburgo e Spagna, facendo sì che solo il 7% del nostro debito sovrano sia detenuto da agenti esterni all'eurozona.⁶⁰

Un debito pubblico detenuto in gran parte da investitori locali può avere un lato positivo ed un lato negativo: da un lato una dipendenza così bassa da finanziatori esteri tende a minimizzare il rischio di attacchi speculativi sulle obbligazioni statali. D'altro canto però, se i nostri BTP sono così poco appetibili all'estero, vuol dire che c'è una fiducia minore da parte del mercato sulla nostra economia.

Inoltre come fa notare Jupani Houpainen e Carlo Cottarelli da quando l'APP ha avuto inizio il debito pubblico è aumentato di 137 miliardi, dal 2015 la BCE ha acquistato tramite la Banca d'Italia 273 miliardi di titoli, mentre investitori stranieri e residenti ne hanno venduti rispettivamente 78 e 59⁶¹. Ciò non significa che investitori diversi dalla Banca Centrale Europea hanno smesso di acquistare titoli del Ministero dell'Economia e delle Finanze italiano, ma che semplicemente la vendita degli stessi asset, da parte di agenti di mercato diversi dalla Banca Centrale, ha superato la domanda, e che l'aumento del debito pubblico italiano è avvenuto grazie all'operatività della BCE, altrimenti le nostre obbligazioni non avrebbero avuto mercato.

Possiamo concludere dunque che il prezzo dei titoli di stato italiani sul mercato secondario è in gran parte traduzione dell'influenza esercitata dalla BCE tramite le sue politiche, per cui tale dipendenza è lecito si traduca in un effetto negativo per l'Italia nel lungo periodo, quando il Consiglio Direttivo deciderà di diminuire la portata del proprio portafoglio.

La domanda che ora dobbiamo porci è il prezzo attuale dei Buoni Poliennali del Tesoro è un prezzo equo per il mercato o è frutto di un "doping" della Banca Centrale Europea. In un mercato in equilibrio operazioni d'investimenti di pari rischio come abbiamo visto dovrebbero avere pari costo e dunque anche pari tasso di remunerazione. Come abbiamo visto, analizzando gli effetti che la fine del Quantitative Easing ha portato fin ora abbiamo notato che le agenzie di rating hanno un forte peso sull'influenza della scelta degli investimenti, e vengono prese

⁶⁰ Dati forniti da Unicredit s.p.a. in un'analisi effettuata da Chiara Cremonesi.

⁶¹ 4/08/2017 Saver G. *Rendimento BTP 2037, tutta la verità*; reperibile su: <https://www.segretibancari.com/obbligazioni-e-titoli-di-stato/rendimento-btp-2037/>.

molto in considerazione come giudizio oggettivo del rischio di credito sulle obbligazioni negoziate sui mercati finanziari.

Ad oggi i Buoni del Tesoro Poliennali a scadenza decennale hanno un tasso di rendimento all'emissione del 2,6%; l'Italia secondo il giudizio delle quattro principali società di rating è valutata con BBB per l'agenzia S&P (Standard and Poors), Baa3 per Moody's, BBB per Fitch e BBB- per Dagong. Tutte dunque classificano per il lungo periodo le obbligazioni emesse dal Ministero dell'Economia e delle Finanze come di qualità medio-bassa, per giunta alcune delle stesse agenzie, quali Fitch, riportano sullo stesso ente (stato italiano) un outlook negativo, per cui c'è una buona probabilità di vedere in futuro lo stato italiano declassato a giudizi più bassi a ridosso di attività altamente speculative.

Per capire se le obbligazioni italiane sono quotate a premio, a sconto o quotate in maniera equa possiamo compararle con un campione di emittenti statali che per le stesse agenzie presentano gradi di rischio di eguale livello. A campione prenderemo stati che hanno giudizio di *lower-medium grade* come l'Italia, per cui rating Baa1, Baa2 e Baa3 per l'agenzia Moody's, BBB+, BBB e BBB- per le agenzie Standard & Poor e Fitch.

Per avere un'analisi più dettagliata ed attendibile, siccome la maggior parte dei BTP abbiamo visto è detenuta da investitori europei, che dunque valutano i rendimenti sulla base della moneta unica euro, esprimeremo i tassi dei titoli presi a campione in base al rendimento che otterrebbe un investitore che opera in un paese aderente all'eurozona nel caso in cui decidesse di investire su titoli alternativi come quelli riportati. Questo perché se per gli operatori europei i Buoni del Tesoro non rappresentassero più una buona opportunità d'investimento è lecito attendersi che essi muoveranno i propri fondi su altre attività, facendo svalutare i nostri titoli di stato.

La tipologia di asset che potrebbero essere più adeguati a valutare la convenienza degli strumenti di debito sovrano italiani sarebbero i titoli di stato di altri paesi esteri con un ranking delle tre principali agenzie ricompresi nella categoria *medium-low grade* (per cui Baa1, Baa2 e Baa3 per Moody's, BBB+, BBB e BBB- per S&P e Fitch). A tal proposito L'Ungheria ed il Portogallo sono giudicate da tutte e tre le agenzie come emittenti di debito di pari rischio di default dell'Italia. La Colombia, le Filippine, la Romania, la Bulgaria, l'Indonesia, la Federazione Russa, la Thailandia e l'India invece sono reputate di pari merito, da almeno una delle tre agenzie di riferimento, con un rating cumulativo (la media dei rating delle tre principali agenzie) che rientra tra BBB-, BBB e BBB+. Anche l'Uruguay sembrerebbe essere un ottimo parametro di riferimento essendo giudicato da tutte e tre le agenzie con indici di pari livello dell'Italia, tuttavia a causa delle vicissitudini che stanno affliggendo il paese negli ultimi anni i dati riguardanti i rendimenti dei propri titoli di stato non sono reperibili e non verranno presi

in considerazione.⁶²

I dieci paesi presi a campione hanno rendimenti sui propri bond a 10 anni rispettivamente di: Portogallo 0,81%, Colombia 6,41%, Filippine 5,57%, Bulgaria 0,59%, Indonesia 8,02%, Ungheria 2,88%, Fed Russa 7,82%, Romania 4,75%, Tailandia 2,3% ed India 6,89%⁶³.

Da tali dati possiamo notare che ad eccezione di Bulgaria, Portogallo e Tailandia i BTP italiani offrono un rendimento nettamente inferiore rispetto alle obbligazioni statali degli altri paesi su un orizzonte temporale di pari durata. Tuttavia c'è da prendere in considerazione due particolari di non poca importanza: il primo è che notiamo che i rendimenti inferiori vengono corrisposti, ad eccezione della Tailandia da paesi aderenti all'Unione Europea, sintomo dunque di un valore di fiducia da parte degli investitori su un'economia generale, che ha da sempre ricoperto un ruolo centrale a livello mondiale, e sulla quale vige una forte tutela e regolamentazione. Il secondo è che i rendimenti più alti, quali Filippine, Colombia e Indonesia derivano da paesi dove la moneta locale è stata negli anni fortemente svalutata rispetto all'euro. Infatti le agenzie di rating riescono a dare un parametro sintetico sul rischio di credito dello stesso investimento, ma non possono fornirci parametri per valutare il rischio di cambio a cui un operatore europeo sarebbe esposto nell'aprire posizioni nelle valute dei paesi presi in considerazione. Per cui tassi d'interesse così alti possono essere anche il risultato di un premio per il rischio di cambio richiesto dal mercato molto più alto rispetto ad altre operazioni nei confronti di valute più forti. A ciò si potrebbe aggiungere anche un premio per il rischio paese, non a caso le vicissitudini che stanno ricoprendo l'Uruguay negli ultimi mesi, ed esempi passati come quelli dell'Argentina e del Venezuela, lasciano pensare che investimenti su economie emergenti possono nascondere delle insidie di non poca importanza.

Analizzando dunque i rendimenti decennali dei bond degli stati sovrani proposti sembrerebbe che con una media di 4,6%, offerta dalle altre obbligazioni sovrane prese a campione, il 2,45% dei BTP fa dei titoli italiani investimenti poco appetibili e sopravvaluti per quel livello di rischio di credito. Tuttavia una conclusione basata su questi dati sembrerebbe troppo affrettata, per il non aver considerato altre categorie di rischio a cui si sarebbe esposti in tali operazioni, quali rischio di cambio in primis e rischio paese.⁶⁴

Per valutare dunque l'effettiva convenienza delle obbligazioni in considerazione, ed esentare dal risultato dello studio l'influenza delle altre categorie di rischio, possiamo prendere in

⁶² Rating presi in data 06/06/2019 sulla piattaforma [teleborsa.it](https://www.teleborsa.it), reperibile su: <https://www.teleborsa.it/Quotazioni/Rating>

⁶³ Dati forniti dalla piattaforma abbonati [investing.com](https://www.investing.com)

⁶⁴ Rendimenti presi in data 06/06/2019 dalla piattaforma [eurotlx.com](https://www.eurotlx.com).

considerazione obbligazioni decennali con eguale rating cumulativo espresse unicamente nella valuta euro ed emesse da società aventi sede nei paesi aderenti all'Unione Monetaria Europea. Esprimeremo l'opportunità nella valuta Euro perché, come abbiamo visto, il 93% del debito pubblico italiano è detenuto da operatori di mercato europei, che, dunque, operano principalmente utilizzando la moneta unica, e che senza dubbio inciderebbero fortemente sulla valutazione delle obbligazioni ad oggetto nel momento in cui decidessero di smettere di investire sulle stesse per una serie di ragioni che riporteremo di seguito.

L'ultima asta di BTP decennali è stata chiusa il 31 maggio ad un prezzo di 103,73, un tasso cedolare del 3% annuo, ed una scadenza fissata al 01/08/2029⁶⁵. In data 06/06/2019 lo stesso titolo (Isin: IT0005365165) è prezzato a 104,94 con un rendimento lordo annuo del 2,454%. E' stata impostata un'analisi di confronto a partire dal prezzo (lettera) di obbligazioni societarie con scadenza 2029. Nella tabella seguente sono riportati I dati considerati⁶⁶.

Emittente	Tasso cedolare	Rating	Quotazione lettera	T.I.R. annuo
TELEFON	3,88%	BBB	105,41	3,23%
GEN ELE	1,50%	BBB+	96,35	1,90%
AUTOSTRA	1,88%	BBB	95,58	2,38%
HEINEKEN	1,50%	BBB+	107,61	0,71%
TELEFONICA	2,93%	BBB	116,52	1,17%
UBI BANCA	5,88%	BBB-	100,98	5,74%
BANCA IMI	1,80%	BBB	98,8	2,32%
GENERALI	3,88%	BBB	104,75	3,31%
ITALGAS	1,63%	BBB+	103,44	1,26%
VODAFONE	1,88%	BBB	104,8	1,39%

Il tasso medio dei tassi annui di rendimento delle obbligazioni corporate, uguale al 2,34%, può essere confrontato con il rendimento offerto dall'investimento in titoli governativi.

Ulteriori considerazioni riguardano la spropositata immissione di liquidità dovuta alle politiche monetarie espansionistiche della BCE ed all'applicazione dell'APP che potrebbe, nel senso in precedenza osservato, aver determinate "distorsioni" sui prezzi delle obbligazioni portando molte delle stesse a quotare sopra la pari; e ciò pone all'attenzione l'effetto del *pull to par*, ossia l'allineamento della quotazione di mercato al valore nominale man mano che

⁶⁵ Dati ricavati dal comunicato ufficiale dell'ultima asta dei BTP decennali emanato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, reperibile su:
http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/risultati_aste/risultati_aste_btp_10_anni/BTP_10_Anni_Risultati_Asta_del_30-31.05.2019.pdf.

⁶⁶ Dati presi in data 06/06/2019 dalla piattaforma clienti di Banca Fideuram S.p.a.

l'obbligazione si avvicina alla scadenza.

Secondo alcuni osservatori, per fronteggiare l'incertezza futura, lo stato italiano potrebbe trovare un "acquirente sostitutivo" alla Banca Centrale, o, cosa più plausibile, ritirare dal mercato parte del debito pubblico, così da compensare l'eccesso di offerta che si verificherebbe con le quantità attuali. Ipotesi tuttavia la seconda poco plausibile per come ci lasciano capire i dati economici ed il nostro calendario: l'Italia al momento è il quarto paese più indebitato al mondo, e, a quanto sembra, è intenzionato a scalare la classifica nei prossimi anni puntando al podio. Infatti il nostro Ministero dell'Economia e delle Finanze, esclusi i BOT, intende per il 2019 emettere ulteriori 251 miliardi di obbligazioni a medio-lungo termine⁶⁷, dei quali 201 verranno utilizzati per rimborsare i BTP a scadenza, che già sono aumentati di circa 17 miliardi rispetto all'anno scorso, ed altri 50 saranno di nuova emissione per soddisfare i bisogni di spesa dello Stato⁶⁸.

Bisognerà dunque trovare un sostituto dalla parte della domanda per alimentare l'emissione di debito e soprattutto sostenerlo nei prossimi anni. Negli ultimi tempi gran parte dei BTP sono stati assorbiti dai bilanci delle singole banche nazionali, tuttavia anche da questo lato lo Stato sembra stia perdendo alleati: le banche si sono viste troppo esposte sui titoli pubblici ed hanno registrato risultati molto deludenti nel periodo in cui lo spread è aumentato, e le ultime trimestrali confermano con totale trasparenza l'intenzione delle banche commerciali italiane di liberarsi dell'enorme ammontare di BTP detenuti in pancia. L'Italia è il paese in cui le banche nazionali detengono la maggior quantità di debito pubblico al mondo, e se il nostro stato fin ora ha potuto contare nell'emissione di nuovo debito sull'aiuto delle banche commerciali, con la fine dell'APP si vedrà in futuro un graduale voltafaccia, sia dalla Banca Centrale Europea, e quindi anche dalla Banca d'Italia, sia dalle proprie banche nazionali.

Aumento dell'offerta e riduzione della domanda fanno dunque dei nostri BTP una scelta d'investimento poco appetibile per un orizzonte temporale futuro di medio-lungo termine, a ciò si aggiunge anche una situazione attuale non proprio positiva, in parte dovuta all'eccessiva immissione di liquidità ed all'applicazione dell'Asset Purchase Programme, ed alla generale politica monetaria espansionistica degli ultimi anni, che ha gonfiato le quotazioni generali degli asset finanziari.

⁶⁷ Calendario emissioni titoli di Stato 2019 emesso dal MEF italiani, reperibile su:

http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/calendario/Calendario_Emissioni_Titoli_di_Stato_2019.pdf

⁶⁸ 30/12/2018 Trovati G. *BTP, il 2019 parte con un calendario di fuoco: da finanziare 50 miliardi di fabbisogno*; reperibile su: https://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2018-12-29/btp-2019-parte-un-calendario-fuoco-finanziare-50-miliardi-fabbisogno-101051.shtml?uuid=AEtFcP6G&refresh_ce=1

Come già osservato, probabilmente in futuro con l'assenza della BCE e delle banche nazionali a sostenere la domanda di BTP i prezzi d'emissione degli stessi tenderanno a scendere, e, nel momento in cui nuovi titoli vengono emessi a condizioni più vantaggiose per gli investitori, quindi prezzi più bassi e rendimenti più alti, ciò porterà i titoli negoziati sul mercato secondario a subire un crollo di conseguenza. Un investitore tuttavia potrebbe pensare di esonerarsi dal rischio di prezzo detenendo i titoli fino alla scadenza, ed in parte avrà ragione, tuttavia esso dovrà sostenere un ingente costo opportunità, e sarà dunque penalizzato poichè non starà sfruttando opportunità migliori sul mercato. Allo stesso tempo esso si vedrà bloccato nell'investimento siccome un eventuale smobilizzo del titolo potrebbe avvenire a condizioni peggiori di quelle di acquisto, comportando il rischio di una perdita netta se le cedole fino a quel momento incassate non sono in grado di compensare la perdita di valore.

Questo timore di un andamento crescente dei tassi corrisposti sui Buoni del Tesoro Poliennali decennali può essere alimentato ulteriormente dal timore di un declassamento dello Stato italiano nel giudizio delle compagnie di rating. L'outlook per le agenzie S&P e Fitch infatti continua ad essere negativo sul nostro paese, mentre Moody's ha già declassato l'Italia al rating Baa3 dandole un outlook stabile⁶⁹. La possibilità di un declassamento è dunque tutt'altro che remota, ed un downscoring spingerebbe le obbligazioni italiane a ridosso del giudizio *non investment grade*, che, come si è visto, provocherebbe un effetto devastante: i computer delle principali società d'investimento venderebbero automaticamente i titoli, il prezzo subirebbe un calo incredibile ed i tassi d'interesse corrisposti di conseguenza schizzerebbero alle stelle.

In definitiva se lo stato italiano non si darà da fare per risolvere le condizioni in cui versa i Buoni Del Tesoro Poliennali saranno destinati a perdere valore per una serie di ragioni che possono essere riassunte come segue:

L'acquisto di BTP per mano della BCE è destinato a ridursi ed a limitarsi al solo rinnovo delle obbligazioni in scadenza, rinnovo che avverrà in maniera meno consistente dato che a gennaio 2019 il valore della chiave capitale per l'economia italiana (il criterio che guida la determinazione della quantità di titoli da rinnovare) è stato anche rivisto a ribasso. Un'altra riduzione dal lato della domanda sarà portata dalle decisioni d'investimento delle banche commerciali italiane, che hanno apertamente dichiarato di volersi liberare di parte dei BTP detenuti in portafoglio. A tali condizioni come si è visto è difficile che l'Italia riesca a trovare

⁶⁹ Borsainside 01/03/2019. *I BTP oggi convengono ancora? Analisi su previsioni con downgrade rating Italia;* reperibile su:
https://www.borsainside.com/mercati_italiani/69301-btp-oggi-convengono-analisi-previsioni-downgrade-rating-italia/

dei rimpiazzati sulla domanda grazie ai singoli investitori privati, che cominceranno probabilmente ad acquistare le obbligazioni solo una volta che i prezzi saranno calati. Ad una diminuzione della domanda si aggiunge poi un aumento dell'offerta previsto come detto per il 2019, che probabilmente sarà un altro fattore che spingerà i tassi d'interesse sui BTP al rialzo, anche per via della minore fiducia che tende a dare il mercato ad istituzioni altamente indebitate.

A tutto ciò inoltre si aggiungono i dati macroeconomici tutt'altro che positivi. La produzione ha registrato una diminuzione negli ultimi mesi, i conflitti commerciali incidono negativamente sulle esportazioni, ed anche se il settore bancario sembra registrare un miglioramento, con la quantità di crediti deteriorati detenuti in bilancio in diminuzione e con gli indicatori di liquidità e di patrimonializzazione che sembrano aver raggiunto livelli positivi, la redditività del capitale degli stessi istituti di credito italiani continua ad essere al di sotto della media degli intermediari finanziari europei⁷⁰. Tutto ciò come vedremo in avanti si è tradotto anche per le banche in un aumento dei premi per il rischio richiesti sull'emissione delle proprie obbligazioni.

In definitiva, si potrebbe pensare che le prospettive sui rendimenti delle obbligazioni pubbliche non siano positive, oltre che per l'uscita di scena graduale della BCE dal mercato con il termine dell'Asset Purchase Programme anche per gli altri fattori discussi. Peraltro, i titoli di Stato sono considerati un "indicatore" della solidità dell'economia nazionale: ci si chiede quindi quale potrebbe essere il possibile andamento del mercato azionario, e quali potrebbero essere le implicazioni per le nostre imprese.

⁷⁰ Banca d'Italia; *Rapporto sulla stabilità finanziaria 2019*; reperibile su: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2019-1/index.html>

CAPITOLO 4

SU ALTRI POSSIBILI EFFETTI

4.1 Il caso americano

L'economia europea non è la prima a dover affrontare la fine del Quantitative Easing. Realtà come il Giappone, o gli stessi Stati Uniti d'America, hanno adottato tali misure ancora prima dell'Europa, e possono fungere da esempio per gli effetti ex-post dell'utilizzo di tale strumento non convenzionale.

In particolare il QE a “stelle e strisce”, o anche detto Large-Scale Asset Purchases (LSAP), può essere un ottimo esempio per capire le portate del fenomeno sull'economia del vecchio continente, in quanto la fine del programma è stata decretata ormai da diversi anni e la FED, oggi guidata da Jerome Powell, sta già, ormai da più di un anno, cominciando a sgonfiare il proprio stato patrimoniale. Negli U.S. la portata del programma è stata inoltre di gran lunga più ampia rispetto a quella europea, portando il bilancio della Federal Reserve ad espandersi da circa 800 miliardi a 4.300 miliardi di dollari statunitensi, cifre dunque colossali persino se comparate con il bilancio della Banca Centrale Europea.

Gli acquisti di bond da parte della FED sono stati attuati immediatamente nel 2008 in risposta alla crisi finanziaria del 2007 ed hanno dapprima riguardato strumenti finanziari a breve termine; poi successivamente il portafoglio della Banca Centrale americana si è esteso a titoli di più ampio scadenziario. Nello specifico il QE americano si è composto di tre fasi: il QE1 che è durato da novembre 2008 fino a marzo 2010 e che ha portato le conseguenze più nette giovando di un “effetto sorpresa” che ha portato ad una riduzione dei tassi d'interesse sui Treasury a 2 anni di circa 200 punti base. Successivamente si è avuto il QE2 da maggio 2010 a novembre 2011, ed infine il QE3 da settembre 2012 ad ottobre 2014. Ovviamente così come in Europa l'allora presidente della FED Ben Bernanke aveva accompagnato il programma di acquisti da un abbassamento dei tassi d'interesse fondamentali ad un livello prossimo allo zero. L'effetto diretto accertato della politica attuata da Bernanke, e proseguita poi da Yellen, è stata una riduzione dei tassi d'interesse fondamentali e dei tassi corrisposti sui Treasury americani, nonché un aumento dell'occupazione e della produzione. L'economia americana ha rappresentato negli anni del Quantitative Easing ancora una volta un punto di riferimento per il mercato mondiale, con gli indici azionari che crescevano in maniera esponenziale, e con un

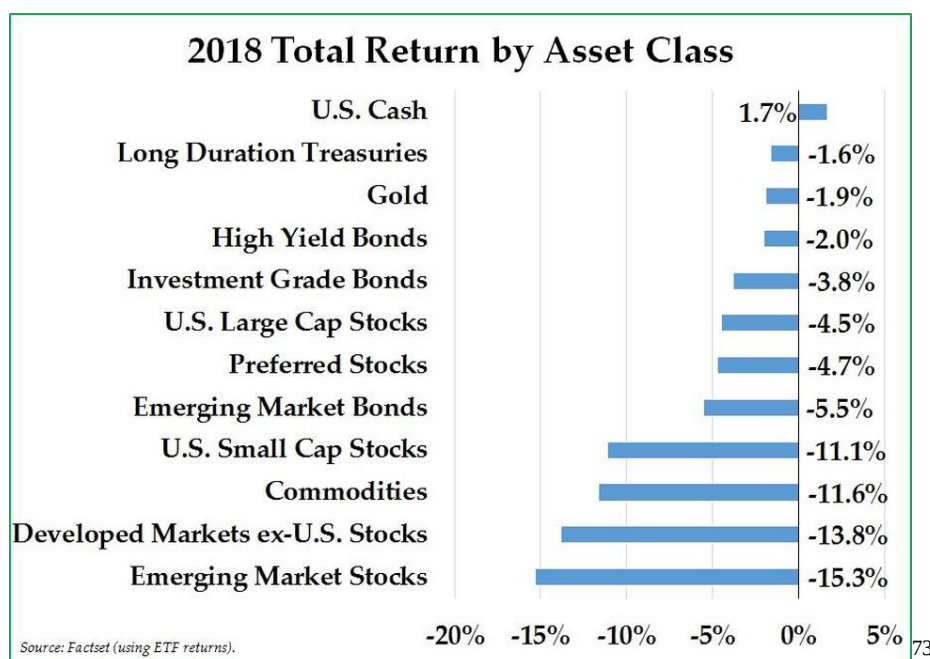
inflazione sui prezzi degli stessi asset davvero notevole.

Tuttavia la FED non poteva alimentare l'economia del vecchio continente all'infinito ed era necessario ritornare alle situazioni pre-crisi per essere in grado in futuro di affrontare nuovamente scenari drastici come quello del 2007. Il ritorno a condizioni normali ed a politiche convenzionali è iniziato ufficialmente alla fine del 2015 (16 dicembre 2015), con il rialzo dei tassi d'interesse sui depositi a 0,5%. Un anno dopo (16 dicembre 2016) la FED proseguiva il suo programma sull'onda rialzista portando lo stesso tasso al livello dello 0,75%. Aumenti della stessa misura sono poi proseguiti negli anni successivi (, 16 marzo 2017 1%, 14 giugno 2017 1,25%, 13 dicembre 2017 1,5%, 21 marzo 2018 1,75%, 13 giugno 2018 2%, 26 settembre 2018 2,25%), fino ad arrivare all'attuale livello del 2,5% il 19 dicembre 2018⁷¹. Nello stesso anno il presidente della Federal Reserve, Jerome Powell, dà il via al Quantitative Tightening, ovvero il programma di riduzione del bilancio della FED volto a riportare lo stato patrimoniale dell'istituto statunitense ai livelli pre-crisi. Ora la domanda è: se il QE ha senza dubbio portato ad un incremento dei prezzi degli strumenti finanziari, il QT non dovrebbe, al contrario, portare ad un abbassamento degli stessi?

Lo shock negativo subito dall'indice S&P 500 nel corso dell'anno 2018 sembrerebbe confermare tale ipotesi, infatti il risultato dello stesso nell'ultimo quadrimestre è stato del -13,5%, il peggior risultato quadrimestrale dal 2008, al contrario di ciò che era accaduto nel 2017, quando il QT ancora non era iniziato, e gli indici azionari americani avevano riportato un dignitoso incremento⁷².

⁷¹ Dati reperiti su: <https://it.global-rates.com/tassi-di-interesse/banche-centrali/banca-centrale-america/interesse-fed.aspx>

⁷² *How the end of QE will affect asset prices*. Reperibile su: <https://www.ft.com/video/b7226e50-44f8-4480-90f2-680098418812>



(tabella 1; fonte Forbes)

La tabella sembra mostrare che nello scorso anno il mercato americano ha pagato a caro prezzo l'inizio del ritorno alla normalità, senza eccezione fatta per alcuna tipologia di asset. In particolar modo si nota che a farne le spese sono state le imprese in via di sviluppo e quelle emergenti, questo a causa di una serie di possibili fattori: tali tipologie di imprese infatti detengono molti profitti attesi, ed un aumento del costo del denaro tende a far svalutare il valore dei futuri flussi di cassa, generando una rivalutazione dell'impresa nel suo insieme; in più l'aumento dell'occupazione e dell'inflazione ha portato il costo della forza lavorativa ad aumentare, ed i profitti delle stesse aziende a diminuire. A tutto ciò si è aggiunto il fattore dell'emotività degli investitori, che specie nelle operazioni più rischiose, per cui soprattutto su investimenti in settori emergenti, non hanno visto altra alternativa se non quella di rifugiarsi uscendo dal mercato.⁷⁴

Non bisogna tuttavia ignorare che tale andamento negativo, oltre che dalla stretta sulla liquidità attuata dalla Federal Reserve è stato fortemente accentuato dalla guerra commerciale tra la Cina e gli stessi Stati Uniti d'America. La portata di tali vicissitudini è stata così ampia da far ricadere le proprie conseguenze anche su tutte gli altri principali mercati finanziari mondiali. La FED, così come la BCE, ha riempito il mercato di liquidità in tutti questi tempi per favorire

⁷³ <https://pekinhardy.com/wp-content/uploads/2019/02/2018-Total-Return-by-Asset-Class.jpg>.

⁷⁴ Strauss A. *With Quantitative Tightening, asset price deflation has arrived. Time to sell?*; reperibile su: <https://www.forbes.com/sites/adamstrauss/2019/01/22/with-quantitative-tightening-asset-price-deflation-has-arrived-time-to-sell/#24c8e2469d0f>.

la ripresa della produzione e dell'economia in generale, senza dubbio con risultati fino a questo punto positivi. Tuttavia questa liquidità è stata come una sorta di antidolorifico ad un paziente malato, i sintomi sembrano essere migliorati e la situazione stabilizzata, ma gli antidolorifici non curano il paziente... questa liquidità verrà tolta prima o poi dal mercato, se anche con un procedimento molto graduale, e riporterà a galla i sintomi di un'economia malata, e dunque i suoi difetti ed i suoi problemi, che il mercato probabilmente sconterà nel prossimo futuro.

Tutte le imprese, europee ed americane si sono abituate ad uno scenario macroeconomico completamente accomodante, con risorse reperibili con una facilità estrema e ricavi che crescevano a dismisura in forza anche della forte affluenza d'investimenti provenienti dall'estero. Ora che lo scenario sembra essersi invertito con l'inizio del Quantitative Tightening l'economia americana dovrà in qualche modo trovare un'alternativa per rimpiazzare tutta questa moneta, non a caso il presidente degli Stati Uniti d'America, Donald Trump, ha già accusato la FED di aver attuato una politica monetaria troppo brusca, con una stretta di liquidità che, in un periodo di espansione economica come quella vissuta sin dal primo quadriennio di "Trumpeconomics", ha ridotto i benefici della crescita quando essi andavano enfatizzati, a detta del presidente, con un'ulteriore immissione di denaro⁷⁵.

Trump richiama l'attuazione del QE probabilmente con l'obiettivo di rispingere il mercato americano verso il rialzo e poter contare alle prossime elezioni su un'economia ancora molto forte e figlia delle sue politiche. Tuttavia la FED deve in qualche modo snellire il proprio stato patrimoniale, e, se anche ha dichiarato che l'aumento dei tassi fondamentali avverrà in maniera più accomodante, ci sono diversi dubbi che la Federal Reserve ritorni ad acquistare titoli sul mercato in quantità ulteriori nel prossimo futuro. Trump ha dunque bisogno di liquidità per mantenere gli indici azionari ai livelli degli ultimi anni, liquidità che probabilmente arriverà da investimenti provenienti dall'estero o che potrà essere ricavata da una svalutazione del dollaro.⁷⁶

Tutto ciò ci indica che generalmente un'economia soffre nel momento in cui le viene tolta liquidità, e se una potenza economica come l'America sta fortemente risentendo del programma di Quantitative Tightening, anche per via di una difficoltà generale nel dare fiducia ai mercati a causa della guerra commerciale che sta attirando l'attenzione della stampa negli

⁷⁵ Caparelli A. 09/04/2019 *Trump contro Quantitative Tightening, economista FED smentisce la sua tesi*; reperibile su:

<https://www.wallstreetitalia.com/trump-fed-quantitative-tightening-economia/>

⁷⁶ Strauss A. *With Quantitative Tightening, asset price deflation has arrived. Time to sell?*; reperibile su:

<https://www.forbes.com/sites/adamstrauss/2019/01/22/with-quantitative-tightening-asset-price-deflation-has-arrived-time-to-sell/#24c8e2469d0f>

ultimi tempi, come potrà reagire l'economia europea, ed in particolare quella italiana, ad una stretta di liquidità nei prossimi anni? Gli Stati Uniti d'America hanno trovato infatti in questi anni un forte alleato nell'affluenza di capitale che proveniva dall'estero, grazie anche alla forte fiducia che il mercato deteneva nei confronti della "Trumpeconomics", una fiducia che, stando alle analisi fin ora fatte non è ugualmente nutrita purtroppo verso l'economia del "bel paese".

4.2 Sui possibili effetti nell'Unione Europea

L'economia statunitense è senza dubbio diversa da quella europea, tuttavia come detto essa può risultare un punto di riferimento per valutare se ciò che è accaduto nel continente d'oltreoceano potrà essere uno scenario plausibile anche per il vecchio continente. L'approccio al termine del LSAP americano come abbiamo visto è stato più netto e rigido: i tassi dal 2016 hanno subito un'impennata a differenza di come accadrà in Europa, dove ci si attende che difficilmente essi possano assumere valori positivi nel 2019, soprattutto dopo le dichiarazioni rilasciate da Mario Draghi nella conferenza del 6 giugno 2019, che ha esplicitamente dichiarato l'intenzione di mantenere i tassi d'interesse fondamentali al medesimo livello almeno fino a metà del 2020⁷⁷. Anche sul programma del rinnovo dei titoli gli approcci sono stati abbastanza differenti, con una banca americana che ha da subito cominciato a chiudere le operazioni a breve termine, ed una europea che invece è intenzionata a rinnovare il proprio portafoglio continuando a basarsi sul criterio della chiave capitale.

Tuttavia così come è avvenuto in America anche in Europa la liquidità immessa negli anni post-crisi verrà in qualche modo drenata e riassorbita, ed alla luce della conseguenza che ha portato fin ora la fine del Quantitative Easing a Wall Street, cosa possiamo attenderci dalle nostre azioni?

Per valutare l'andamento del mercato azionario italiano faremo riferimento all'indice di borsa FTSE Mib, che raccoglie le quotazioni delle prime 40 società italiane quotate sulla borsa di Milano. Analizzando l'andamento registrato da dicembre 2018 possiamo notare che il mercato azionario italiano nel complesso ha avuto fin ora, per il 2019, un andamento crescente, portandosi da 18.331 a 20.155,73 punti in data 5 giugno, con un rendimento del 9,95%, e compensando parzialmente il netto andamento negativo della seconda metà dell'anno precedente. Anche in quel caso il timore di una probabile "Italexit" così come per i BTP aveva portato la borsa di Milano a crollare nell'ultimo quadrimestre del 2018, con una ripresa che poi

⁷⁷ Comunicato stampa rilasciato dalla BCE il 6 giugno 2019. Consultabile su: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190606~1876cad9a5.it.html>.

è cominciata nella seconda metà del mese di dicembre dello stesso anno. Alcuni shock negativi sembrano essersi presentati il 3 gennaio, sempre in occasione dell'insediamento del congresso nel parlamento degli Stati Uniti d'America ed al crollo del colosso americano Apple⁷⁸; l'8 febbraio, quando, nonostante la chiusura molto positiva di Unicredit e Banco BPM, dovuta alla diffusione dei risultati d'esercizio per il 2017, il crollo di Recordati, Buzzi Unicem e Ferragamo, dovuto a esiti di bilancio deludenti, ha portato un ribasso del 2,26% dell'indice⁷⁹. Un evento che va evidenziato è tuttavia la perdita dell'1,03% subita dall'indice in data 8 marzo in seguito alle dichiarazioni di Draghi riguardo il lancio del TLTRO III, annuncio che, a detta di Dave Lafferty, Chief Market Strategist di Natixis Investment Managers, era abbastanza scontato, dato che la BCE non poteva ulteriormente abbassare i tassi overnight sotto lo 0% mettendo ancora più a dura prova le banche⁸⁰, ed annuncio che è stato interpretato come un segnale di debolezza dell'economia europea, ed ha portato ad una "fuga" dallo stesso mercato, e ad una conseguente svalutazione dell'euro. Nella stessa settimana ricordiamo inoltre che il BTP decennale aveva subito una forte perdita che aveva portato il tasso d'interesse corrisposto sull'obbligazione a salire di 25 punti base.

Ulteriori ribassi si sono avuti in data 22 marzo, quando le tensioni sulla Brexit hanno messo sotto forte stress tutti i mercati europei, con delle svalutazioni consistenti specie nel settore bancario, penalizzato ancora dai tassi d'interesse bassi e dalla diminuzione del valore dei BTP detenuti in portafoglio dalle singole banche.

Dalla settimana di stress di fine marzo dovuta alle vicissitudini della Gran Bretagna, il trend positivo dell'indice è continuato sino alla seconda metà di aprile. Nel mese di maggio invece le tensioni e i timori riguardo ai risultati delle elezioni europee hanno ribaltato il trend al ribasso. Non a caso anche il mercato azionario italiano, così come i BTP decennali, sembra essere stato penalizzato dai risultati delle elezioni europee, presentando dal 27 maggio una graduale discesa che si è arrestata poi il 31 dello stesso mese⁸¹.

Dall'analisi degli eventi di maggior rilievo, che hanno influenzato i rendimenti del mercato azionario, emergono alcune considerazioni abbastanza importanti: il FTSE Mib, così come i BTP, sono indici che possono essere una sintesi di quella che è la fiducia generale del mercato sulla nostra economia. Eventi negativi sull'economia in generale tendono a riflettersi in

⁷⁸ Valori ricavati dai dati forniti dalla piattaforma abbonati investing.com.

⁷⁹ Cellino M. 1306/2016 *Bund e non solo: Svizzera e Giappone, ecco dove il tasso decennale è già negativo*; reperibile su: <https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-06-14/bund-e-non-solo-svizzera-e-giappone-ecco-dove-tasso-decennale-e-gia-negativo-102505.shtml?uuid=ADA9Cjb>.

⁸⁰ Fagnani E. 08/03/2019 *Piazza affari: la settimana si chiude in rosso*. reperibile su: <https://www.soldionline.it/notizie/azioni-italia/borsa-italiana-commento-giornata-8-marzo-2019>.

⁸¹ Dati ricavati dall'analisi degli andamenti storici dell'indice osservabili sulla piattaforma investing.com.

svalutazioni degli stessi parametri. Infatti in molti degli eventi analizzati dalla fine del Quantitative Easing ad oggi gli andamenti sembrano essere stati della stessa direzione.

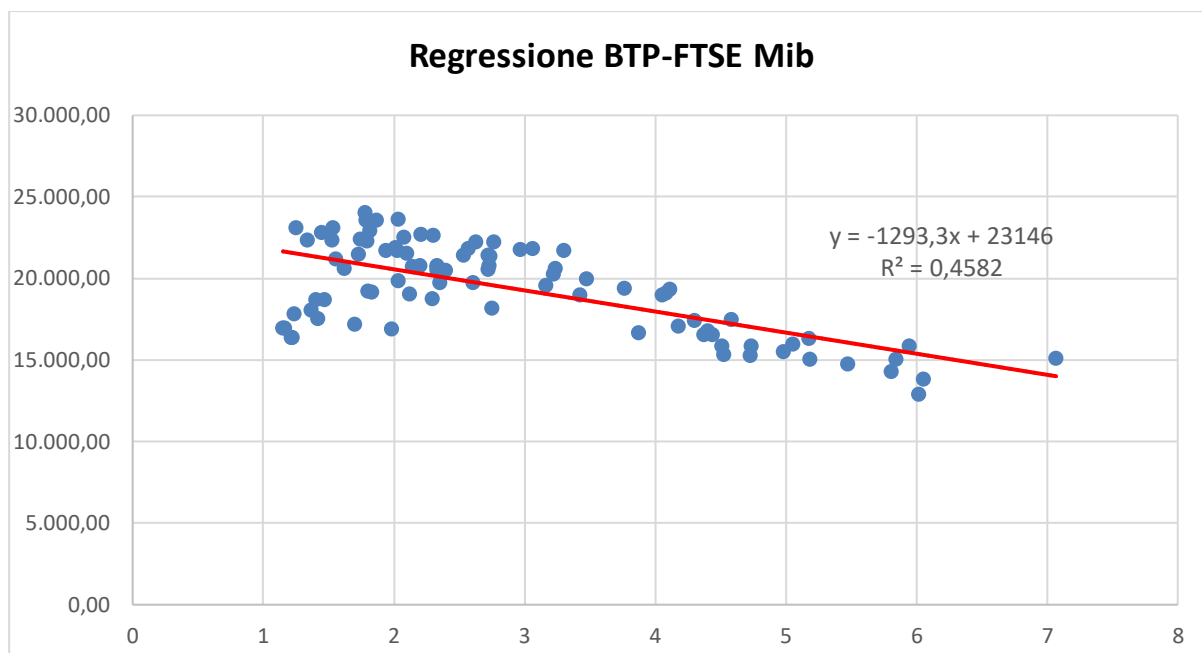
Inoltre, a quanto pare, il valore dei BTP tende ad essere strettamente correlato con i rendimenti delle nostre imprese e banche. Non a caso i risultati di esercizio degli istituti di credito sono nettamente influenzati dalle performance delle obbligazioni sovrane, siccome, come abbiamo visto, molte banche commerciali italiane hanno il proprio portafoglio di asset liquidi composto principalmente da bond della Repubblica italiana. Dall'altro lato invece le imprese, seppur meno esposte direttamente al rischio di prezzo dei BTP, per via di una minore detenzione di posizioni aperte su tali titoli, si vedranno condizionare il proprio risultato d'esercizio dagli andamenti dei titoli di stato per un meccanismo che passa attraverso i propri finanziamenti. Infatti nel momento in cui le banche dovranno sopperire a svalutazioni sui Buoni Poliennali del Tesoro saranno costrette ad alzare i rendimenti richiesti su altre attività, tra cui soprattutto i finanziamenti. Un aumento del costo del debito per le imprese, come vedremo a breve, tende a diminuire il valore degli investimenti effettuati dalla stessa, e dunque anche il valore della società percepito dal mercato.

4.2 Sui possibili effetti sul FTSE Mib

Dall'analisi del bilancio della BCE è emerso che il programma che ha avuto maggior rilievo d'applicazione è stato nettamente il Public Sector Purchasing Programme, per cui le ripercussioni più ampie della fine del Quantitative Easing si noteranno molto probabilmente maggiormente sugli strumenti di debito sovrano.

Per un'analisi dei possibili effetti sul mercato azionario derivanti dalla fine del programma di acquisto titoli della BCE si può considerare la "correlazione" tra mercato azionario e obbligazioni sovrane. In particolare, è stato calcolato l'indice di correlazione tra livelli, su base mensile, del FTSE Mib e dei rendimenti dei BTP a 10 anni dal 2012 al 2019⁸². Dalle statistiche calcolate sulla serie storica, risulta un coefficiente di correlazione di -0,676. Sembrerebbe dunque esserci una correlazione "abbastanza forte" e di segno negative. Ciò ci indica che una riduzione del prezzo delle obbligazioni statali solitamente va a riflettersi negativamente anche sul mercato azionario. Gli esiti dell'applicazione del modello di regressione lineare sono riportati nel grafico che segue.

⁸² Dati storici scaricati dalla piattaforma www.investing.com. Si è optato per un orizzonte temporale di 9 anni per avere una mole di dati abbastanza ampia, e dunque dotare il modello di una maggiore attendibilità, e per evitare un'eccessiva dipendenza da eventi troppo remoti.



Risulta identificata l'equazione $y = -1293,3x + 23146$, essendo il rendimento del titolo di stato la variabile indipendente e il valore dell'indice di mercato la variabile dipendente. Dato il valore del coefficiente angolare della retta di regressione, uguale a -1.293,3, si potrebbe affermare che, nel periodo di osservazione, una variazione di un punto base del rendimento del titolo è corrisposto a un deprezzamento dell'indice di mercato di 13 punti circa.

Si tratta, ovviamente, di statistiche utili ad analizzare storicamente il fenomeno; dal punto di vista prospettico, si dovrà tener conto del quadro di incertezza (già delineato).

4.4 Sui possibili effetti sulle banche

Come abbiamo visto l'Italia è il paese in cui le banche detengono più debito pubblico in assoluto, per cui le ripercussioni negative sui BTP dovute alla fine del Quantitative Easing, ed alla graduale uscita dal mercato della BCE, dovrebbero riflettersi in primis sul prezzo delle azioni degli istituti di credito italiani.

Come detto, rispetto ad un anno fa, l'esposizione sui Buoni del Tesoro Poliennali da parte delle nostre banche è aumentata nell'ultimo anno del 14%, portandosi a 396 miliardi di euro e compensando in parte la vendita da parte degli investitori esteri. Un livello che, tuttavia, rende il nostro settore bancario fortemente esposto al rischio di prezzo legato all'andamento dei titoli sovrani, un rischio che ha dimostrato il suo potenziale nell'aprile 2018, quando l'impennata dello spread BTP-BUND, dovuta all'insediamento del governo giallo-verde, ha portato a forti

perdite di capitalizzazione delle principali banche italiane.

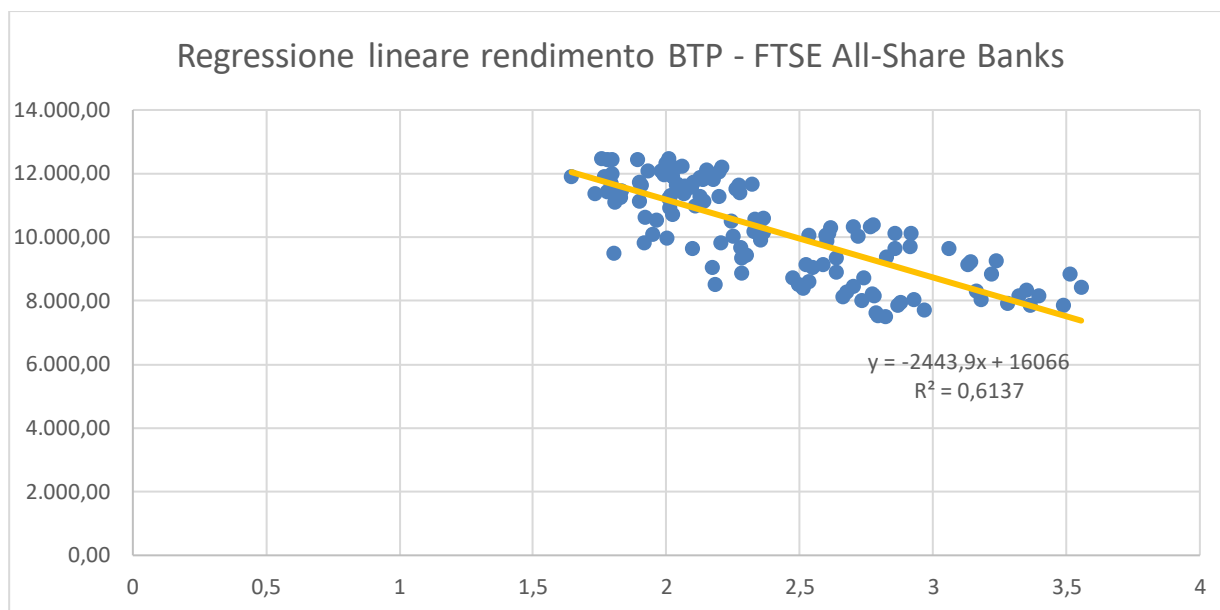
I titoli di stato italiani detenuti nel bilancio delle nostre banche infatti rappresentano per gli stessi intermediari il 10,7% dei propri attivi, una porzione tutt'altro che marginale. Inoltre la volatilità degli stessi titoli, oltre che impattare sui ricavi, tende a ridurre il valore del patrimonio di vigilanza, che rappresenta il parametro principale di riferimento per la valutazione della solidità di una banca, tutto ciò si traduce in un crollo del valore in borsa per gli stessi intermediari, ogni volta che i rendimenti sui BTP aumentano. Non a caso proprio nel periodo di aprile, quando lo spread ha avuto un forte rialzo, il titolo bancario che ha perso meno è stato Mediobanca, l'istituto meno esposto a posizioni aperte su Buoni Poliennali del Tesoro, mentre altre banche con esposizioni di gran lunga più ampie, quali Unicredit, Intesa San Paolo e Monte dei Paschi di Siena hanno subito perdite di valore molto forti⁸³.

E' stata impostata, analogamente a quanto fatto in precedenza, un'analisi di correlazione, utilizzando il modello di regressione lineare. Sono stati considerati gli andamenti su base settimanale, da gennaio 2017 a maggio 2019, dell'indice FTSE All-Share Banks (per rappresentare il settore bancario) e del rendimento del BTP decennale. Dalle statistiche, risulta un coefficiente di correlazione di -0,78, che indica una correlazione negativa, significativa, tra rendimenti del BTP decennali e valore dell'indice settoriale. Aumentando la profondità della finestra storica all'anno 2016, il coefficiente di correlazione aumenta a -0,23. Ne risulta un significativo aumento della correlazione negli ultimi due anni.

Gli esiti dell'applicazione del modello di regressione lineare sono riportati nel grafico che segue, basato su 125 osservazioni settimanali del rendimento del BTP e del FTSE All-Share Bank, nel periodo che va dal 1 gennaio 2017 al 22 maggio 2019⁸⁴.

⁸³ Franceschi A. 24/04/2019 *Banche-Btp, 5 grafici per spiegare i perché di un legame critico*; reperibile su: <https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2019-04-23/banche-btp-5-grafici-spiegare-perche-un-legame-critico-095355.shtml?uuid=ABltMHrB>

⁸⁴ Dati estratti dalla piattaforma investing.com.



Risulta identificata l'equazione: $y = -2443,9x + 16066$ essendo la variabile dipendente il FTSE All-Share Banks e la variabile indipendente il rendimento offerto dal BTP decennale. L'esito del modello sembra corrispondere all'evidenza secondo cui le banche risultano molto esposte agli andamenti dei titoli di debito pubblico, causa l'enorme quantità di BTP detenuti in bilancio. D'altra parte, come già osservato, gli istituti di credito nazionali sembrano intenzionati a ridurre le loro esposizioni.

Lo stesso discorso può essere fatto per le assicurazioni, dove nell'ultimo anno la redditività delle stesse compagnie ed i loro indicatori di solvibilità sono stati fortemente influenzati dalle variazioni di valore dei titoli pubblici. Tuttavia, almeno stando alle analisi condotte dall'EIOPA e dall'Ivass, gli intermediari assicurativi italiani sembrano essere più solidi ed in grado di resistere maggiormente a shock di ampia portata⁸⁵.

⁸⁵ Banca d'Italia; *Rapporto sulla stabilità finanziaria 2019*; reperibile su: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2019-1/index.html>.

Conclusioni

Le politiche monetarie messe in pratica dalla Banca Centrale Europea, in risposta alle crisi finanziarie dell'ultimo decennio, sono state altamente efficaci nello spingere l'economia europea verso l'espansione. La liquidità immessa nel sistema ha favorito la ripresa degli investimenti e della produzione, ed evitato il rischio di far ricadere il Vecchio Continente in una spirale deflazionistica. In particolare, il Quantitative Easing ha fortemente impattato sul mercato delle obbligazioni sovrane, dando alle stesse un forte sostegno e contribuendo alla stabilità delle quotazioni, nonché, di conseguenza, ai rendimenti corrisposti. Tuttavia tutte queste politiche, sebbene abbiano permesso, sin ora, agli Stati europei di prendere fiato ed avere il tempo necessario per riparare ai danni registrati negli anni passati, stanno correndo il rischio di diventare un "materasso" sul quale le stesse economie nazionali possono adagiarsi: le imprese si stanno abituando a reperire finanziamenti e risorse con relativa facilità, e le banche e gli Stati membri giovano del sostegno fornito sul mercato obbligazionario. L'Italia continua ad emettere obbligazioni che, alle condizioni attuali, sono di difficile collocazione sul mercato, e che con ogni probabilità subiranno quotazioni turbolente nel momento in cui la situazione cambierà.

In definitiva, l'Asset Purchase Programme, è stato uno strumento altamente efficace nel rimediare temporaneamente al difficile andamento del mercato finanziario. Ma mentre la BCE pone rimedio alle crisi economiche con adeguati strumenti di politica monetaria, le condizioni dell'economia reale sottostante devono cambiare per far sì che il rimedio sia definitivo, e porti il sistema economico europeo a nuova e duratura stabilità.

Nel capitalismo finanziario, i prezzi dei beni non vengono scelti da alcuna istituzione, ma dal libero mercato, il quale, nel lungo periodo, potrebbe essere in grado di porsi al di sopra anche della stessa Banca Centrale Europea e di qualsiasi altro ente. Ed è il mercato a valutare ogni singolo bene in circolazione e tradurre il suo valore in un numero, che è il prezzo, e se anche tale prezzo si porta al di sopra del valore effettivo, grazie alle politiche delle Banche Centrali in situazioni di crisi, se i valori sottostanti lo stesso bene non cambiano, nel lungo periodo, quando gli aiuti delle istituzioni finiranno, il prezzo ritornerà in corrispondenza del valore "effettivo". Le analisi, anche di natura tecnica, svolte in questa tesi argomentano sui possibili effetti indotti dalla fine del Quantitative Easing.

In conclusione, l'economia italiana – come forse le altre economie europee – non sembrerebbe al momento pronta a sostenere adeguatamente una fine del Quantitative Easing (inteso in

questo caso come la negazione anche al rinnovo degli stessi titoli da parte della BCE) ed un ritorno alla “normalità” dei tassi d’interesse; possibili effetti negativi potrebbe determinarsi, principalmente, sugli strumenti di debito sovrano, che poi ricadrebbe sull’economia reale e dunque sui mercati azionari.

Sitografia e bibliografia

Della Guglia A. *La BCE pone fine al QE: quanto rischia l'Italia?*

reperibile su:

<https://www.ilprimatonazionale.it/approfondimenti/la-bce-pone-fine-al-qe-quanto-rischia-litalia-87409/>

Gambetti L. e Musso A. *The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP)*.

Reperibile su:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp.2075.en.pdf?b4cbbd6fdbec00f78c66a83b422de6e7>

BCE verso la fine del QE: ecco cosa accadrà dopo. Guida alle mosse che oggi annuncerà draghi, di Isabella Buffacchi, reperibile su:

<https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-06-13/bce-la-fine-qe-ecco-cosa-accadra-dopo-guida-mosse-che-oggi-annuncera-draghi-220909.shtml?uuid=AEjfHw5E>

QE via libera della corte UE: non viola il diritto dell'Unione

reperibile su:

https://www.repubblica.it/economia/2018/12/11/news/qe_via_libera_della_corte_ue_non_viola_il_diritto_dell_unione_-213966608/

Banca d'Italia; *Il programma di acquisto dei titoli pubblici e privati dell'Eurosistema*; reperibile su:

<https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2016/titoli-pubblici/index.html>

BCE, *Asset Purchase Programme*; reperibile su:

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

European recovery is bad news for the world's bond prices, di Guillermo Tolosa, reperibile su:

<https://ftalphaville.ft.com/2018/06/18/1529320756000/European-recovery-is-bad-news-for-the-world-s-bond-prices-/>

Saunders A., Millon Cornett M., Anolli M., Alemanni B. *Economia dei mercati e degli intermediari finanziari*, 2015, McGraw-Hill Education, pp. 112-113

Delugan M. *Quantitative Easing Cos'è e come funziona*. Reperibile su:

<https://www.soldionline.it/guide/mercati-finanziari/quantitative-easing>

Lops V. *Ecco come lo spread BTP-BUND mette a rischio quello sui mutui (e le erogazioni)*. Reperibile su:

<https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2012-05-18/ecco-come-spread-btpbund-105444.shtml?uuid=AbaBiNeF>

Lettera43. *Stima rivista al ribasso del PIL italiano nel primo trimestre 2019*; reperibile su:

<https://www.lettera43.it/cer-stima-pil-primo-trimestre-2019/>

Sorrentino R. *Perché oggi Francoforte confermerà la fine del Quantitative Easing*. Reperibile su:

https://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2018-09-11/perche-bce-confermerà-fine-qe-122953_PRV.shtml?uuid=AEwnhXqF

Tasso BCE a zero e nuova liquidità in arrivo per le banche. Reperibile su:

<https://www.altroconsumo.it/soldi/mutui/news/quantitative-easing>

How the end of QE will affect asset prices. Reperibile su:

<https://www.ft.com/video/b7226e50-44f8-4480-90f2-680098418812>

Rapporto sulla stabilità finanziaria novembre 2018; reperibile su:

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2018-2/index.html>

Rapporto sulla stabilità finanziaria 2019; reperibile su:

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2019-1/index.html>

Cosa sono le ABS; reperibile su:

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/assetbackedsecurities.htm>

ECB decides on technical parameters for the reinvestment of its Asset Purchase Programme; reperibile su:
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.pr181213.en.html>

Allentamento quantitative; reperibile su:
https://it.wikipedia.org/wiki/Allentamento_quantitativo

Bilancio d'esercizio BCE 2018; reperibile su:
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ecb.annualaccounts2018~cd3eabaa40.it.pdf?8fa92a125426e77785ebb781c7376a81>

Wikipedia; *La Banca Centrale Europea*; reperibile su:
https://it.wikipedia.org/wiki/Banca_centrale_europea

Protocollo sullo statuto del sistema europeo di banche centrali e della banca centrale europea; reperibile su:
https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/it_statute_2.pdf

Cosa sono le riserve obbligatorie; reperibile su:
https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/minimum_reserve_req.it.html

Moltiplicatore monetario
https://it.wikipedia.org/wiki/Moltiplicatore_monetario

Operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine; reperibile su:
<http://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/tltro/>

Targeted longer-term refinancing operations (TLTROs); reperibile su:
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/tltro/html/index.en.html>

INVERNIZZI, I; *Tltro Fine Del Quantitative Easing E Tassi Negativi: Il Dilemma Irrisolto*; reperibile su:
<http://www.riskcompliance.it/news/tltro-fine-del-quantitative-easing-e-tassi-negativi-il-dilemma-irrisolto/>

Castellarin R.; *La Bce lancia la Tltro III da settembre. Tassi fermi fino a fine anno*; reperibile su:
<https://www.milanofinanza.it/news/la-bce-lancia-la-tltro-iii-da-settembre-tassi-fermi-fino-a-fine-anno-201903071359263161>

Comunicato stampa BCE: decisioni di politica monetaria; reperibile su:
<http://www.bancaditalia.it/media/bce-comunicati/documenti/2019/ecb.mp190307.it.pdf>

Buffacchi I; *Come la BCE reinvestirà i titoli in scadenza; bocciata l'operazione twist della FED*; reperibile su:
<https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-12-13/come-bce-reinvestira-titoli-scadenza-bocciata-l-operazione-twist-fed-174429.shtml?uuid=AEoW6RzG>

ECB decides on technical parameters for the reinvestment of its asset purchase programme; reperibile su:
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.pr181213.en.html>

Sinai A. 28 dicembre 2018 *Perché l'economia americana correrà almeno fino al 2020*; reperibile su:
<https://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2018-12-28/perche-l-economia-americana-correra-almeno-fino-2020-152722.shtml?uuid=AE12o5G>

Liuni F. *Tassi mutui 2018: quali previsioni per chi vuole acquistare una prima casa?* Reperibile su:
<https://www.idealista.it/news/finanza/mutui/2018/09/27/127882-tassi-mutui-2018-quali-previsioni-per-chi-vuole-acquistare-una-prima-casa>

Cellino M. 1306/2016 *Bund e non solo: Svizzera e Giappone, ecco dove il tasso decennale è già negativo*; reperibile su:
<https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-06-14/bund-e-non-solo-svizzera-e-giappone-ecco-dove-tasso-decennale-e-gia-negativo-102505.shtml?uuid=ADA9Cjb>

Gilberti F. 17 agosto 2016. *Il quantitative easing della BCE non sarà pagato dai contribuenti*; reperibile su:
<https://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2016-08-17/il-quantitative-easing-bce-non-sara-pagato->

contribuenti-072257.shtml?uuid=ADN5UH6

Sottoscrizione del capitale; reperibile su:
<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.it.html>

Morici M. *fine del Quantitative Easing l'effetto sui BTP*; reperibile su
<https://www.panorama.it/economia/soldi/fine-quantitative-easing-effetto-btp/>

Leozappa A. *Chi detiene i titoli del debito italiano*; reperibile su:
<https://www.risparmiamocelo.it/chi-detiene-i-titoli-del-debito-pubblico-italiano/>

Fusco C. *Cosa c'entra lo spread con i mutui?*; reperibile su:
<https://www.ilpost.it/2018/10/06/mutui-spread/>

Delugan I. *Quantitative Easing: cos'è e come funziona*; reperibile su:
<https://www.soldionline.it/guide/mercati-finanziari/quantitative-easing>

Banca d'Italia, *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita - 1° trimestre 2019*; reperibile su:
<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-inflazione/2019-indagine-inflazione/03/index.html>

Mutui: richiesta in aumento del 3%, tassi in salita; 22 gennaio 2019. Reperibile su:
<http://www.today.it/economia/mutui-aumento-tassi.html>

Franceschi A. *Bund a 10 anni, asta con tassi negativi. E' la prima volta dal 2016*; reperibile su:
https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2019-03-27/tassi-negativi-all-asta-bund-10-anni-e-prima-volta-2016-113538_PRV.shtml?uuid=ABceWMiB

Timpone G. *Quando i bond negativi sono un affare e segnalano forti rischi per l'euro*; reperibile su:
<https://www.investireoggi.it/obbligazioni/quando-i-bond-con-rendimenti-negativi-sono-un-affare-e-segnalano-forti-rischi-per-leuro/>

Saver G. *Rendimento BTP 2037, tutta la verità*; reperibile su: <https://www.segretibancari.com/obbligazioni-e-titoli-di-stato/rendimento-btp-2037/>

Borsainside 01/03/2019. *I BTP oggi convergono ancora? Analisi su previsioni con downgrade rating Italia*; reperibile su:
https://www.borsainside.com/mercati_italiani/69301-btp-oggi-convergono-analisi-previsioni-downgrade-rating-italia/

Ilpost 11/10/2018 *Un po' di chiarezza sui titoli di stato italiani e la BCE*; reperibile su:
<https://www.ilpost.it/2018/10/11/bce-titoli-di-stato/>

Caparello A. 09/04/2019 *Trump contro Quantitative Tightening, economista FED smentisce la sua tesi*; reperibile su:
<https://www.wallstreetitalia.com/trump-fed-quantitative-tightening-economia/>

Lagente guadagna meno che bello! e le borse salgono; reperibile su:
<https://www.economymag.it/finanziare-l-impresa/2018/03/16/news/la-gente-guadagna-meno-che-bello-e-la-borsa-sale-809/>

Strauss A. *With Quantitative Tightening, asset price deflation has arrived. Time to sell?*; reperibile su:
<https://www.forbes.com/sites/adamstrauss/2019/01/22/with-quantitative-tightening-asset-price-deflation-has-arrived-time-to-sell/#24c8e2469d0f>

Gagliarducci C., *Italia: chi detiene il nostro debito pubblico*. Reperibile su:
<https://www.money.it/Chi-detiene-debito-pubblico-Italia-BTP>

Di Giovannandrea T. 03/05/2019 *Banca d'Italia lancia l'allarme: aumentano i rischi d'instabilità finanziaria*; reperibile su:
<http://www.rainews.it/dl/rainews/articoli/Banca-Italia-Bankitalia-rischi-instabilita-finanziaria-4866f4a9-3724->

4b27-aaac-6c4359aab133.html?refresh_ce

Fagnani E. 08/02/2019 *Tonfo del FTSEMib (nonostante Unicredit e BancoBPM)!*; reperibile su:
<https://www.soldionline.it/notizie/azioni-italia/borsa-italiana-commento-giornata-8-febbraio-2018>

Fagnani E. 08/03/2019 *Piazza affari: la settimana si chiude in rosso*. reperibile su:
<https://www.soldionline.it/notizie/azioni-italia/borsa-italiana-commento-giornata-8-marzo-2019>

Franceschi A. 24/04/2019 *Banche-Btp, 5 grafici per spiegare i perché di un legame critico*; reperibile su:
<https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2019-04-23/banche-btp-5-grafici-spiegare-perche-un-legame-critico-095355.shtml?uuid=ABltMHrB>

Istat. 29/04/2019. *Comunicato stampa: contratti collettivi e retribuzioni contrattuali*; reperibile su:
<https://www.istat.it/it/archivio/229853>

Istat. 22/05/2019. *Comunicato stampa: le prospettive per l'economia italiana*; reperibile su:
<https://www.istat.it/it/archivio/230644>

De Maeyer P. 04/01/2019 *notizie dal mondo: giovedì 3 gennaio 2019*; reperibile su:
<https://it.aletia.org/2019/01/04/notizie-dal-mondo-giovedi-3-gennaio-2019/>

Bottarelli M. 07/06/2019 *I guai dell'Italia faranno ripartire il QE*; reperibile su:
<https://www.ilsussidiario.net/news/spy-finanza-i-guai-dellitalia-faranno-ripartire-il-qe/1891471/>

Trovati G. *BTP, il 2019 parte con un calendario di fuoco: da finanziare 50 miliardi di fabbisogno*; reperibile su:
https://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2018-12-29/btp-2019-parte-un-calendario-fuoco-finanziare-50-miliardi-fabbisogno-101051.shtml?uuid=AEtFcP6G&refresh_ce=1

Lettera43. *La borsa italiana del 18 marzo in tempo reale*. Reperibile su: <https://www.lettera43.it/borsa-italiana-oggi-tempo-reale-spread-18-marzo-btp/>

Lettera43. *Gli indici di spread e borsa del 7 marzo 2019*. Reperibile su: <https://www.lettera43.it/borsa-italiana-oggi-in-tempo-reale-spread-7-marzo/>

Bai A. *Anche per Samsung e LG Electronics revisione al ribasso di fatturato e utili*; reperibile su:
https://edge9.hwupgrade.it/news/mercato/anche-per-samsung-e-lg-eletronics-revisione-al-ribasso-di-fatturato-e-utili_80034.html