

Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra di Economia Monetaria e Creditizia

**Analisi dei programmi di acquisto della BCE, impatto
ambientale del portafoglio azionario e relazione con altre
Banche Centrali**

RELATORE:
Prof. Stefano Marzioni

Candidato:

Alessandro Fabrizi

Matricola: 227701

ANNO ACCADEMICO 2020/2021

Indice

Introduzione

Capitolo 1- APP e PEPP, finalità e caratteristiche. Commento ai dati

- 1.1.Asset Purchase Programme: caratteristiche del programma ed acquisti netti
- 1.2.Asset Purchase Programme: necessità, finalità ed effetti sull'economia reale
- 1.3.Cenni sui programmi sottostanti all'APP
- 1.4.Pandemic Emergency Purchase Programme: caratteristiche ed obiettivi
- 1.5.Pandemic Emergency Purchase Programme: considerazioni ad un anno di distanza

Capitolo 2- Analisi del portafoglio della BCE, suo impatto sulle emissioni globali e cenni sulla finanza sostenibile

- 2.1.Impegni BCE al contrasto al cambiamento climatico, azioni da intraprendere e Green Agenda
- 2.2.Strumenti di analisi per finanza sostenibile
- 2.3.Analisi del portafoglio di investimenti della BCE in relazione al suo impatto ambientale
- 2.4.Leggere i dati a disposizione per analisi dell'impatto del portafoglio

Capitolo 3- Comparazione sull'aspetto di sostenibilità tra le diverse BC e punti di contatto tra le reazioni delle BC alla crisi pandemica-finanziaria

3.1 Crisi Covid e risposta del mercato in America e in Europa

3.2 Reazioni delle BC alla crisi pandemica-finanziaria

3.3 Paragone tra le reazioni delle BC

3.4 Politiche attive delle BC in contrasto al cambiamento climatico

3.5 Raccomandazioni per le BC

Conclusione

Introduzione

Negli ultimi anni la governance economica fornita dall'Unione europea ai propri paesi membri è stata dai più attaccata ed è quindi considerata sotto esame. In questo contesto è giusto considerare l'impulso che tale struttura ha ricevuto in quest'ultimo anno a causa dell'inaspettato scoppio della pandemia dovuto all'avvento del Covid. Il seguente lavoro, partendo dall'analisi delle caratteristiche dei programmi di acquisto promossi dalla BCE per sostenere l'economia reale, APP e PEPP, vuole andare ad evidenziare come il paradigma di base ed i credi riguardo la politica monetaria ed economica all'interno dell'Unione Europea siano (finalmente) cambiati.

A tal riguardo possiamo ora osservare una maggiore flessibilità delle regole di bilancio e l'uso del bilancio stesso come strumento per promuovere l'agenda Ue nel garantire che il meccanismo di trasmissione di politica monetaria sia funzionante. Abbiamo osservato altresì una riforma degli strumenti di assistenza in sostegno all'economia.

Questo documento intende inoltre andare a comprendere le finalità e le caratteristiche dei due programmi di acquisto, valutare il loro impatto futuro ed attuale sulle emissioni globali ed indagare eventuali punti di contatto tra il programma proposto dall'Unione Europea con quelli proposti dalle altre BC. Si analizza infine la reazione dei mercati allo scoppio della crisi pandemico-finanziaria e la prontezza con la quale le BC hanno varato le prime misure di contrasto. Nel corso del lavoro verrà condotto un approfondimento sugli strumenti chiavi di finanza sostenibile per valutare l'impatto di un portafoglio. In quest'elaborato si è evidenziata la differenza tra le emissioni scope 1-2-3 prodotte da un'azienda e si è inoltre evidenziato il percorso ideale da intraprendere per l'UE verso la carbon neutrality nel 2050. L'impegno dovrà essere trasversale e globale.

Così, l'aumento del budget voluto dall'Unione Europea in risposta ad una pandemia che ha colpito in maniera asimmetrica i paesi della zona euro sembra poter promettere bene per eventuali passi in avanti da compiere negli anni prossimi. Difatti, per competere con potenze mondiali quali America e Giappone risulta cruciale delegare alle autorità sovranazionali conferendo loro gradi di autonomia sempre più ampi. Risulta in questa sede interessante notare come il ruolo della BCE sia centrale. L'istituto si è infatti confermato come principale guardiano della stabilità finanziaria dell'area euro e al tempo stesso ha dato il via ad una serie di programmi volti a riformare meccanismi e condizioni di supporto al finanziamento. Come già detto in precedenza, il dibattito e le reazioni alla crisi pandemica sembrano poter configurare delle innovazioni radicali, valorizzando i principi di solidarietà e sussidiarietà, rispetto alla prima crisi finanziaria globale risalente al 2008.

Credo inoltre che questo argomento sia meritevole di un approfondimento in quanto ci siamo trovati di fronte a dei problemi sorti senza alcun preavviso e i mercati finanziari hanno reagito in malo modo;

l'incertezza e la paura hanno aumentato la volatilità portando così gli investitori a vendere attività rischiose facendo di conseguenza ridurre i prezzi.

Le BC, quindi, hanno reso il credito più ampiamente accessibile a tutti e le autorità di regolamentazione hanno altresì consentito alle banche di ridurre le loro riserve di capitale e liquidità incoraggiando così prestatori e mutuatari a collaborare. Quest'ultimo è un tema centrale nella risposta all'ultima crisi. Tutto ciò non si osservò nella crisi del 2008 dove avvenne una corsa agli sportelli e le diverse BC reagirono seguendo archetipi del passato appartenenti ai retaggi di ogni nazione. Nello shock portato dalla pandemia le paure e le incertezze si sono soffermate prevalentemente sul tema dell'occupazione. Le autorità si sono così concentrate sul voler mantenere il sistema finanziario in salute sostenendo gli individui che per un periodo di tempo sono stati costretti all'isolamento forzato, mantenendo intatte le relazioni economiche a lungo termine. La risposta quindi rispetto alla crisi del 2008-2009 è stata molto più puntuale e rapida garantendo e introducendo programmi di sostegno all'economia; queste reazioni non hanno precedenti nella storia mondiale e potrebbero segnare una svolta verso un futuro maggiormente coeso. Se nel 2008 si pensava che l'economia europea e giapponese fossero in qualche modo isolate rispetto alla crisi scoppiata in America e quindi una reazione unitaria tardò (colpevolmente) ad arrivare, nel 2020 si è capito fin da subito come la crisi fosse globale e pertanto solamente tramite un coordinamento infra-stati si potesse uscire rapidamente dalla crisi, cosa peraltro non ancora avvenuta. Nonostante le ingenti misure messe in campo, il PIL, secondo le ultime stime, tornerà ai livelli pre-Covid tra il 2023 e il 2024.

Capitolo 1- APP e PEPP, finalità e caratteristiche. Commento ai dati

1.1. Asset Purchase Programme: acquisti netti, finalità ed effetti sull'economia reale

L'asset purchase programme (APP) è un programma varato dalla Banca Centrale Europea facente parte di un pacchetto di misure di politica monetaria da considerarsi non standard (in quanto inusuali e almeno nelle intenzioni iniziali temporaneo) che furono varate verso la metà del 2014. Il programma si poneva come obiettivo il sostenere il meccanismo di trasmissione di tutta la politica monetaria e inoltre, al tempo stesso, fornire altresì il target necessario affinché le policy implementate garantissero la stabilità dei prezzi (obiettivo primario che rientra nel mandato della BCE).

Nel dettaglio, è un programma d'acquisto di titoli della banca centrale europea effettuato grazie all'Eurosistema ed è possibile dividerlo come segue:

- Corporate sector purchase programme (CSPP)
- Public sector purchase programme (PSPP)
- Asset-backed securities purchase programme (ABSPP)
- Third covered bond purchase programme (CBPP3)

Nello specifico il consiglio direttivo ha lanciato l'APP per fronteggiare una situazione di pressione sui prezzi che stava rendendo difficile il conseguimento del compito primario alla quale la BCE è chiamata; il mantenimento della stabilità nei prezzi. Importante notare come in quello stesso periodo lo spazio per tagliare ulteriormente i tassi di interesse era davvero limitato, poiché si veniva da un periodo di prolungata instabilità e quindi fu introdotto questo programma per alleggerire la pressione sui prezzi e scongiurare eventuali effetti indesiderati sull'economia reale. L'aspettativa della BCE sul programma, da intendersi in maniera congiunta con altre misure di policy, era quella di far incrementare il PIL dell'area euro di circa 1,5 punti percentuali in un periodo di 3 anni e allo stesso modo aumentare l'inflazione di circa mezzo punto percentuale tra gli anni 2016 e 2017.

Infine, l'APP è anche noto come “quantitative easing” della BCE. Esso fa parte di un pacchetto di misure più ampio, tra le quali figurano anche operazioni mirate di rifinanziamento più a lungo termine (LTRO).

La nascita del programma è da inserirsi in un quadro sicuramente molto ampio.

Si parte infatti dal lontano 2008, momento dal cui si susseguirono due crisi finanziarie mondiali che da lì a poco avrebbero stravolto il modo di pensare per l'economia tutta. Si partì con la crisi dei mutui

subprime negli USA fino ad arrivare alla crisi del debito sovrano in UE negli anni successivi. Questi fenomeni hanno accelerato le soluzioni proposte dalle diverse Banche Centrali portandole ad intraprendere interventi mirati di politica monetaria non convenzionali.

La politica monetaria in questione avrebbe chiaramente dovuto essere espansiva, così una volta tagliati i tassi di interesse a zero, si provò a dar nuova linfa all'economia (disastrata) di quel periodo. È in questo contesto che il Q.E. europeo vede la sua luce. Il nome, atipico a prima vista, fu battezzato dall'allora presidente della FED Ben Bernanke, che a sua volta lo riprese da un intervento di politica monetaria di quello stesso tipo intrapresa dapprima dal governo giapponese nel 2001. Allora è proprio in questo frangente che delle condizioni di contingente si crearono, così deflazione da una parte e il repentino crollo dei prezzi del petrolio dall'altra, ha permesso che si verificasse un cambio di paradigma anche in UE, guidato dall'allora presidente della BCE Mario Draghi. Proprio all'inizio dell'anno 2015 quest'ultimo annunciò un'espansione del programma di acquisto di asset, chiamandolo APP. Prende così vita il Q.E. europeo.

L'Eurosistema conduce 4 programmi di acquisto di titoli pubblici e privati nel quadro più ampio dell'APP:

- CBPP3 dal 20 Ottobre 2014 per l'acquisto di obbligazioni bancarie garantite
- ABSPP dal 21 Novembre 2014 per l'acquisto di titoli emessi successivamente alla cartolarizzazione di prestiti bancari
- PSPP dal 9 marzo 2015 per l'acquisto di titoli emessi da governi, agenzie pubbliche e istituzioni in UE
- CSPP dall'8 Giugno 2016 per l'acquisto di obbligazioni e più recentemente dal marzo 2020 anche per i commercial paper emessi da società non finanziarie dei paesi di area euro.

Per quanto riguarda gli acquisti netti effettuati nell'ambito del programma, sappiamo che tra ottobre 2014 e dicembre 2018, facendo fede ai dati pubblicati sul sito della BCE, l'Eurosistema ha effettuato acquisti netti di titoli sottostanti all' asset purchase programme come ripartito qui sotto. Mediamente è possibile riassumere il tutto nei seguenti dati:

- 60 miliardi di euro da Marzo 2015 a Marzo 2016
- 80 miliardi di euro da Aprile 2016 a Marzo 2017
- 60 miliardi di euro da Aprile 2017 a Dicembre 2017
- 30 miliardi di euro da Gennaio 2018 a Settembre 2018
- 15 miliardi di euro da Ottobre 2018 a Dicembre 2018

Siccome il consiglio direttivo aveva come obiettivo il mantenimento della dimensione dei suoi acquisti nell'ambito di ciascun programma ai rispettivi livelli della fine del dicembre del 2018 allora

tra gennaio 2019 ed ottobre 2019 l'Eurosistema tutto ha reinvestito completamente i pagamenti dai titoli in scadenza detenuti nell'APP. Si può evincere, testualmente, quanto segue da una nota del consiglio direttivo del 12 Settembre del 2019 in cui si dice:

"Gli acquisti netti verranno riavviati nell'ambito del programma di acquisto di attività del Consiglio direttivo a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro a decorrere dal 1° novembre 2019. Il Consiglio direttivo si aspetta che durino a lungo se necessario per rafforzare l'impatto accomodante dei suoi tassi ufficiali e per terminare poco prima che inizi a innalzare i tassi di interesse chiave della BCE."

In questa sede è quindi importante notare come sia fondamentale che gli investimenti dei pagamenti principali derivanti da titoli in scadenza acquisiti nell'ambito del programma stesso vengano dunque reinvestiti per un periodo di tempo da considerarsi adeguato oltre la data in cui il consiglio direttivo inizia ad aumentare i tassi di interessi chiave della Bce e comunque per un tempo necessario affinché le condizioni di liquidità si mantengano favorevoli ed al tempo stesso un'ampia possibilità di accomodamento monetario sia garantita.

Dall'analisi delle obbligazioni dell'Eurosistema si vede come a maggio 2020 lo stock di obbligazioni ammontasse a 2860 miliardi.

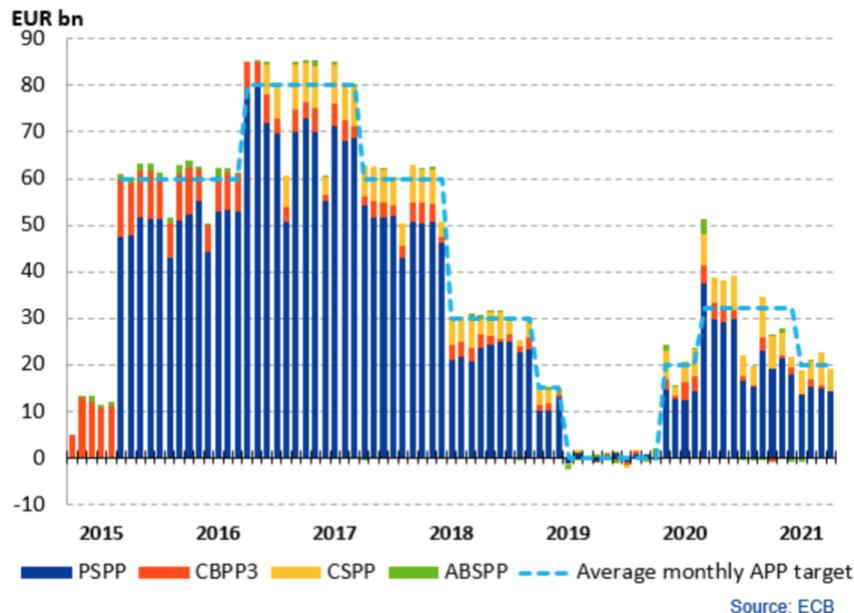


Figura 1.1: Sappiamo che gli obiettivi mensili medi della APP sono stati fissati per la prima volta dal Consiglio direttivo della BCE all'inizio del programma PSPP nel marzo 2015, come riportato in figura. Da notare dal grafico come la dotazione aggiuntiva di 120 miliardi di euro sia stata decisa dal Consiglio direttivo il 12 marzo 2020 e attuata integralmente secondo i principi stabiliti con estrema flessibilità.

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

Di seguito, facendo sempre fede ai dati ufficiali riportati sul sito, riporto gli acquisti netti cumulativi dell'asset purchase programme sommando di volta in volta ogni acquisto effettuato. Lo stock di obbligazioni APP dell'Eurosistema ammontava a 3128 miliardi di euro alla fine di aprile 2021.

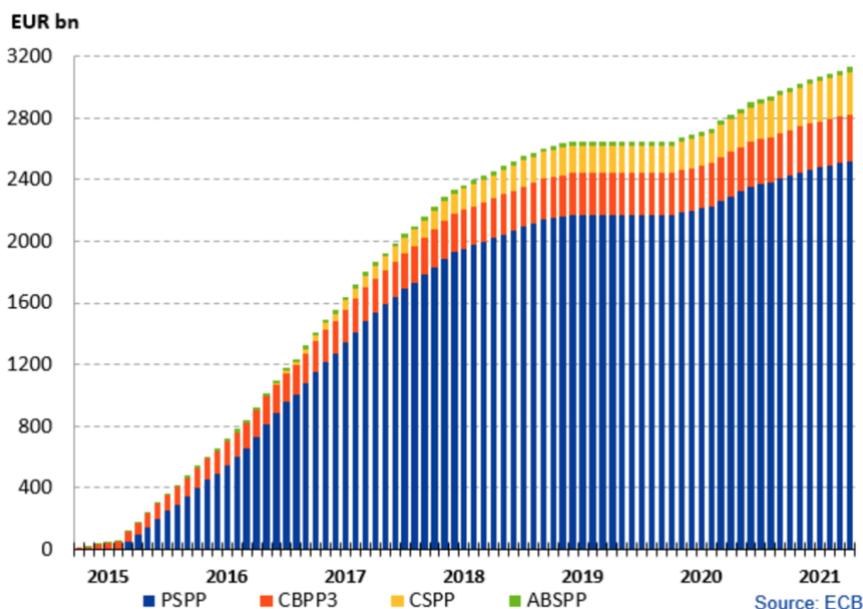


Figura 1.2: acquisti netti cumulativi.

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

Abbiamo già precedentemente sottolineato come i pagamenti vengano reinvestiti nell'ambito dell'APP per garantire che gli obiettivi della BCE vengano raggiunti nel lungo periodo. Nello specifico, l'Eurosistema aderisce al principio della neutralità del mercato mediante un'attuazione fluida e flessibile delle regole. A tal fine, il Consiglio direttivo ha deciso di distribuire nel tempo il reinvestimento dei principali rimborsi per consentire così una presenza regolare ed equilibrata sul mercato.

Expected monthly redemption amounts for the APP over a rolling 12-month horizon (in EUR millions)					
month	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP
Apr 21	703	4,278	1,513	24,919	31,413
May 21	495	2,894	384	12,637	16,410
Jun 21	1,373	367	531	19,519	21,790
Jul 21	616	1,132	334	24,536	26,618
Aug 21	1,812	1,002	966	4,858	8,638
Sep 21	974	1,902	1,229	23,645	27,750
Oct 21	645	3,774	1,280	19,224	24,923
Nov 21	434	4,048	1,673	13,774	19,929
Dec 21	664	937	826	8,177	10,604

Figura 1.3: La tabella presenta i rimborsi mensili stimati per i prossimi 12 mesi suddivisi programma per programma.

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

1.2.Asset Purchase Programme: necessità, finalità ed effetti sull'economia reale

Proviamo ora ad arrivare a comprendere la funzione del programma partendo dal principio opposto. Chiediamoci infatti perché non è stato necessario fino ad un certo punto; non lo è stato perché in periodi in cui le variabili economiche vengono considerate normali, la Bce orienta le condizioni finanziarie e gli andamenti macroeconomici andando a fissare i tassi di interesse di riferimento a breve termine senza che alcun programma ingente di acquisto di titoli sia necessario.

Tuttavia, il periodo successivo alla crisi dei mutui subprime del 2008 in America e la conseguente crisi finanziaria dei debiti sovrani europei ha portato ad un cambiamento di paradigma nell'area euro. Di fatti considerando il corridoio in cui i tassi di interesse si muovono la crisi finanziaria mondiale ha fatto avvicinare i tassi di riferimento al loro limite inferiore (quel punto in cui un'ulteriore riduzione dei tassi avrebbe un effetto da considerarsi quasi nullo o totalmente nullo sull'economia reale).

Per questi motivi la BCE, guidata dal presidente di allora Mario Draghi, mise in campo un pacchetto di misure da considerarsi non convenzionali proprio per fronteggiare i rischi annessi ad un periodo ormai prolungato di bassa inflazione. L'obiettivo era infatti quello di riportare l'inflazione stessa su dei livelli inferiori ma comunque prossimi al 2% nel medio termine, condizione necessaria secondo il consiglio direttivo per mantenere la stabilità dei prezzi, come già sottolineato, obiettivo primario della BCE. Quindi il programma di acquisto di attività è una delle misure che la Banca Centrale Europea utilizza a questo fine.

Tecnicamente, è giusto sottolineare come gli acquisti netti nell'ambito del programma siano teoricamente finiti alla fine del 2018 ma, ad ogni modo, il programma prosegue in quanto il capitale rimborsato sui titoli in scadenza viene poi reinvestito integralmente, come già spiegato precedentemente.

Andiamo ora ad analizzare praticamente come il programma ha svolto la sua funzione nel corso degli anni. La BCE ha acquisito una serie di strumenti finanziari (ad esempio titoli di Stato, titoli emessi da istituzioni sovranazionali, obbligazioni etc...) ad un ritmo compreso tra i 15 e gli 80 miliardi di euro al mese. Il punto cruciale è che questi programmi di acquisto hanno poi un risvolto diretto sui rendimenti dei titoli pubblici o privati che sono oggetto dell'intervento.

Si raggiunge così un primo obiettivo.

Osserviamo infatti che, spostandosi tutta la struttura dei rendimenti verso il basso si registrerà conseguentemente un miglioramento delle condizioni di offerta del credito, tutto ciò andrà a sua volta a stimolare gli investimenti. Ora, infatti, gli investitori potranno utilizzare la liquidità aggiuntiva per andare ad effettuare un riequilibrio dei loro investimenti che non per forza devono essere interessati dagli interventi della banca centrale. È ora possibile comprendere il fine ultimo del programma; trasmettere un impulso monetario ad un'ampia gamma di strumenti di finanziamento del settore privato.

L'aumento dei prezzi delle attività finanziarie e reali, derivato dall' incremento del valore della ricchezza delle famiglie, può far sì che crescano anche i consumi. Sappiamo come a parità di condizioni monetarie, da una parte l'aumento della liquidità e dall'altra la riduzione dei tassi di interesse, possano poi riflettersi sulla variazione del tasso di cambio.

In questa sede è importante sottolineare come l'obiettivo principale dell'asset purchase programme non sia la riduzione o l'eliminazione del rischio sovrano tra stato e stato (spread). Sappiamo infatti che gli acquisti sono distribuiti rispettando la regola capital key (ovvero la quota di partecipazione di ogni banca centrale nazionale nel capitale della banca centrale europea calcolata in riferimento al PIL e alla popolazione dei paesi membri). Partendo da questo fatto possiamo procedere con delle considerazioni ulteriori.

Infatti, se ci fossimo attenuti a questa regola, che ha imposto in passato, ad esempio, il maggior acquisto di titoli di Stato tedeschi considerati "bene rifugio" nell'eurozona, (quindi già tra i più acquistati prima dell'APP) non si sarebbero, ad esempio, acquistati i titoli di Stato greci e altri titoli, considerati di basso rating dalle agenzie. Quindi la deviazione dalla regola della capital key si fa necessaria per il conseguimento dell'obiettivo di detenere titoli di Stato non soltanto dei paesi virtuosi ma anche degli altri membri della zona euro. Fa gioco sottolineare come tecnicamente gli acquisti della Banca Centrale Europea vengono e sono stati effettuati sul mercato secondario in quanto diversamente non avrebbero rispettato i trattati europei che vietano un finanziamento monetario del debito pubblico dei paesi membri sul mercato primario in maniera diretta.

Inoltre, all'avvio del dell'asset purchase programme la BCE ha imposto un limite quantitativo per gli acquisti al 25% massimo per ogni singola emissione. Altra costrizione da considerare è il fatto che la percentuale di acquisto del debito pubblico nell'ambito del programma non può superare il 50% del totale. Il limite iniziale prevedeva nel 2016 il 33%.

Vediamo ora gli effetti diretti sulla economia reale. L'attività economica e l'inflazione vengono prevalentemente influenzati tramite il canale di trasmissione diretta, il riequilibrio dei portafogli e l'effetto segnalazione. Andremo ad analizzare l'importanza contingente dei diversi aspetti sopra

elencati, sapendo che il loro ruolo è influenzato dal sistema bancario, da considerarsi come attore protagonista nel finanziamento all'economia (prevalentemente in Europa).

- Riequilibrio dei portafogli

La BCE per prima acquisisce attività dei settori pubblico e privato da investitori, banche e famiglie; questi possono poi decidere di investire in altri strumenti finanziari i fondi avuti in cambio dalle attività cedute alla BCE. Così il meccanismo di riequilibrio dei portafogli, tramite l'aumento della domanda di attività, spinge al rialzo i prezzi abbassando al contempo i rendimenti e non soltanto per le attività che ricadono in maniera diretta nell'APP.

Il tasso di interesse al quale le società devono finanziarsi ovviamente decresce e osserveremo dunque una flessione dei costi. Essendoci rendimenti più bassi dei titoli le banche sono perciò incoraggiate a concedere credito a famiglie e imprese. È chiaro come la maggiore offerta di prestiti bancari faccia abbassare il costo del credito per coloro che cercano un finanziamento, garantendo anche qua un vantaggio per la collettività. Consideriamo ora uno scenario ulteriore che potrebbe verificarsi. Gli investitori potrebbero per esempio impiegare questi fondi ottenuti in cambio delle attività cedute alla BCE per acquisire delle attività a rendimento maggiore al di fuori dell'area euro; in questo caso può accadere che il tasso di cambio potrebbe deprezzarsi facendo rialzare anche l'inflazione.

Analizziamo un aspetto che lega la trasmissione diretta, analizzata qui sotto, al riequilibrio dei portafogli. Entrambi migliorano le condizioni finanziarie per l'economia reale, famiglie ed imprese, prevalentemente nell'area dell'euro. Avendo meno costi di finanziamento gli acquisti di attività possono infatti stimolare consumi ed investimenti. Questo tipo di domanda contribuirà in ultimo stato a far sì che l'inflazione ritorni a livelli prossimi al 2% nel medio termine.

- Trasmissione diretta

Sappiamo che la BCE acquistando attività del settore privato, ad esempio obbligazioni garantite connesse a prestiti erogati dalle banche commerciali all'economia reale, fa sì che la maggior domanda di queste attività abbia poi come ripercussione l'aumento dei prezzi. In questo modo non si fa fatica a comprendere come le banche siano quindi incentivate a concedere maggior prestiti che potranno quindi a loro volta utilizzare per generare e vendere maggior titoli. L'aumento dell'offerta di credito tende quindi a far scendere i tassi sui prestiti, garantendo un vantaggio a famiglie ed imprese, migliorando direttamente le condizioni generali di finanziamento a vantaggio della collettività.

- Effetto di segnalazione di una politica monetaria accomodante

Un altro ruolo fondamentale dell'acquisto di attività nell'ambito dell'APP è che si influenza il mercato “segnalando” a quest'ultimo che la banca centrale avrà interesse a mantenere i tassi di riferimento su un livello pressoché contenuto per un lungo periodo di tempo. L'effetto ultimo di ciò è la riduzione di volatilità ed incertezza riguarderà quindi l'andamento futuro dei tassi.

Ci soffermiamo così tanto su questo argomento in quanto l'incertezza rispetto a cosa accadrà nel futuro orienterà chiaramente in maniera decisiva le scelte di investimento, avendo poi ripercussioni a catena.

Avendo tracciato il quadro in cui la riforma è stata implementata e gli obiettivi per cui si è fortemente voluta, capiamo come l'APP si inserisca in un contesto di riforme in cui la BCE mette in campo ogni sua risorsa affinché possa assolvere il suo mandato ricorrendo anche a questo tipo di canali ed a misure non convenzionali per prevenire e curare i rischi derivanti da un periodo eccessivamente prolungato di bassa inflazione. In questo modo si vuole inoltre rassicurare gli investitori, sia essi che provengono dalla zona euro o meno, in quanto è credenza diffusa che il presupposto per una crescita durevole nel tempo per un contesto di stabilità di prezzi, sia un'inflazione pari circa al 2% nel medio-lungo termine.

1.3.Cenni sui programmi sottostanti all'APP

CSPP

Il CSPP fu aggiunto successivamente come sottostante all'APP. Nel periodo tra l'8 giugno 2016 e il 19 dicembre 2018 l'Eurosistema ha effettuato acquisti netti di obbligazioni del settore societario nell'ambito del programma di acquisto CSPP. A partire da gennaio 2019 l'Eurosistema ha continuato inoltre a reinvestire i pagamenti di titoli in scadenza detenuti nel portafoglio. Dal 1° Novembre dello stesso anno l'Eurosistema ha riavviato gli acquisti netti nell'ambito del programma.

I titoli acquistati nell'ambito del programma medesimo sono disponibili per il prestito di titoli per supportare la liquidità del mercato e al tempo stesso la disponibilità di garanzie collaterali sul mercato.

Brevemente, riassumo la partecipazione al programma al mese di Maggio 2021:

EUR mil.	273,222
Date	7 Maggio 2021

Figura 1.4: I titoli acquistati nell'ambito del CSPP sono resi disponibili per il prestito di titoli per sostenere la liquidità del mercato e la disponibilità di garanzie sul mercato. Di questi, la maggior parte, circa 212,362 mln sono state acquistate sul mercato secondario.

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

PSPP

Il PSPP consiste per circa l'ottantacinque per cento dell'acquisto di titoli del sistema euro e fu iniziato nel Marzo 2015. Si effettuarono acquisti netti di titoli del settore pubblico nell'ambito del programma di acquisto del settore pubblico (PSPP) tra il 9 marzo 2015 e il 19 dicembre 2018. Successivamente, a partire da gennaio 2019, l'Eurosistema ha continuato a reinvestire i pagamenti principali dei titoli in scadenza detenuti nel portafoglio del PSPP. Dal 1 ° novembre 2019 l'Eurosistema ha riavviato gli acquisti netti nell'ambito del PSPP.

I titoli nell'ambito del PSPP includono:

- a) obbligazioni nominali e indicizzati all'inflazione delle amministrazioni centrali
- b) obbligazioni emesse da agenzie riconosciute, governi regionali e locali e banche

EUR mil.	2,2397,546
Date	7 Maggio 2021

Figura 1.5

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

ABSPP

Nel periodo tra il 21 novembre 2014 e il 19 dicembre 2018 l'Eurosistema ha effettuato acquisti netti di titoli garantiti da attività nell'ambito del programma (ABSPP). A partire da gennaio 2019, l'Eurosistema ha continuato a reinvestire i pagamenti principali dei titoli in scadenza detenuti nel portafoglio ABSPP. Dal 1 ° novembre 2019 l'Eurosistema ha riavviato gli acquisti netti nell'ambito dell'ABSPP.

EUR mil.	28,566
Date	7 Maggio 2021

Figura 1.6: Di questi, quasi il 60% è stato acquistato nel mercato primario.

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

Per questo programma, dalle ricerche svolte, provo ad aggiungere informazioni ulteriori. Rispetto ai programmi sopra citati la sua implementazione è abbastanza diversa e sicuramente più complicata in quanto il sistema europeo ha un'esperienza esigua nel settore delle asset-backed securities. Il sistema difatti ha declinato il pieno controllo dell'operazione delegandolo all'esterno e fissando solamente il prezzo massimo e il volume di ogni singola operazione di acquisto.

CBPP-3

Tra il 20 ottobre 2014 e il 19 dicembre 2018 l'Eurosistema ha effettuato acquisti netti di obbligazioni garantite nell'ambito di un terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite (CBPP3). Inoltre, a partire da gennaio 2019, l'Eurosistema ha continuato a reinvestire i pagamenti principali dei titoli in scadenza detenuti nel portafoglio CBPP3. Dal 1 ° Novembre 2019 l'Eurosistema ha riavviato gli acquisti netti nell'ambito del CBPP3.

EUR mil.	290,718
Date	7 Maggio 2021

Figura 1.7: Di questi più del 60% è stato acquistato nel mercato secondario.

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

Infine, è molto importante segnalare come praticamente si registri una certa flessibilità tra i programmi stessi. Così, volendo fare un esempio, possiamo dire come se un dato mese si dovesse verificare un'ampia emissione di cover bond si può comprare più quantità di questi ultimi e meno dei public sector bond e viceversa.

Come già ampiamente sottolineato, aumentando i prezzi degli assets il programma ha tra gli obiettivi il fatto di dare un incentivo alle banche a concedere maggiori prestiti di questo tipo e conseguentemente garantire maggior credito all'intero sistema economico, facilitando altresì le condizioni di prestito dei mutuatari finali (famiglie ed imprese).

Volendo concludere con la spiegazione del programma ho provato a tracciare in maniera esemplificativa il funzionamento pratico di esso. Provo a riassumerlo in maniera breve, come segue. La BCE crea base monetaria per poi conferire quanto appositamente creato alle banche commerciali, acquistando poi attività da loro sotto forma di obbligazioni o titoli garantiti da ipoteca. In questo modo i soldi finiscono nel sistema finanziario. La base monetaria creata è poi al di fuori del controllo della BCE e le banche commerciali le utilizzano come meglio credono. La speranza della BCE è che le banche commerciali prestino moneta a persone fisiche in modo da acquistare beni e servizi, facendo in tal modo avviare l'economia.

A dire il vero non è successo troppo spesso in quanto le banche preferiscono tenere la maggior parte dei soldi sotto forma di riserve. Il che spiega perché non si sia verificata l'inflazione dei prezzi al consumo. Quindi uno dei risultati della creazione di denaro finora è stato che il prezzo di attività come obbligazioni e azioni sono aumentate.

Negli ultimi anni la situazione è però migliorata e si stanno raggiungendo gli obiettivi prefissati.

1.4. PEPP: caratteristiche ed obiettivi

A metà Marzo dello scorso anno l'istituto centrale ha comunicato la sua intenzione di affiancare al più tradizionale asset purchase programme un nuovo programma di acquisto titoli finalizzato a sostenere l'economia fortemente debilitata dall'inaspettata pandemia.

Il PEPP, introdotto dalla BCE nel Marzo del 2020, è una misura di politica monetaria non standard voluta per fronteggiare i rischi portati dalla pandemia al meccanismo di trasmissione della politica monetaria e per migliorare ed incoraggiare l'outlook dell'area euro fortemente turbato dallo scoppio del Covid-19. In questa sede risulta importante segnalare come le conseguenze negative si siano verificate in maniera asimmetrica da paese a paese. Ad esempio, i paesi del sud dell'Europa sono stati all'inizio i più colpiti e nel solidarizzare per cercare di sostenere l'economia in un periodo così complicato hanno incontrato le resistenze dei paesi del nord Europa, i c.d. frugali.

Così, ad un certo punto si è capito come fosse necessaria una risposta adeguata, dalle istituzioni europee, mai vista precedentemente.

Possiamo quindi considerare il Pandemic Emergency Purchase Programme come un programma temporaneo in cui si è cercato e si cerca di acquistare attività del settore pubblico e privato.

La commissione europea ha deciso di aumentare la cifra inizialmente stanziata di 750 miliardi di circa ulteriori 600 miliardi il 4 Giugno 2020 e di ulteriori 500 miliardi il 10 Dicembre per una somma totale che si attesta a 1,850 miliardi. Tutte le categorie di asset in cui si può investire nell'APP riguardano altresì anche il PEPP. Ulteriore nota da fare, per comprendere l'entità di tale cambiamento è che proprio facendo fede al principio della solidarietà, troppo spesso dimenticato dai vertici europei, è stata notificata una rinuncia ai requisiti d'idoneità per i titoli emessi dal governo greco. Quindi nell'ambito del PEPP si acquistano anche titoli considerati di basso rating dalle agenzie.

Inoltre, è stata ampliata la categoria di strumenti finanziari non commerciali per il CSPP includendo anche attività con una scadenza residua (maturity) di almeno 28 giorni. Quindi ora queste attività possono essere acquisite sia tramite il CSPP che il PEPP. Precedentemente, sotto il programma CSPP, era ammissibile acquisire solamente strumenti finanziari con una maturity di almeno sei mesi. Invece la scadenza residua dei titoli del settore pubblico idonei all'acquisto nell'ambito del PEPP varia da 70 giorni fino a un massimo di 30 anni e 364 giorni.

Inoltre, per l'acquisto di titoli del settore pubblico nell'ambito del PEPP il benchmark di riferimento è, come per l'APP, la regola della capital key delle banche centrali nazionali. Allo stesso tempo però è importante sottolineare come gli acquisti siano condotti in maniera flessibile sulla base delle condizioni di mercato e con un'ampia visione in modo da poter prevenire un inasprimento delle condizioni di finanziamento, evento che rallenterebbe l'obiettivo di contrastare l'impatto della

pandemia sul percorso previsto per mantenere l'inflazione al livello del 2% nel medio termine. Proprio questa flessibilità degli acquisti nel tempo tra classi di attività e tra giurisdizioni diverse è garanzia che la trasmissione della politica monetaria avvenga in maniera compiuta e regolare.

A questo punto risulta essere rilevante e determinante il cambiamento di paradigma che l'Europa ha, faticosamente, portato avanti.

Difatti non c'è un termine ultimo per la fine del programma, quanto piuttosto il consiglio direttivo terminerà gli acquisti di attività nette nell'ambito del PEPP una volta ritenuta terminata la fase di maggior crisi nell'ambito del COVID, in ogni caso comunque non prima della fine del Marzo 2022. Inoltre, i pagamenti del capitale in scadenza dei titoli acquisiti nell'ambito del PEPP saranno reinvestiti almeno fino alla fine del 2023. Ad ogni modo il portafoglio in seno al PEPP sarà gestito in maniera da poter garantire le misure di politica monetaria stabilite. I titoli sottostanti al PEPP sono resi disponibili per il prestito di titoli per sostenere la liquidità di mercato e la disponibilità di garanzie sul mercato stesso.

Brevemente, di seguito, riassumo la partecipazione al programma al mese di Maggio 2021:

EUR mil.	1,034,132
Date	7 Maggio 2021

Figura 1.8

Fonte: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>

Di seguito elenco le classi di titoli acquistabili nell'ambito del PEPP:

- Bond governativi, compresi i titoli greci i quali non hanno certamente un investment grade elevato. In questi termini si capisce la portata rivoluzionaria che questo programma può avere sulle sorti dell'Europa del futuro. Come già sottolineato la BCE, in questo caso, ha derogato ad una regola ferrea facendo fede al principio della solidarietà e comprendendo la straordinarietà del periodo
- Obbligazioni societarie
- Obbligazioni garantite
- Titoli garantiti da attività
- Commercial paper compresi quelli di istituti non finanziari

Dall'elenco di titoli acquistabili nel programma si evince fin da subito come il programma sia caratterizzata da un'ampia flessibilità come spiegato sopra.

Inoltre, analizzando le caratteristiche del programma stesso possiamo dire quanto segue. La durata è da considerarsi indefinita con la scadenza prorogabile finché la crisi pandemica non venga definitivamente risolta, mentre la dimensione voluta di circa 750 miliardi, inizialmente stanziata, è stata successivamente incrementata in due periodi differenti fino ad arrivare ad un totale di 1,850 miliardi. È altresì possibile tracciare due differenze fondamentali con l'APP:

- A differenza dell'APP non è presente un calendario di acquisti, neppure quelli mensili. È lasciata, in questo campo, ampia flessibilità proprio per far sì che gli obiettivi prefissati vengano raggiunti
- La scadenza residua dei titoli varia da 70 giorni a 30 anni e 364 giorni, diversamente dall'APP

Passando agli obiettivi del PEPP, come risulta dal sito BCE, si possono sicuramente indicare i seguenti:

- I. Garantire la stabilità finanziaria della zona euro
- II. Contenere i costi di rifinanziamento del debito pubblico degli stati tenendo sotto controllo i rendimenti dei bond sovrani
- III. Mantenere liquidi intere nicchie di mercato, per esempio corporate bond o bond societari o commercial paper, che normalmente funzionano da sé in un clima completamente diverso
- IV. Facilitare l'erogazione del credito a imprese e famiglie in difficoltà andando a ripulire la parte dell'attivo del loro stato patrimoniale da tutti quella serie di impieghi che al momento attuale sono difficilmente cedibili se non ad un compratore speciale come la BCE.

Quindi si può dire che praticamente la BCE abbia ampia libertà di operato? Certamente sì, come ribadito più volte da Christine Lagarde, attuale presidente dell'istituto, in maniera formale tramite una nota del consiglio direttivo che, testualmente, cita:

“Il Consiglio direttivo farà tutto ciò che sarà necessario nell'ambito del proprio mandato. Il Consiglio Direttivo è assolutamente pronto a incrementare l'entità dei programmi di acquisto di attività e ad adeguarne la composizione, nella misura necessaria e finché le circostanze lo richiederanno. Esplorerà tutte le opzioni e tutti gli scenari per sostenere l'economia per l'intera durata di questo shock.”

Cade, inoltre, un limite tecnico. In precedenza, la BCE poteva acquistare per ogni emissione un limite di 33 centesimi per ogni euro. Mentre ora non risulta essere più così. Rimosso inoltre anche il tetto di acquisto fissato al 50% dei bond sovrnazionali.

La reazione del mercato al nuovo programma proposto è stata sicuramente positiva. Facendo infatti riferimento allo spread btp-bund tra titoli di stato italiani e tedeschi, dopo un picco di 300 punti differenziali in occasione dello scoppio della pandemia e all'immobilità nelle reazioni, successivamente alla misura della BCE è tornato sotto controllo.

Inoltre, facendo riferimento al sito della BCE si vede come nell'ambito del programma le condizioni di finanziamento vengono definite da una parte olistiche e dall'altra multiformi. Cerco di spiegare meglio.

Approccio olistico nel senso di andare ad assumere una prospettiva che va a coprire l'intera catena di trasmissione da monte a valle. I tassi di interesse a monte rispondono efficacemente agli acquisti del PEPP e influenzano così le condizioni di finanziamento a valle per imprese e famiglie, rendendole più agevoli. Un approccio multiforme significa invece andare a valutare ogni indicatore a sé stante volta per volta piuttosto che prendere decisioni su misure pre-fatte e già composite. In poche parole, si tratta quindi di applicare il concetto della flessibilità che permette di rilevare tempestivamente criticità di segmenti specifici del mercato e reagire di conseguenza.

Ancora, per valutare se le condizioni di finanziamento siano favorevoli o meno, si effettua un test che valuta le condizioni di finanziamento prevalenti in quel momento rispetto alle prospettive economiche di inflazione dell'area euro. Il test è di tipo incrementale, ovvero si valutano i fattori trainanti e l'entità del cambiamento nelle condizioni di finanziamento dall'ultima valutazione fatta e si misura tale impatto. Tutto ciò sempre nell'ottica del contrasto dell'impatto al ribasso della pandemia sul percorso dell'inflazione. Allo stesso tempo la BCE si mantiene la possibilità di adeguare il ritmo degli acquisti in qualsiasi momento in risposta a cambiamenti nelle condizioni di mercato.

Facendo seguito al mutamento del contesto globale si sono rivalutate le condizioni di finanziamento rispetto alle ultime proiezioni macroeconomiche. Gli indicatori a valle sono rimasti stabili (tassi sui prestiti bancari), mentre quelli a monte sono aumentati in modo tangibile. Il tasso swap sugli indici overnight dell'area euro a 10 anni il rendimento sovrano a 10 anni ponderato in base al PIL sono entrambi aumentati di circa 30 punti base mostrando così una prospettiva di ripresa economica più forte. Per quanto riguarda l'inflazione nonostante sia aumentata all'inizio dell'anno e si preveda che aumenti ulteriormente per il 2021, essa aumenterà però solamente in maniera moderata nei prossimi anni in quanto la debolezza causata dalla pandemia continuerà a pesare sui prezzi dell'area euro per un lungo periodo di tempo.

1.5.Pandemic Emergency Purchase Programme: considerazioni ad un anno di distanza

Riprendendo le parole della presidente della BCE Christine Lagarde possiamo cercare di tracciare un bilancio ad un anno dal momento in cui il programma fu lanciato cercando di capire punti di forza e criticità del programma stesso.

Lagarde sottolinea come dal momento in cui il programma è stato lanciato, esso ha fornito un supporto cruciale alla area dell'euro in tempi sicuramente difficili. Il programma ha infatti stabilizzato i mercati finanziari evitando la turbolenza del mercato nella primavera dello scorso anno assicurando che le condizioni finanziarie rimanessero favorevoli.

Tutto ciò aiutò a sostenere il consumo, permettendo inoltre alle imprese di rimanere nei loro business e ai governi di intraprendere le misure fiscali necessarie per il superamento della fase di stallo. Il programma fu lanciato il 18 Marzo del 2020 con uno stanziamento iniziale di 750 miliardi, stanziamento temporaneo e proporzionato in misura all'emergenza che non aveva precedenti nella storia recente. Il rapido sviluppo del COVID e le difficili misure di contenimento hanno fatto sì che si verificasse uno shock economico dove gran parte della vita pubblica si è sfortunatamente fermata. Riferendosi alle condizioni del mercato finanziario la presidente della BCE ha osservato come le condizioni del mercato deteriorassero rapidamente e dal momento in cui la liquidità scarseggiava gli investitori hanno così cercato una sicurezza perduta in asset meno rischiosi provocando una frammentazione vistosa nell'area euro.

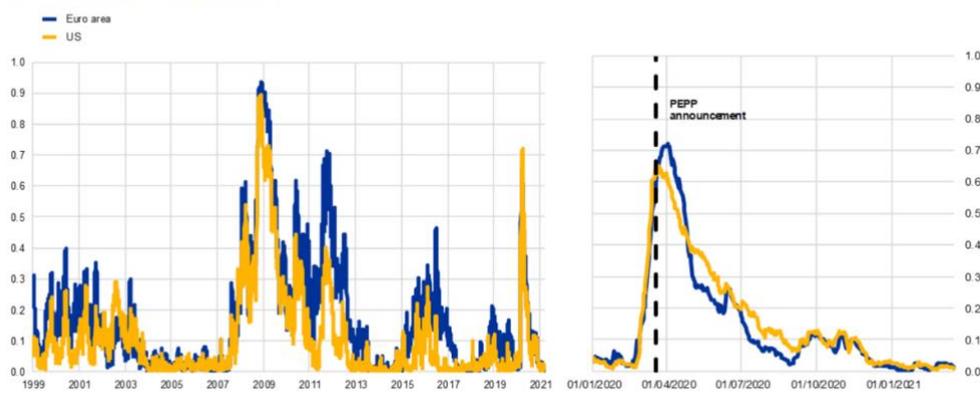
Ora è chiaro come la pandemia abbia colpito in maniera non equa i singoli paesi, proprio per questo vi è stato bisogno di una risposta asimmetrica considerando i problemi specifici subiti da ogni paese. Dai grafici che fanno riferimento ad un anno fa, infatti, è possibile osservare come i prezzi delle azioni siano scesi di quasi il 40% e i rendimenti delle obbligazioni sovrane aumentate nella stragrande maggioranza dei paesi. Tutto ciò fa comprendere come si stia vivendo un periodo da molti definito il più duro dall'ultima crisi finanziaria globale risalente al 2008.

Un pericoloso loop macro-finanziario ha minacciato il buon funzionamento della trasmissione regolare della politica monetaria della BCE mettendo così a repentaglio il buon fine del mandato della stabilità dei prezzi in seno alla BCE.

Dal grafico qui sotto si vede, grazie a degli indicatori di stress, come i segmenti di mercato abbiano all'epoca riflesso la gravità della situazione.

Composite indicator of systemic stress for the euro area and the United States

(0 = no stress, 1 = high stress)



Source: Working Paper Series, No 1426, ECB.

Figura 1.9

Fonte: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2021/html/ecb.blog210322~7ae5eca0ee.en.html>

Lagarde osservò inoltre come all'annuncio del programma le condizioni di mercato si stabilizzassero addirittura prima che la Banca Centrale Europea comprasse un solo singolo bond. Difatti l'impegno della BCE e dell'Europa tutta ad intraprendere qualsiasi via necessaria, nei limiti contenuti nel loro mandato, per sostenere l'area euro fu apprezzato ed assorbito rapidamente dai mercati fin dal primo giorno che il programma stesso fu annunciato.

Mi permetto in questa sera di fare una considerazione ulteriore, tutto ciò avvenne successivamente ad una prima dichiarazione della presidente della BCE in cui sembrava non aver capito la portata dell'evento. L'Italia fu la prima ad essere colpita dal coronavirus in Europa ed in un primo momento la reazione degli istituti sovranazionali sembrò essere inadeguata, in un'intervista del 12 Marzo Lagarde disse quanto segue: "Non siamo qui per ridurre gli spread, non è compito nostro".

Il presidente Mattarella rispose subito che dagli alleati si aspettava una maggiore solidarietà e non di certo questi ostacoli. Quanto appena descritto si può decisamente riassumere come un disastro comunicativo della presidente della BCE che provocò una perdita in listino a Milano di circa il 17% in una singola giornata e lo spread Btp-Bund, che aveva aperto a 205, chiuse a 262.

Da quel momento però la storia ha preso un verso opposto. Difatti si capì la portata stravolgente dell'evento e si misero in campo tutte le misure necessarie per contrastare e prevenire ulteriori danni. Sempre a distanza di un anno dal lancio del programma, Lagarde osserva come, la flessibilità rimane la caratteristica più preziosa del programma ed è difatti la flessibilità stessa che sottintende l'impegno così esoso della BCE.

Infatti, si è potuto variare nell'acquisto di classi di attività, non vi era una scadenza prefissata e si evitarono così rischi per la trasmissione della politica monetaria.

Nei primi mesi del programma, quando gli investitori privati avevano una propensione al rischio molto bassa, la Banca Centrale Europea ha anticipato gli acquisti per cercare di ripristinare le condizioni di liquidità ordinarie assorbendo attività ad un ritmo superiore ai 100 miliardi di euro mensili e mantenendo al tempo stesso gli acquisti nell'ambito del programma dell'APP. Quest'ultimo fu addirittura intensificato con una dotazione aggiuntiva di 120 miliardi di euro. Ulteriore merito alla politica assunta deriva dal fatto che gli acquisti si siano distribuiti in tutta l'area euro in modo da ridurre le disparità e al tempo stesso garantire a tutti i paesi un beneficio derivante dalla risposta immediata della Banca Centrale.

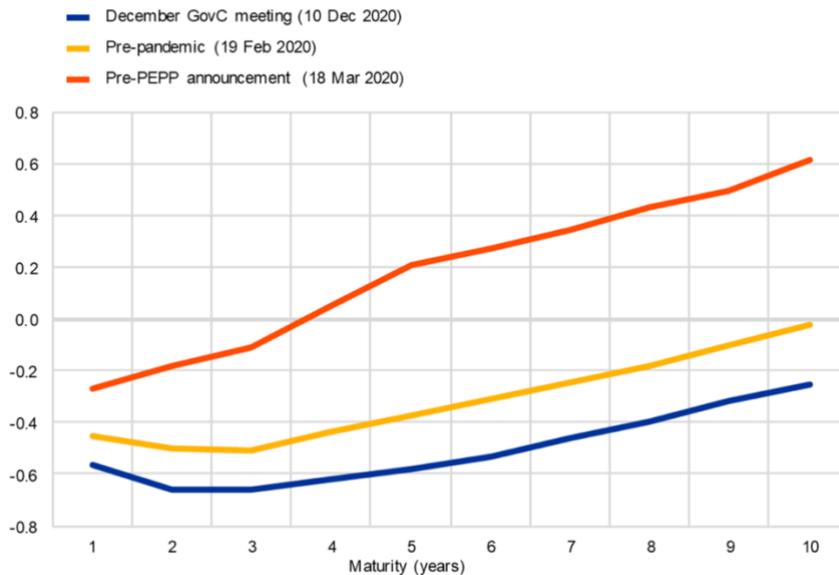
La Banca Centrale Europea ha inoltre trovato nelle banche un alleato cruciale per garantire la trasmissione della politica monetaria. Di fatti tramite il TLTRO (targeted longer term refinancing operations) e grazie anche a standard di garanzie collaterali più semplici, si sono forniti importanti incentivi alle banche per far sì che mantenessero i prestiti all'economia reale durante la crisi. Sotto questo programma la BCE ha fornito più di 2 trilioni di euro alle imprese, in particolare medie e piccole a dei tassi molto favorevoli, mai visti in precedenza.

Quindi ora si può comprendere come il primo obiettivo del PEPP sia stato raggiunto. È stata portata una nuova stabilità. Così, in ottica di scenari futuri, si può passare dalla modalità di emergenza ad un'ulteriore funzione, ovvero fornire un adeguato supporto all'orientamento di politica monetaria. La pressione sui prezzi si era indebolita a causa della scarsa domanda, l'inflazione si stava rapidamente avvicinando al tasso negativo e si prevedeva debole per un periodo lungo. Era quindi necessario un ulteriore supporto garantito dal PEPP, necessario a compensare lo spostamento verso il basso dell'inflazione. A questo proposito, nel giugno scorso, si ampliò la dotazione di altri 600 miliardi di euro. La BCE annunciò inoltre che gli acquisti sarebbero durati almeno un altro anno. Considerando il fatto che la pandemia tardasse a mostrarsi debole allora erano necessari altri passi in avanti, difatti le stime dell'Eurozona indicavano un'inflazione ancor più bassa di quella precedentemente aspettata.

In questo grafico si può osservare come la curva dei rendimenti sovrani dell'area euro era negativa e i livelli precisi erano molto lontani. La dispersione dei rendimenti sovrani a lungo termine dei paesi dell'euro aveva raggiunto un minimo e i tassi sui prestiti bancari erano vicinissimi ai minimi storici.

Euro area GDP-weighted sovereign yield curve

(percentages per annum)



Source: Refinitiv and ECB calculations.

Figura 1.10

Fonte: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2021/html/ecb.blog210322~7ae5eca0ee.en.html>

Risulta ora chiaro come fosse necessario che il consiglio direttivo si impegnasse a preservare condizioni di finanziamento favorevoli per tutta la durata del tempo necessaria e seguendo e prevedendo i cambiamenti repentini del mercato in reazione alla crisi.

È proprio questo impegno ad utilizzare il PEPP per preservare condizioni di finanziamento favorevoli che ci fa soffermare su due ulteriori aspetti. Infatti, se le condizioni di finanziamento si possono mantenere favorevoli, la BCE può acquistare di meno, mentre si dovrà acquistare di più quando vi sarà un inasprimento delle condizioni di finanziamento incoerente con il contrastare l'impatto al ribasso della pandemia sul percorso previsto dell'inflazione. In questo contesto nel dicembre scorso il consiglio direttivo ha ampliato di ulteriori 500 miliardi di euro il PEPP arrivando ad una cifra del 15% del PIL pre-pandemico della area euro. La promessa della Banca Centrale di andare a mantenere le attività nette almeno fino al Marzo 2022 ha altresì rafforzato della fiducia degli investitori.

Quindi, volendo infine tracciare un bilancio sugli effetti della politica intrapresa dalla Banca Centrale si può dire che il consiglio direttivo è stato dapprima incauto e poi risoluto a mantenere il suo impegno nel sostenere la zona euro durante questa crisi da considerarsi come un evento straordinario e inatteso. Il fulcro della risposta è stato il PEPP e proprio come il contesto finanziario e la pandemia si sono evoluti nel tempo, altrettanto ha fatto il PEPP, grazie soprattutto alla sua flessibilità. Possiamo quindi affermare che senza il piano pandemico di emergenza la zona euro avrebbe sicuramente vissuto una crisi economica più grave e dalle conseguenze più che devastanti.

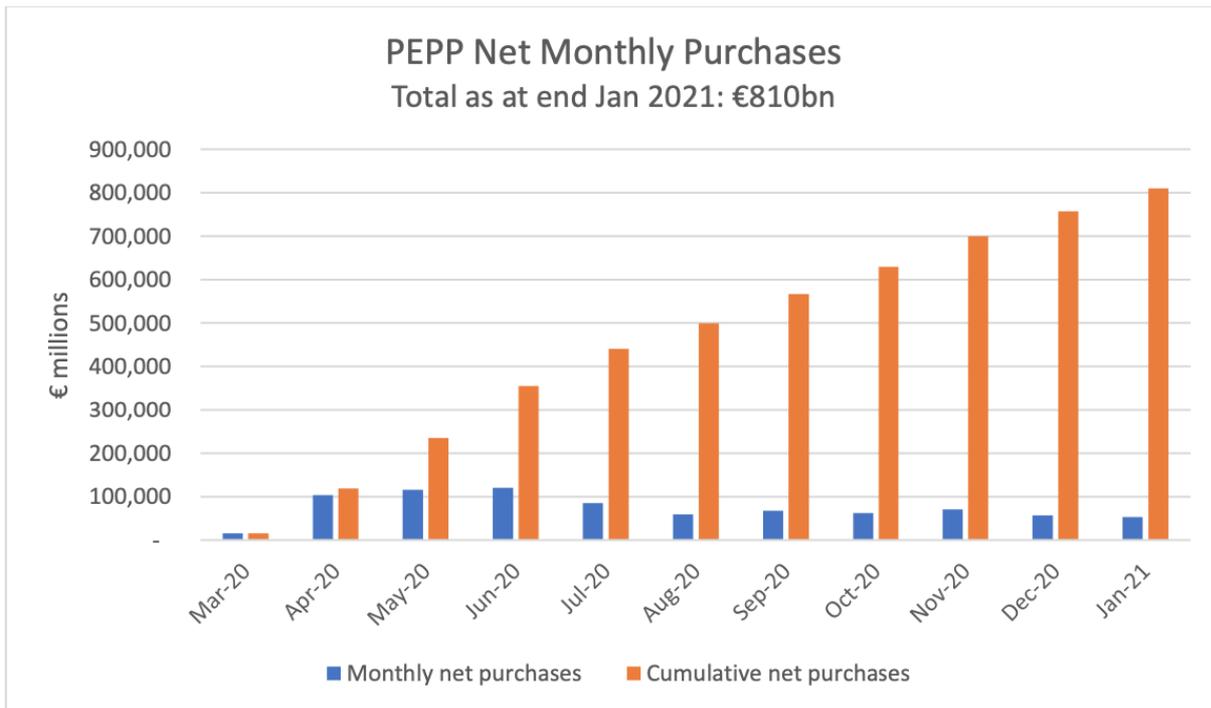


Figura 1.11: osserviamo gli acquisti netti effettuati nell'ambito del programma

Fonte: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2021/html/ecb.blog210322~7ae5eca0ee.en.html>

Capitolo 2- Analisi del portafoglio della BCE, suo impatto sulle emissioni globali e cenni sulla finanza sostenibile

Nel capitolo precedente è stato tracciato un quadro generale riguardante i due programmi voluti dalla BCE ed oggetto di questo lavoro di tesi. Si vuole ora analizzare la composizione del loro portafoglio e indagare la loro incidenza sulle emissioni globali. Non ci soffermeremo solamente sui due programmi ma amplieremo il raggio d'azione su tutti i programmi dell'agenda della BCE. Cercheremo inoltre di fornire gli strumenti necessari per poter comprendere come un portafoglio possa realmente incidere sulle emissioni globali. Forniremo quindi definizioni di emissioni (ad esempio scope-1 etc..) e green bond.

Recentemente si sono susseguiti diversi dibattiti sul ruolo delle Banche Centrali nel mitigare ed invertire il cambiamento climatico tramite i loro investimenti o comunque almeno sull'aumento della consapevolezza dell'impatto dei loro portafogli sull'ambiente. I più sostengono che la BCE debba assumere delle politiche attive per contrastare l'impatto ambientale dovuto alle sue politiche di acquisto di obbligazioni, tra le quali, per esempio, escludere industrie con un impatto ambientale negativo ed orientare il suo portafoglio verso investimenti c.d. verdi.

Così facendo la BCE riequilibrerebbe il suo portafoglio correggendo la sua attuale tendenza a favorire le industrie c.d. inquinanti. In questo contesto è lecito domandarsi se sia necessario o meno cambiare il mandato della BCE per far sì che vengano compresi anche obiettivi maggiormente verdi. In seguito all'adozione dell'accordo di Parigi, il Green Deal europeo stabilisce l'obiettivo di rendere l'Europa il primo continente a impatto zero sul clima entro il 2050. Il settore finanziario dovrebbe giocare un ruolo chiave in questo senso, come sancito dal piano d'azione della Commissione sul finanziamento della crescita sostenibile.

2.1. Impegni BCE al contrasto al cambiamento climatico, azioni da intraprendere e Green Agenda

La presidente della BCE, Christine Lagarde, ha aperto la porta all'utilizzo dello schema di acquisto di asset da 2,8 miliardi di euro per permettere di perseguire obiettivi verdi, promettendo altresì di esaminare anche le modifiche a tutte le operazioni già in corso proprio per andare ad assicurare un cambiamento di atteggiamento nei confronti della lotta al cambiamento climatico.

È la prima volta che la BCE si impegna ad esaminare modifiche più verdi a tutte le operazioni dell'istituto fin lì svolte. Testualmente: “Voglio esplorare ogni strada disponibile per combattere il cambiamento climatico”. Il cambiamento sarebbe sicuramente di portata storica in quanto renderebbe

la BCE la prima banca centrale ad utilizzare un programma di acquisto di obbligazioni di punta (flagship) per perseguire obiettivi relativi al cambiamento climatico. La presidente ha inoltre aggiunto: "La BCE deve guardare tutte le linee di business e le operazioni in cui siamo impegnati per affrontare il cambiamento climatico, perché alla fine della giornata, il denaro parla".

Quanto appena citato va a sottolineare come l'etica si stia accompagnando ai rendimenti nelle valutazioni di portafogli profittevoli. Quindi, nei prossimi anni, osserveremo sicuramente un abbandono dei brown bond, emessi da azienda fortemente produttrici di carbonio, a favore di un aumento dei green bond, quelli emessi dalle aziende virtuose nella lotta al cambiamento climatico. È ora lecito domandarsi se in qualche modo la pandemia possa aver influito su questo pattern fortemente voluto dalla numero 1 a Francoforte. Anche in questo campo la risposta è stata netta. La presidente ha fatto capire che coloro che sarebbero tentati dall'utilizzare questa scusa finirebbero per pentirsene. Risuona quindi ancora più forte l'impegno della BCE a tal riguardo. Non è certamente un dibattito che riguarda solamente il nostro continente in quanto anche Andrew Bailey, governatore della Bank of England, ha lasciato intendere che avrebbe sicuramente esaminato l'impatto ambientale degli acquisti condotti in seno al piano di ripresa pandemico. Mentre, la Federal Reserve è per ora rimasta ai margini del dibattito. Allora, dato l'impegno delle banche centrali nazionali, l'intero modello di business dovrà necessariamente essere rivisto.

Tecnicamente, dal sito della BCE è possibile evincere le seguenti descrizioni riguardo i bond. Nello specifico i green bond sono quelli "destinati a finanziare progetti di investimento con un beneficio ambientale", in opposizione alle obbligazioni legate alle industrie ad alta intensità di carbonio o ad altri settori "marroni" che contribuiscono al riscaldamento globale e le cui obbligazioni sono chiamate brown bond.

Le azioni fortemente volute dalla BCE fanno parte di una strategia più ampia voluta da Lagarde e a cui alcuni critici hanno mosso delle perplessità. Quest'ultimi sostengono che la responsabilità dovrebbe ricadere sui governi centrali e non sulle banche centrali che hanno strumenti limitati a loro disposizione. La risposta della presidente è stata che "Il cambiamento climatico appartiene al mandato della BCE perché potrebbe influenzare l'inflazione e ostacolare il flusso di credito all'economia".

Ad ogni modo, dal 2015 ad oggi, la BCE ha speso quasi 3 trilioni di euro per raccogliere titoli di stato e obbligazioni per incoraggiare la spesa e gli investimenti nella speranza di guidare la crescita e contenere l'inflazione. Nel portafoglio le obbligazioni verdi hanno rappresentato solo una frazione degli acquisti fino ad oggi. Nel 2018, la BCE deteneva il 24% delle obbligazioni verdi del settore pubblico ammissibili emesse nella regione dell'euro e quasi il 20% delle obbligazioni societarie verdi. Ma il mercato sta crescendo rapidamente e attori certamente più grandi hanno promesso che daranno

il loro contributo. Per esempio, il governo tedesco ha emesso il suo primo bond verde a settembre per finanziare progetti ambientali.

Il cambiamento climatico sarà quindi la chiave di volta verso una svolta per una politica monetaria più verde. Si è infatti creato un piccolo team per impostare l'agenda del futuro su argomenti legati al clima e coadiuvare gli impegni della BCE per aiutare la transazione ecologica. La BCE investirà inoltre anche nei fondi di obbligazioni verdi della Banca dei Regolamenti Internazionali (Bank for International Settlement) che investe nella produzione di energia rinnovabile, nell'efficienza energetica e in altri progetti ecologici, e ha fatto sapere che prenderà in considerazione futuri investimenti in obbligazioni verdi.

La BCE si è impegnata ad abbandonare la sua posizione antiquata di neutralità del mercato e, con l'aiuto della Commissione, ha lavorato per mettere insieme una definizione di finanza verde definendo in maniera chiara le attività economiche maggiormente inquinanti. Ha annunciato altresì che investirà alcuni dei suoi fondi, che ammontano a 20,8 miliardi di euro e comprendono il capitale pagato dai paesi della zona euro, le riserve e gli accantonamenti, in un fondo di obbligazioni verdi gestito dalla Banca per i Regolamenti Internazionali. Questo sprint è dovuto anche alle dichiarazioni rilasciate dal presidente della Banca Europea per gli investimenti, Werner Hoyer, che ha affermato "che l'Europa deve riconoscere che il suo futuro non è più con i combustibili fossili" e ha riconosciuto il successo delle obbligazioni verdi.

Specificatamente la BCE, finora, ha acquistato obbligazioni societarie sulla base dei loro importi in circolazione, ma Lagarde ha affermato che la banca potrebbe dover considerare un approccio più attivo per correggere l'incapacità del mercato di valutare il rischio climatico.

Ora che è stato delineato un ampio quadro e sono stati forniti gli strumenti per la valutazione dell'impatto ambientale di un investimento, possiamo quindi all'analisi del comportamento della BCE cercando di porci delle domande e rispondere in maniera precisa e diretta per comprendere come la BCE possa realmente intraprendere il cambiamento climatico.

I. Può la BCE combattere contro il cambiamento climatico?

Certamente, eliminando gradualmente gli asset investiti nei combustibili fossili (che creano emissioni di carbonio e rallentano il percorso europeo di carbon neutrality entro il 2050) e preferendogli i green bond. Chiaramente, la quantità di assets facenti riferimento al carbonio non può variare da un giorno all'altro, ma deve essere intrapresa una transazione graduale.

Come già sottolineato, questa spinta a combattere il cambiamento climatico fa parte di una strategia di revisione più ampia dove si vuole porre l'accento su questo tema, credendo che "Il cambiamento

climatico è in realtà una minaccia alla stabilità finanziaria” e che quindi la BCE deve mettere in campo tutti gli strumenti a sua disposizione.

II. Può la BCE comprare i green bond emessi dalla BEI (banca europea degli investimenti)?
Come?

Sì ma sul mercato secondario. Lo sta già facendo, anche se non si parla di cifre ingenti. Alla fine del 2018 la BCE deteneva 18 miliardi di euro in green bond aziendali e pubblici. Risulta chiaro come le quantità di obbligazioni acquisite siano relativamente poche se paragonate ai 2600 miliardi di euro investiti in obbligazioni governative dal 2015 nell’ambito dell’APP. Ora l’azione deve essere accelerata anche dai governi nazionali che hanno la prerogativa di chiedere e pretendere più investimenti della BCE in obbligazioni verdi della BEI. Specificatamente la BCE compra sul mercato secondario, per esempio tramite i fondi pensione. Tutto ciò incontra gli interessi di tutte le parti in gioco in quanto gli acquisti della BCE spingono verso l’alto i prezzi delle obbligazioni (grazie all’aumento della domanda) così i fondi pensione vendono le loro obbligazioni per più di quanto hanno pagato alla BEI. Allo stesso tempo, i prezzi più alti delle obbligazioni fanno scendere i rendimenti, così la BEI, che deve ancora pagare i tassi d’interesse sulle obbligazioni, ne paga di meno. Da quando la BCE ha iniziato l’APP nel 2015, i tassi d’interesse sulle obbligazioni della BEI sono scesi dal 3% all’1%.

Questo significa che i progetti finanziati dalla BEI stanno ottenendo capitale più facilmente e che qualche passo verso la giusta direzione si sta facendo.

III. Perché la BCE dovrebbe comprare i green bond?

Prima di tutto ottiene un buon ritorno di immagine, soprattutto da quando la BEI si è fortemente impegnata ad eliminare asset di combustibili fossili nel suo portafoglio. Inoltre, un investimento di questo tipo è anche finanziariamente attraente. La BCE può comprare il 50% di tutte le obbligazioni emesse dalla BEI, rispetto al solo 33% dei titoli di stato (in periodi normali, giusto sottolinearlo perché ad esempio ora questo limite è venuto meno). In più, le obbligazioni emesse dalla banca dell’UE sono della più alta qualità di credito. La BEI è valutata AAA da Moody's, Standard and Poor's e Fitch (tre agenzie di rating molto rilevanti che orientano il mercato).

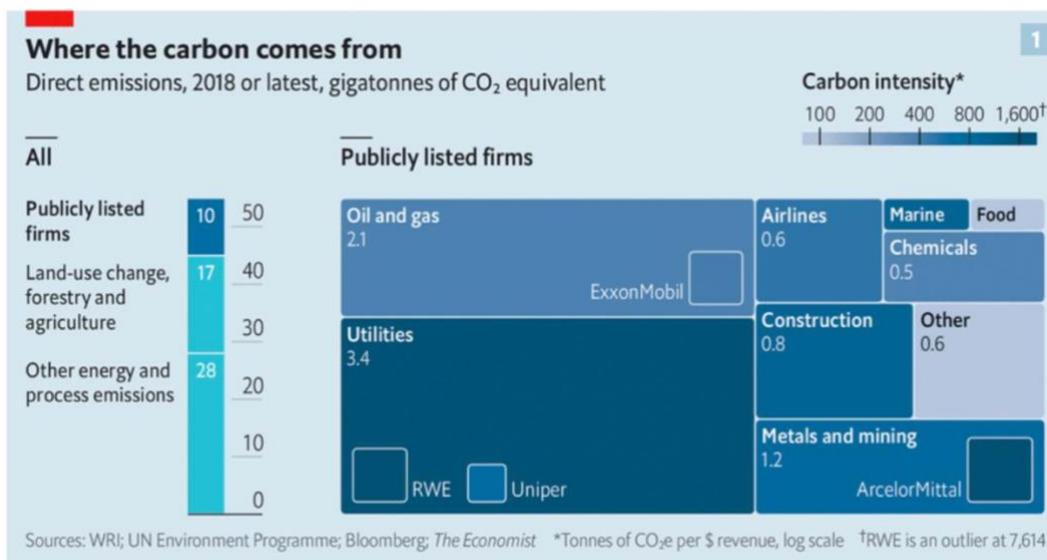
Christine Lagarde ha detto: *“La soglia alla quale (la BCE) può sottoscrivere quei green bond non è il 33% che si applica alle altre emissioni di obbligazioni, ma il 50%. Quindi permette (alla BCE) di sovrascrivere rispetto ad altre sottoscrizioni di obbligazioni. E penso che sia un bene”*

IV. Perché siamo ancora fermi a cifre così basse?

La conclusione alla quale sono giunto è che vi sia un freno imposto dallo Bundesbank. Non vorrei in questa sede aprire temi spinosi di politica estera, mi limito però a riportare le parole dei suoi rappresentanti a Bruxelles.

Isabel Schnabel, entrata in BCE dal 1° gennaio in quanto membro tedesco, ha dichiarato: “Troverei piuttosto problematico se la BCE dovesse favorire le obbligazioni verdi come parte dei suoi programmi di acquisto di obbligazioni”. Quest’ultima si è anche opposta a dare alle attività green un trattamento preferenziale quando sono accettate come garanzia per i prestiti della BCE o quando si stabiliscono i pesi di rischio per le banche, sostenendo che possono destabilizzare tutto il sistema finanziario. Anche il capo delle banche tedesche, Jens Weidman ha detto: “Spetta ai governi e non alla BCE combattere il cambiamento climatico”.

Ad ogni modo, dall’inizio del 2020 l’orientamento di quest’ultimo sembra essere cambiato: “Il cambiamento climatico e la politica climatica possono avere effetti economici che sono importanti per mantenere la stabilità dei prezzi. Questo deve essere preso in considerazione nella politica monetaria” ha detto. Ecco così che se anche la Germania inizia davvero a credere nel potere di coordinamento a livello sovranazionale per combattere il cambiamento climatico, allora si può davvero sperare in un rapido cambio di politiche.



The Economist

Figura 2.1: Qui sopra sono illustrati i settori a maggior impatto ambientale. Si può quindi evincere su quali segmenti di mercato dovrebbe concentrarsi la BCE applicando una strategia di positive screening e selezionando quei settori virtuosi. I dati fanno riferimento al 2018.

Fonte: The Economist

2.2.Strumenti di analisi per finanza sostenibile

Definiamo ora cosa un rischio climatico e ambientale sono in relazione ad un investimento sostenibile. Il cambiamento climatico e il degrado ambientale sono fonti di cambiamento strutturale che influenzano l'attività economica e, a sua volta, il sistema finanziario. I rischi climatici e ambientali sono comunemente intesi come due principali fattori di rischio:

- **Rischio fisico:** si riferisce all'impatto finanziario di un clima che cambia, compresi eventi meteorologici estremi più frequenti e cambiamenti gradualmente del clima, così come del degrado ambientale, come l'inquinamento di aria, acqua e terra, lo stress idrico, la perdita di biodiversità e la deforestazione.

Allora, quando si materializzano i rischi fisici si possono erodere significativamente i valori delle garanzie e delle attività. Risulta chiaro come, con l'avanzare del cambiamento climatico, aumenta il rischio di perdite di valore improvvise in aree geografiche sensibili al rischio climatico; questo può portare all'erosione del valore delle garanzie e degli attivi per un gran numero di istituzioni finanziarie. Il grafico sottostante (sinistra) mostra come la quota di perdite in seguito a catastrofi legate al clima è aumentata costantemente fino a rappresentare oltre l'80% delle perdite derivanti da catastrofi nel 2018. La tendenza al rialzo è accompagnata da una maggior frequenza di eventi accidentali legati al meteo, il cui numero ha raggiunto un record nel 2018 (destra).

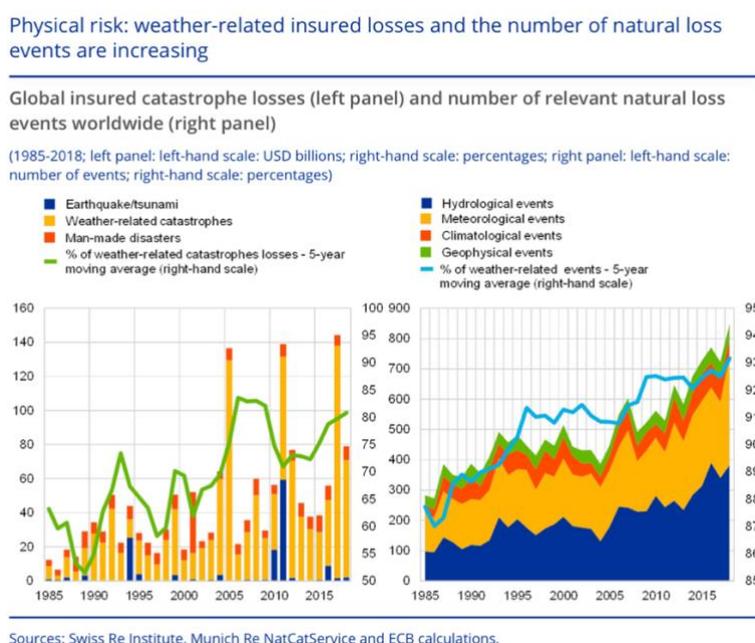


Figura2.2

Fonte:https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/special/html/ecb.fsrart201905_1~47cf778cc1.en.html

- **Rischio di transizione:** si riferisce alla perdita finanziaria di un'istituzione che può derivare, direttamente o indirettamente, dal processo di adattamento verso un'economia a basse emissioni di carbonio e più sostenibile dal punto di vista ambientale. Questo potrebbe essere innescato, per esempio, da un'adozione relativamente brusca di politiche climatiche e ambientali, dal progresso tecnologico o da cambiamenti nel sentimento e nelle preferenze del mercato.

Mentre, qui sotto nel grafico di sinistra è possibile vedere un quadro generale delle esposizioni delle banche dell'area dell'euro e del contributo dei vari settori alle emissioni di carbonio, a destra l'evoluzione degli investimenti di portafoglio mostra che negli ultimi anni i fondi di investimento e pensionistici hanno ridotto le loro esposizioni relative ai titoli emessi dai settori rilevanti per la politica climatica. Al contrario, le banche e le assicurazioni hanno mantenuto le loro esposizioni relativamente costanti.

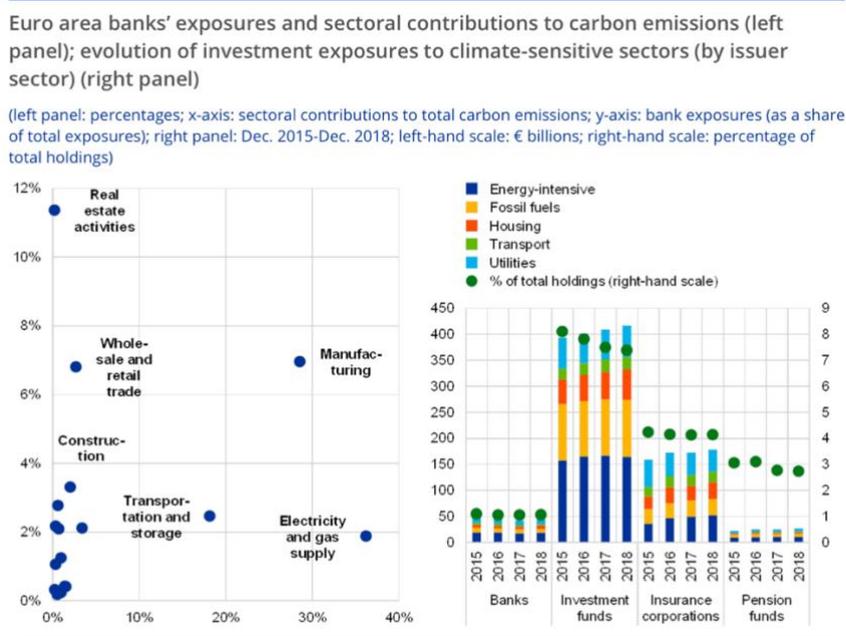


Figura2.3,

Fonte:https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/special/html/ecb.fsrart201905_1~47cf778cc1.en.html

Quindi, chiaramente, i fattori di rischio fisico e di transizione hanno un impatto sulle attività economiche, che a loro volta hanno un impatto sul sistema finanziario. Importante sottolineare come questo impatto possa avvenire direttamente, per esempio attraverso una minore redditività delle imprese o la svalutazione delle attività, o indirettamente, attraverso il sistema macro-finanziario. Altro aspetto interessante è che entrambi i rischi possono provocare ulteriori perdite, derivanti

direttamente o indirettamente da rivendicazioni legali (reputational risk). Conseguentemente il rischio fisico e di transazione sono vettori di altri tipi di rischi quali ad esempio, il rischio di credito, di mercato e di liquidità.

Perché stiamo osservando questo cambio di passo? In quanto le perdite potenziali derivanti dai rischi climatici e ambientali dipendono soprattutto dalla futura adozione di politiche climatiche e ambientali e dai cambiamenti nelle preferenze dei consumatori e da come il mercato reagisce. Sono ora i consumatori che con le loro nuove preferenze guidano il mercato. La BCE se ne è accorta e stando alle dichiarazioni della loro presidente faranno di tutto per accelerare la transazione ecologica e garantire all'Europa un futuro verde. La BCE ha identificato i rischi legati al clima come uno dei principali fattori di rischio per il sistema bancario della zona euro.

Prima di passare all'analisi di portafoglio degli investimenti effettuati dalla BCE vorrei soffermarmi su cosa significa nello specifico un green bond e perché si differenziano dai bond convenzionali.

Nello specifico, le obbligazioni verdi sono diverse dalle obbligazioni convenzionali per quanto riguarda l'utilizzo dei proventi, devono essere utilizzate esclusivamente per finanziare o rifinanziare progetti "verdi" che possono contribuire alla mitigazione del cambiamento climatico e dei danni ambientali. Si devono inoltre rispettare i GBP (Green Market Principles). Hanno inoltre un altro vantaggio, in quanto possono facilitare gli investitori istituzionali che sono spinti dai clienti a diventare sempre più "environmental conscious". Gli obbligazionisti verdi affrontano anche meno rischi; l'emittente deve pagare anche se il progetto fallisce. Gli emittenti in genere rivelano anche i dettagli dei progetti, come le loro dimensioni e la loro ubicazione. Queste informazioni sono altrimenti difficili da trovare.

È in questo quadro che la BCE ha dato una forte spinta ai suoi investimenti.

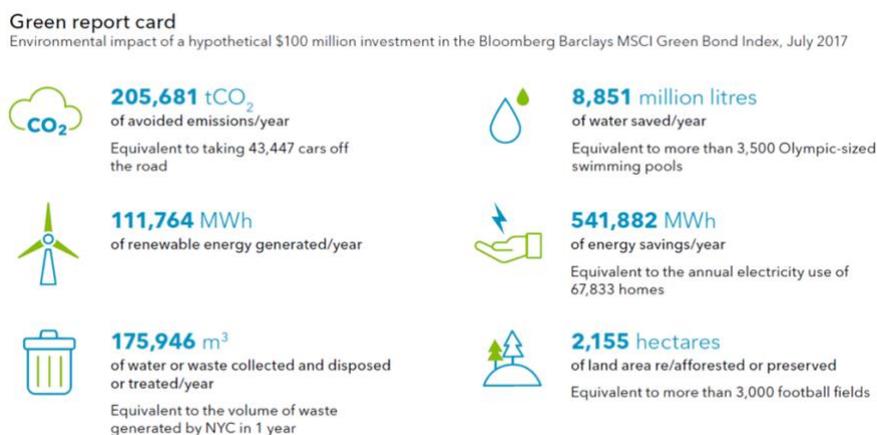


Figura 2.4: Impatto ambientale di un ipotetico investimento nel MSCI Green Bond Index. Riporto tale immagine solo per far comprendere come il settore finanziario possa in realtà essere attore protagonista della transazione ecologica e l'Europa fare da apripista.

Fonte: Bloomberg

Uno studio condotto nel 2015 ha stimato i potenziali danni finanziari del cambiamento climatico entro la fine del secolo tra i 4,2 trilioni e i 43 trilioni di US \$ e che il PIL potrebbe essere tagliato del 10%. Quindi gli sforzi da assumere per combattere il cambiamento climatico si stanno facendo sempre più urgenti, diversamente si prevedono conseguenze disastrose.

Nel grafico sottostante viene mostrato il sentiero da seguire per arrivare ad evitare queste conseguenze disastrose. La BCE ha un ruolo fondamentale in tutto questo e l'impatto ambientale dei suoi programmi di acquisto di asset deve necessariamente essere ridotto.

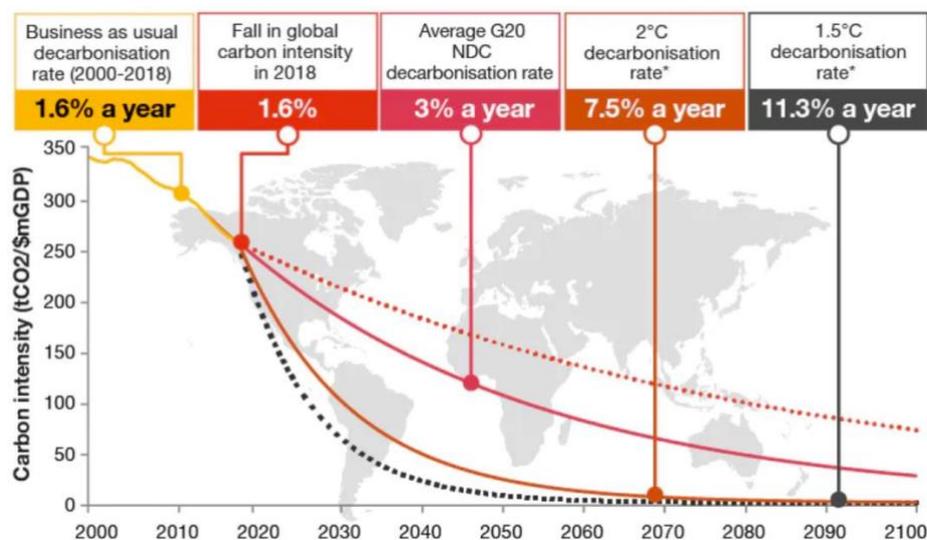


Figura 2.5

Riporto ora di seguito i tre differenti tipi di emissione di carbonio:

- Scope-1: Emissioni dirette da attività che un'azienda controlla, come la combustione di carburante in loco, il suo parco veicoli, l'aria condizionata etc...
- Scope-2: Emissioni indirette dall'energia acquistata e utilizzata
- Scope-3: Tutte le altre emissioni indirette provenienti da fonti che l'azienda non possiede o controlla. Include quindi le emissioni prodotte nella catena di approvvigionamento dell'azienda (a monte) e quelle derivanti dall'uso dei suoi prodotti (a valle).
- Emission savings: Quante emissioni l'azienda è in grado di evitare tramite la sua condotta virtuosa. Sono da considerarsi quindi emissioni "virtuali".

Alla fine, l'indicatore importante per valutare se quello specifico investimento abbia o meno recato danno all'ambiente è il seguente.

Carbon impact ratio of a company = Emission savings / Induced emissions

Abbiamo quindi sopra riportato una delle misure maggiormente diffuse per misurare la sostenibilità ecologica di un'azienda e quindi decidere se investirvi o meno. Infatti, a differenza di una semplice misura assoluta delle emissioni di carbonio, questo rapporto misura l'efficienza, relativa alle emissioni di carbonio di un'azienda. Allo stesso livello di attività economica e dimensioni, le aziende che usano tecnologie ed energia più innovative possono ottenere emissioni di carbonio più basse.

Nel grafico sottostante riporto un campione che si basa su circa 16.000 aziende quotate (più del 99% del market cap globale). Gli osservatori meno avvezzi potrebbero aspettarsi che le aziende con un'intensità di carbonio molto alta siano squalificate come emittenti di obbligazioni verdi. Invece, tuttavia, il grafico qui sotto mostra che per Scope 1 e Scope 1-2, una frazione maggiore di emittenti di green bond rispetto agli altri emittenti ha un'intensità di carbonio superiore a 100 tonnellate di CO₂ per milione di dollari di ricavi. Mentre per Scope 1-3, le aziende con la più alta intensità di carbonio hanno quote praticamente uguali di emittenti di green bond e altri. Ovvero, anche se le aziende emettono molti green bond questo non significa che non siano pesanti produttrici di emissioni di carbonio, anzi.

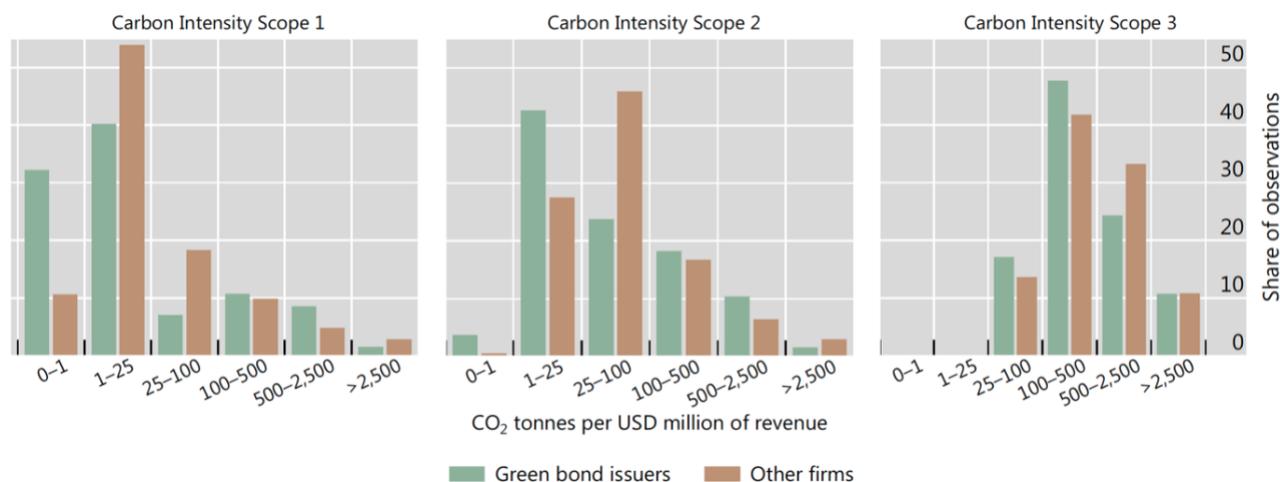


Figura 2.6: Viene qui mostrata la distribuzione delle emissioni di carbonio comparando aziende emittenti di green bond con altri

Fonte: <https://voxeu.org/article/green-bonds-and-carbon-emissions-exploring-case-rating-system-firm-level>

2.3. Analisi del portafoglio di investimenti della BCE in relazione al suo impatto ambientale

L'attuale politica della BCE, facendo fede ai report annualmente pubblicati, afferma che le esternalità ambientali (tra cui rientra il combattere il cambiamento climatico) sia meglio affrontarle tramite la tassazione, ma che c'è ancora un potenziale margine di manovra per la politica monetaria per agire in quel senso.

Infatti, la BCE lo sta già facendo. Ha acquistato obbligazioni verdi nell'ambito dei suoi programmi di acquisto di attività, pari al 3,5% del suo portafoglio come già sottolineato precedentemente (prima della pandemia). Il rapporto annuale della BCE del 2019 afferma testualmente: "tutte le autorità devono riflettere sulla risposta appropriata al cambiamento climatico e ai rischi correlati nella propria area di competenza".

Il problema è che le azioni condotte dalla BCE non sono "market neutral", in quanto per esempio le obbligazioni tipicamente acquisite nell'ambito dell'APP fanno riferimento ad imprese di grandi dimensioni che storicamente recano maggiore danno all'ambiente. Così, riguardo questo aspetto l'APP potrebbe essere stato un incentivo (implicito) alle industrie c.d. marroni.

Monika Piazzesi, professoressa di economia alla Stanford university, in un convegno dell'American Economic Association, ha presentato un lavoro che mostra come il portafoglio di obbligazioni della BCE abbia un eccesso di bond emessi da industrie altamente inquinanti (manifattura, servizi pubblici e trasporti) in quanto questi settori emettono più bond degli altri.

Dunque, la BCE, dovrebbe ripristinare la sua neutralità indirizzando il suo portafoglio verso industrie verdi.

Gli studiosi concordano sul fatto che un QE "verde" temporaneo possa essere efficace nel mitigare le emissioni assumendo però che vi sia una sostituibilità imperfetta tra green bond e brown bond. Questo impatto positivo è però da considerarsi piccolo in quanto un QE verde non può ridurre l'inquinamento atmosferico ma soltanto ridurre la sua crescita.

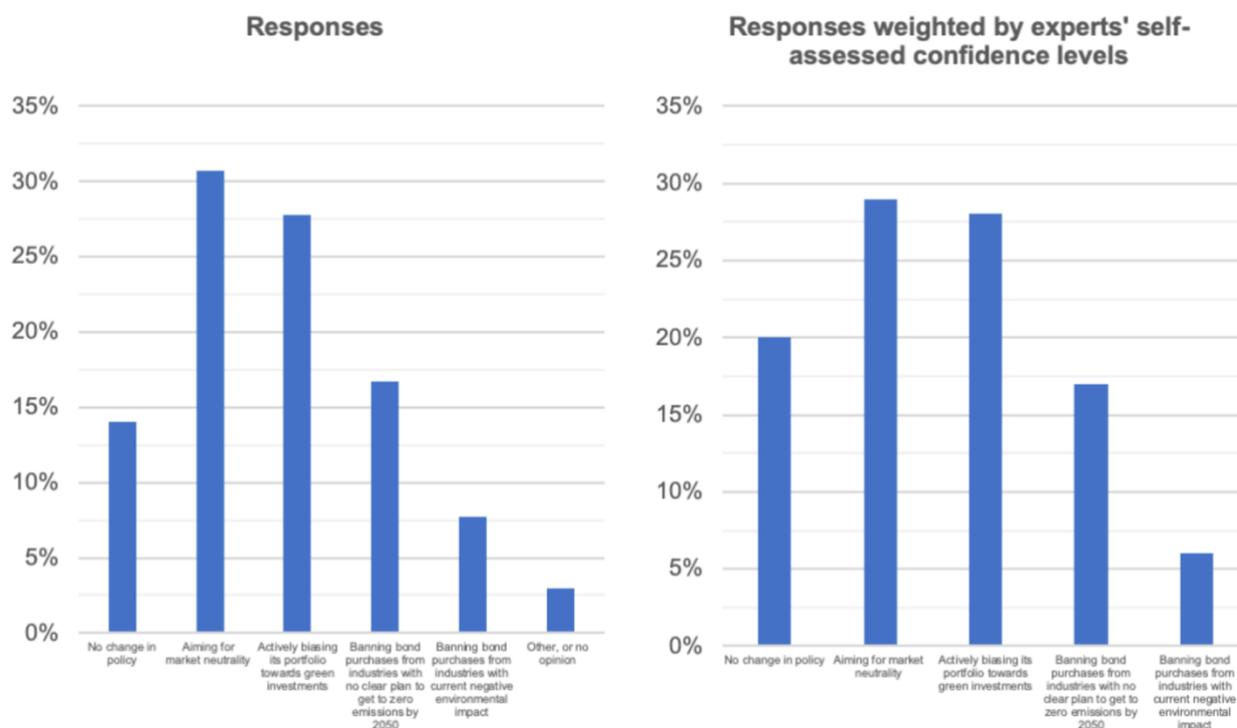
L'impegno in questo verso deve essere generale e trasversale come richiede il presidente della banca di Francia François Villeroy de Galhau sostenendo che bisogna "decarbonizzare il bilancio della BCE in modo pragmatico, graduale e mirato per tutti gli asset aziendali, sia che siano detenuti nel bilancio della banca centrale o presi come garanzia".

Ad ogni modo bisogna notare come l'impegno delle banche centrali nazionali sia stato fino ad ora insufficiente. C'è altresì la necessità di cedere poteri al riguardo alla BCE e appoggiarla nel perseguimento dell'obiettivo.

D'altro canto, però, molti pensano che un cambiamento nel portafoglio della BCE possa avere poco più che un effetto simbolico nell'ottica di preservare il clima. Difatti alcuni studiosi prevedono che riducendo solamente il prezzo, e perciò i costi di finanziamento delle tecnologie verdi non sia abbastanza per ridurre il prezzo di emissione. Questo perché le tecnologie verdi e marroni non sono sufficientemente sostituibili con tecnologie verdi a basso prezzo per "competere" con quelle marroni.

Non c'è però solamente da considerare la neutralità del mercato in quanto il cambiamento climatico stesso può avere importanti implicazioni per la stabilità dei prezzi. Difatti l'aumento dei prezzi dell'energia dovuto al fatto che si prezzi la CO2 può portare a pressioni inflazionistiche e avere quindi un impatto negativo sulla crescita. Allora questi fattori possono influenzare il tipo di politiche che la BCE deve perseguire sempre in ottica di garantire la stabilità dei prezzi nel medio termine.

I risultati di un sondaggio condotto tra gli esperti del settore circa le politiche adottate dalla BCE sono i seguenti:



Domanda: Quale delle seguenti azioni è l'approccio più consigliabile per la Banca Centrale Europea per affrontare l'impatto ambientale delle sue politiche di acquisto di obbligazioni?

Figura 2.7: Il sondaggio è stato condotto tra 36 esperti. Più della metà ha sostenuto che debbano essere adottate misure attive quali ad esempio orientare il portafoglio verso le industrie verdi, vietare l'acquisto di obbligazioni di aziende che attualmente hanno un impatto ambientale negativo, o di quelle che non hanno un piano di miglioramento entro il 2050. La risposta più popolare è stata comunque quella di cercare di intraprendere la neutralità di mercato. Importante come una minoranza

(14%) rifiuti ogni politica attiva e al tempo stesso sono anche coloro che maggiormente credono nella loro risposta (il grafico a destra mostra quanto ognuno sia convinto della propria risposta).

Fonte: <https://voxeu.org/article/ecb-s-green-agenda>

Nonostante i più credano che sia compito della BCE guidare questa transizione non mancano comunque gli scettici che credono che usare la politica monetaria non è da considerarsi come la migliore strategia in quanto bisognerebbe stabilire un prezzo appropriato per il carbonio che ne rifletta l'esternalità e ridurne di conseguenza il consumo.

Diverse preoccupazioni sono però state sollevate a tal riguardo in quanto alcuni, tra cui Patrick Minford (Cardiff Business School) osservano come "sia importante che la politica monetaria sia indipendente dalla politica", altri studiosi hanno continuato dicendo che "l'iniziativa di fare questo dovrebbe in primo luogo venire dalle autorità politiche appropriate. Le banche centrali dovrebbero andare oltre i loro mandati solo se hanno il sostegno delle autorità politiche, perché altrimenti non hanno la necessaria legittimità democratica".

Un'altra posizione assunta dai conservatori, contrari ad accelerare tale processo, è che la stabilità finanziaria, d'altro canto, potrebbe essere minacciata anche se si vuole forzare drasticamente questo processo rischiando così di costruire una bolla finanziaria verde con effetti opposti a quelli desiderati nel lungo termine. Dicono quindi che, abbandonare repentinamente dei portafogli con asset riconducibili a carbon fossili potrebbe essere un rischio per la stabilità finanziaria.

Abbiamo precedentemente posto più volte la questione rispetto ad ampliare o meno il mandato BCE per far sì che via sia piena legittimazione e se quest'ultima sia l'autorità preposta in Europa nel guidare la transizione. Il mio personale punto di vista è che debba essere proprio un istituto di tale portata ad iniziare un tale processo irreversibile per il benessere della collettività e che in un certo senso il cambiamento climatico abbia un effetto sul mandato primario della BCE di mantenere la stabilità dei prezzi nel medio-lungo termine.

Penso inoltre che il cambiamento climatico non sia di certo un aspetto negoziabile e che vi sia assoluta necessità di agire come ampiamente comprensibile dal grafico 2.4. Consiglierei di porre un divieto di acquisto alle obbligazioni emesse da quelle aziende che non descrivono in maniera chiara i loro comportamenti da qui al 2050 in ottica di riduzione delle emissioni.

Tramite l'analisi degli investimenti della BCE condotti nell'ambito dei programmi è quindi emerso come in realtà ancora solamente una piccola parte del portafoglio sia indirizzato ad investimenti verdi che effettivamente migliorano la climate trajectory da qui al 2050. Dal seguente grafico è possibile comprendere come i maggiori indici europei e mondiali ancora siano pesantemente influenzati da

investimenti inefficienti dal punto di vista climatico e guardino soltanto al profitto qui ed ora. È necessario agire in fretta.

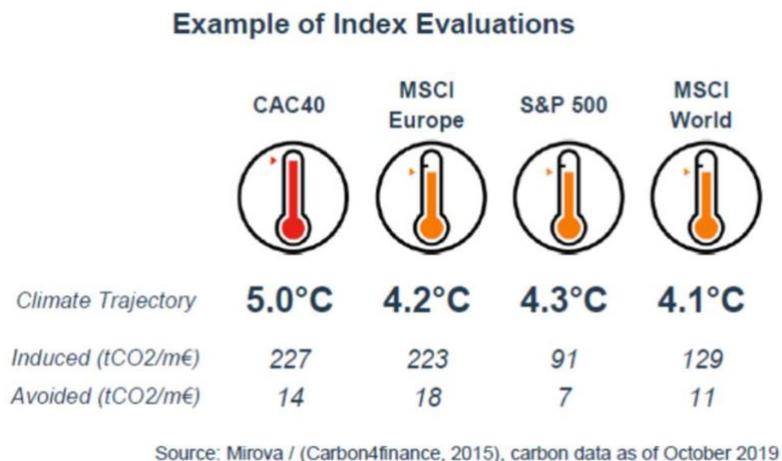


Figura 2.8

Passiamo quindi ora all’analisi del portafoglio della BCE sotto l’APP.

“Attraverso la revisione della nostra strategia, determineremo come la questione del cambiamento climatico e la lotta al cambiamento climatico possono effettivamente avere un impatto sulle nostre politiche”.

Con queste parole di determinazione pronunciate dalla presidente Lagarde, si affronta il tema del cambiamento climatico sulla pagina principale del sito della BCE. A tal scopo, la BCE ha deciso di istituire un centro per il cambiamento climatico per coordinare il lavoro sulle questioni climatiche tra le diverse componenti della banca. Questa decisione riflette così la crescente importanza del cambiamento climatico per l’economia e la politica della BCE, così come la necessità di un approccio più strutturato alla pianificazione strategica e al coordinamento. Tra il 2008 e il 2018 la BCE ha ridotto le emissioni di carbonio e il consumo di energia per posto di lavoro rispettivamente del 74% e del 54%.

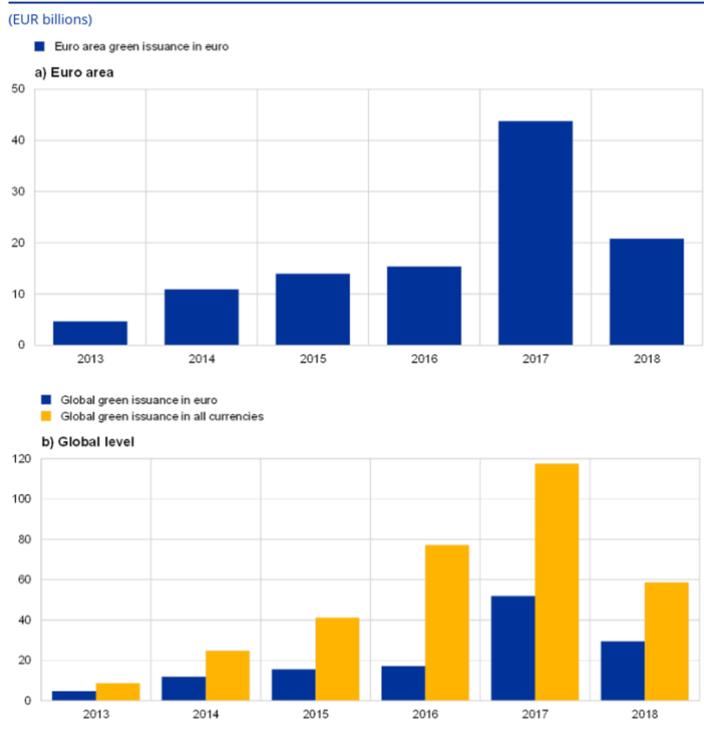
Per le operazioni di investimento abbiamo già capito come la BCE si sia impegnata a contribuire agli sforzi attraverso la propria condotta. Ad esempio, il fondo pensione del personale della BCE persegue una politica di investimento sostenibile, volta a ridurre il carbon footprint della BCE.

Nello specifico passiamo ora a vedere l’impatto che gli investimenti condotti nell’APP (e quindi anche nel PEPP in quanto riguardano la stessa classe di asset) ha avuto sul clima.

Sappiamo che l’APP mira a sostenere un aggiustamento sostenuto nel percorso dell’inflazione che sia coerente con l’obiettivo primario della BCE di stabilità dei prezzi. La classe d’investimenti è stata

dettagliatamente descritta nel capitolo 1. Ma è importante sottolineare come l'implementazione del programma è guidata dal principio di neutralità del mercato e non discrimina positivamente o negativamente sulla base di criteri ambientali.

Però, nonostante un'assenza di un criterio esplicito di sostenibilità, la BCE ha comprato green bond nei sottoprogrammi CSPP e PSPP. Questi acquisti hanno sicuramente reso il portafoglio diversificato contribuendo anche a ridurre il rischio sistemico. Il mercato delle obbligazioni verdi si è sviluppato rapidamente negli ultimi anni, con un aumento delle emissioni globali da meno di 1 miliardo di euro nel 2008 a più di 120 miliardi di euro nel 2017, come mostrato nel grafico e le emissioni nette di obbligazioni verdi denominate in euro sono aumentate di dieci volte dal 2013. Dal 2013 al 2018 circa il 24% delle emissioni totali di green bond si è tenuta nell'area euro. Tuttavia, nonostante la recente crescita, nello stesso periodo le obbligazioni verdi rappresentavano ancora solo l'1% dell'offerta complessiva. Quest'ultime, in genere, offrono rendimenti simili a quelli delle obbligazioni convenzionali a loro comparabili ma vi sono prove che in alcuni segmenti di mercato gli emittenti possono prendere in prestito a tassi inferiori rispetto alle obbligazioni convenzionali.



Sources: Bloomberg and ECB calculations.

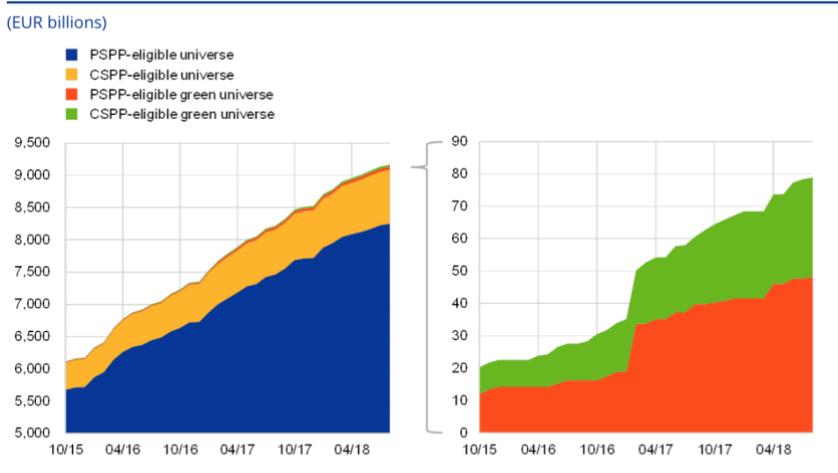
Figura 2.9

Fonte: https://www.ecb.europa.eu/pub/economicbulletin/focus/2018/html/ecb.ebbox201807_01.en.htm

Inoltre, per quanto riguarda gli acquisti effettuati sotto il CSPP di green bond possiamo dire che sono in linea con il crescente trend degli ultimi anni. Ha attualmente un volume in essere di 31 miliardi di euro, di cui l'Eurosistema detiene quasi il 20%. Nel complesso di asset ammissibile al CSPP, le

obbligazioni verdi rappresentano un segmento piccolo ma in costante crescita, contribuendo a circa il 4% del totale. Ma, le emissioni di obbligazioni verdi non sono distribuite in modo uniforme tra i settori e mostrano una concentrazione significativa nei settori ad alta intensità di carbonio, come i servizi pubblici, le infrastrutture, i trasporti e le costruzioni. Le aziende di questi settori emettono obbligazioni verdi per finanziare l'adozione di tecnologie più efficienti, ridurre la loro impronta di carbonio e riorientare i loro portafogli energetici verso fonti rinnovabili. Mentre questi settori rappresentano congiuntamente il 35% delle emissioni obbligazionarie complessive dell'universo ammissibile al CSPP, essi rappresentano il 94% delle emissioni di obbligazioni verdi ammissibili al CSPP.

CSPP and PSPP-eligible universe and eligible green bonds – amounts outstanding



Sources: Bloomberg and ECB calculations.

Figura 2.10

Fonte: https://www.ecb.europa.eu/pub/economicbulletin/focus/2018/html/ecb.ebbox201807_01.en.html

L'impegno della BCE è quindi da considerarsi rilevante; è possibile vedere dal grafico sottostante come l'emissione di green bond sia immediatamente aumentata dopo l'annuncio del CSPP nel Marzo del 2016. Il rapporto tra green bond ammissibili e non è aumentato dal 4% fino a oltre il 9% in due anni. Importante notare come questa tendenza positiva riflette in parte un fenomeno mondiale, poiché le emissioni di obbligazioni verdi sono aumentate a livello globale, da meno di 10 miliardi di euro nel 2013 a quasi 120 miliardi di euro nel 2017.



Sources: Bloomberg and ECB calculations.

Figura 2.11: Volume delle obbligazioni verdi ammissibili al CSPP rispetto al totale delle obbligazioni ammissibili al CSPP

Fonte: https://www.ecb.europa.eu/pub/economicbulletin/focus/2018/html/ecb.ebbox201807_01.en.html

Dall'inizio del programma l'Eurosistema ha acquistato anche obbligazioni verdi emesse da soggetti sovrani, agenzie e istituzioni sovranazionali, con una presenza crescente nel tempo. Ma il volume delle obbligazioni verdi idonee emesse da tali entità del settore pubblico è piccolo, rispetto al totale delle obbligazioni ammissibili. Infatti, mentre le banche multilaterali di sviluppo come la Banca europea per gli investimenti hanno una lunga storia di emissioni di obbligazioni verdi e rappresentano una quota relativamente ampia del totale delle emissioni di obbligazioni verdi ammissibili, i governi sono entrati nel mercato delle obbligazioni verdi solo di recente, con il Tesoro francese che è diventato il primo sovrano dell'area dell'euro a emettere un'obbligazione verde nel gennaio 2017. Nel complesso, le obbligazioni verdi emesse da enti del settore pubblico contribuiscono all'universo ammissibile al PSPP per un volume di 48 miliardi di euro, di cui l'Eurosistema detiene attualmente il 24%.

Nel complesso, sebbene l'ammontare delle obbligazioni verdi detenute dall'Eurosistema rimanga relativamente ridotto, l'evidenza suggerisce che attraverso i suoi acquisti l'Eurosistema ha ridotto i rendimenti delle obbligazioni verdi e sostenuto la loro emissione da parte delle società non finanziarie. Quindi la BCE si è imposto come attore protagonista e devono esserle conferiti maggiori margini di manovra per far sì che il percorso verso la riduzione delle emissioni sia il più rapido possibile.

Infine, nell'immagine sottostante è possibile tracciare un bilancio finale di quanto il portafoglio della BCE incida globalmente dal punto di vista delle emissioni.

Market portfolio vs. ECB holdings vs. sectoral emission intensity

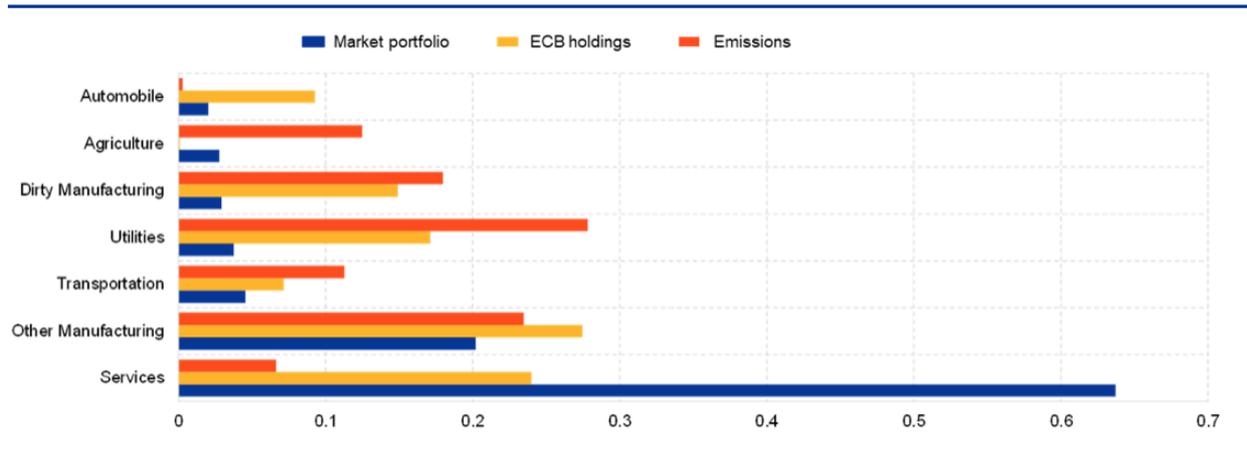


Figura 2.12: si può notare come la distribuzione del portafoglio della BCE tra i settori è positivamente correlata alle quote di emissioni settoriali, in contrasto con il portafoglio complessivo del mercato. I settori sovra rappresentati tendono ad essere quelli con quote di emissioni particolarmente elevate.
Fonte: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210303_1~f3df48854e.en.html

2.4. Leggere i dati a disposizione per analisi dell'impatto del portafoglio

Chiediamoci quindi se realmente emettere green bond significa ridurre le proprie emissioni. È opportuno porsi questa domanda. La risposta è incerta in quanto non c'è un'evidenza chiara, come illustrato dal grafico qui sotto. Non è quindi detto che le aziende che emettono green bond, e di conseguenza gli investitori che li comprano (nel caso specifico a noi interessa la BCE), contribuiscano a ridurre le emissioni più che un'azienda che non emette green bond. Se si guarda solamente allo scope-1 esse riducono del 60%, mentre in generale le scope 1-3 riducono solo del 30%

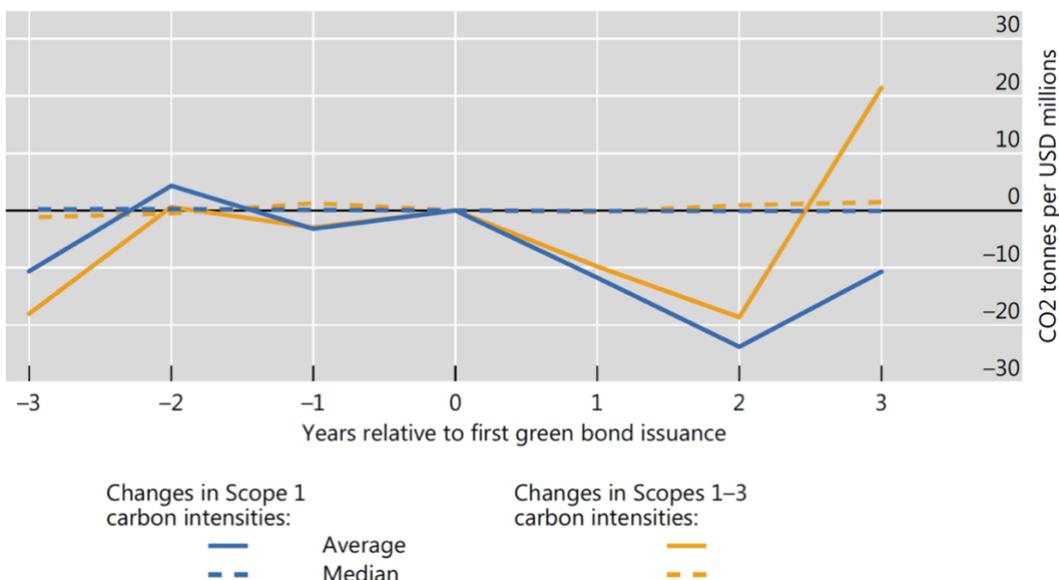


Figura 2.13: Si mostra la relazione tra emissioni di green bond e cambio nelle emissioni di carbonio

Fonte: <https://voxeu.org/article/green-bonds-and-carbon-emissions-exploring-case-rating-system-firm-level>

Quindi possiamo ora andare a delineare delle caratteristiche ottimali che i green bond dovrebbero avere per accelerare questo processo verso la neutralità di emissioni di carbonio.

- Classificazione a livello di impresa, piuttosto che su progetto. È di fatti sempre l'azienda l'unità decisionale.
- I green rating dovrebbero concentrarsi sui maggiori emittenti di emissioni in quanto passa attraverso il loro impegno il buon esito del processo di ridurre le emissioni. L'1% delle aziende con le maggiori emissioni sono responsabili del 40% delle emissioni totali.

Per concludere l'analisi dettagliata di quanto appena fatto risulta essere importante esaminare un ulteriore ed ultimo aspetto. Il problema dell'insufficienza di dati. Difatti, nonostante un impegno ormai collettivo nel combattere il corso del cambiamento climatico, si registra una diffusa mancanza di dati al riguardo. Dall'analisi è emerso come vi sia una mancanza di dati completi e comparabili relativi al rischio climatico. Infatti, un quadro di monitoraggio dei rischi legati al cambiamento climatico nel settore finanziario richiederebbe informazioni sicuramente più complete sulle emissioni di carbonio e sulle esposizioni delle banche (della BCE nello specifico) e di altre istituzioni finanziarie. In più sarebbe opportuno, sviluppare analisi di scenario e stress test per tenere conto del rischio in maniera adeguata.

Capitolo 3- Comparazione sull'aspetto di sostenibilità tra le diverse BC e punti di contatto tra le reazioni delle BC alla crisi pandemica-finanziaria

È stato appena discusso il portafoglio della BCE ed analizzato in relazione a quanto inquinati, in termini di emissioni, e quanto pesi globalmente sul percorso di contrasto al cambiamento climatico. Ciò che è emerso è il (nuovo) impegno della BCE a presentarsi come attore protagonista e che in passato troppo spesso abbiamo assistito ad un atteggiamento di inerzia. L'Europa è di sicuro il continente maggiormente impegnato da questo punto di vista ma molto può essere ancora fatto.

Nel seguente capitolo analizzeremo invece le policy per combattere il cambiamento climatico varate dalle altre BC, Federal Reserve, Bank of England e Bank of Japan, e vedremo a che punto si pongono rispetto alla BCE. Volendo soffermarsi anche sull'attualità verranno inoltre analizzate le risposte delle singole BC allo scoppio della pandemia e messe a confronto tra di loro andando a vedere similarità e differenze.

Per logicità nel discorso preferisco prima tracciare un macro-quadro in cui muoversi, partendo quindi dall'instabilità del mercato dovuta allo scoppio del Covid, soffermandoci poi sulle singole risposte delle BC e cercando infine di analizzare il peso che le policy adottate da ogni BC hanno avuto sulle emissioni globali.

3.1 Crisi Covid e risposta del mercato in America e in Europa

I primi casi di Covid sono stati registrati a Dicembre 2019 in Cina. Da quel momento è stato un susseguirsi di chiusure, confinamenti nazionali e crescita di contagi. Entro la fine di marzo, ben oltre 100 paesi avevano istituito un lockdown e c'erano quasi 800.000 casi confermati (gli effettivi saranno stati almeno il doppio) e 40.000 morti in tutto il mondo.

A noi chiaramente interessa il risvolto economico e approfondire la capacità di reazione delle singole BC. La perdita di vite umane e l'incertezza sul futuro causata dalla pandemia hanno avuto un risvolto umano devastante ma, per l'appunto, hanno anche influenzato notevolmente l'economia globale. Si è quindi aperta la crisi finanziaria, periodi in cui le aspettative sui valori delle attività vengono repentinamente riviste in tal modo che cambiano i prezzi delle attività stesse e minacciano la stabilità del sistema economico attraverso la volatilità dei prezzi delle attività e l'interruzione dell'attività finanziaria. La diffusione della COVID-19 ha suscitato timori che hanno portato ad una grave recessione. Tali timori hanno spinto molti investitori a vendere attività rischiose, come le obbligazioni societarie ad alto rendimento, in favore di attività più sicure, come i titoli del Tesoro.

I prezzi di molte attività rischiose sono scesi, mentre la volatilità, il volume degli scambi e gli spread sono aumentati. Abbiamo quindi praticamente osservato ad una fuga verso asset “rifugio”. I rendimenti dei Treasuries decennali, asset considerati molto sicuri, sono scesi dall'1,88% nel gennaio 2020 al minimo storico dello 0,54% il 9 marzo e sono rimasti su quei livelli almeno fino a maggio. Il grafico sottostante mostra l'aumento degli spread di rischio sui rendimenti dei Treasury. Lo spread rispetto ai titoli del Tesoro degli MBS garantiti dal governo (che sarebbe praticamente un titolo privo di rischio di insolvenza) è aumentato dalla fine di febbraio all'inizio di marzo, riflettendo l'aumento del tasso di interesse e i rischi di liquidità. Una vendita ingente nel debito ad alto rendimento, (da considerarsi abbastanza rischioso), ha fatto salire gli spread di quei titoli a circa l'11% il 23 Marzo. A febbraio stavano circa al 4%. La situazione ricorda quella del settembre 2008. Dal grafico si può inoltre evincere che la maggior parte degli spread di rischio statunitensi ha raggiunto il massimo nella settimana dal 16 al 23 marzo.

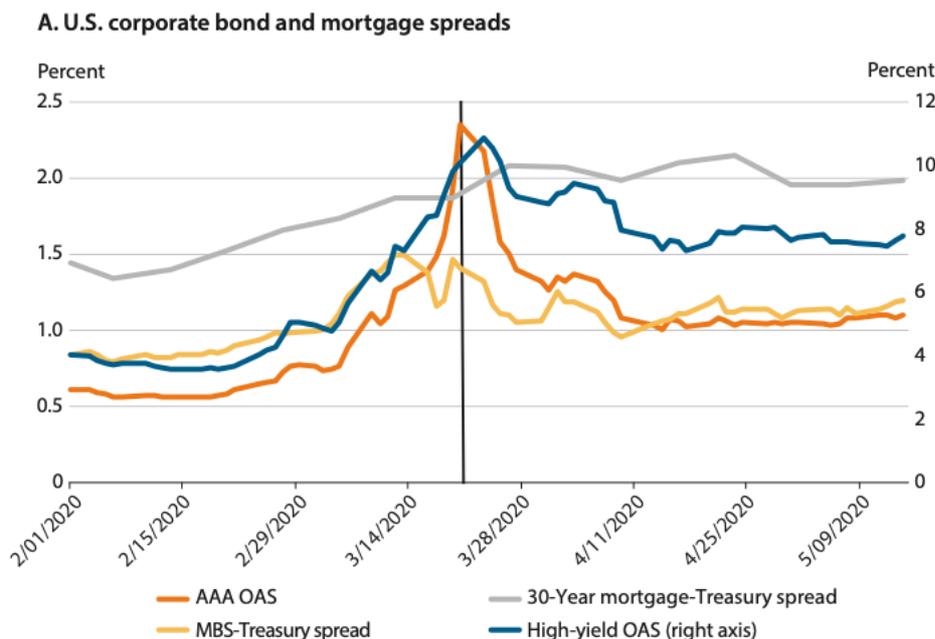


Figura 3.1

Fonte: <https://research.stlouisfed.org/publications/review/2020/10/22/responses-of-international-central-banks-to-the-covid-19-crisis>

Proviamo a spiegare in breve cosa è accaduto in quella settimana. In America, la Federal Open Market Committee (FOMC) aveva abbassato il target range dei fondi federali di 50 punti base in una riunione non programmata tenutasi il 3 marzo, ma le crescenti tensioni sui mercati finanziari hanno spinto a fornire ripetutamente credito attraverso i pronti contro termine nella settimana dal 9 al 14 Marzo. Il 15 marzo sono poi stati annunciati acquisti di almeno 700 miliardi di dollari in Treasuries e MBS. Lo stesso giorno, le BC principali, Fed, , BOE, la BOJ, BCE e la Banca Nazionale Svizzera, hanno

annunciato nuovi accordi per fornire liquidità in dollari statunitensi. Nonostante queste mosse espansive, tuttavia, i prezzi delle azioni sono scesi bruscamente e la mattina di lunedì 16 marzo si sono fermate le negoziazioni in diversi mercati. Il punto è, come già ampiamente detto, che il calo dei prezzi delle attività riduce il valore netto delle aziende e degli individui che le possiedono, rendendoli meno meritevoli di credito e scoraggiando così i prestiti. Non è però chiaro esattamente come interpretare questa reazione fortemente negativa del mercato azionario. Infatti, i mercati potrebbero aver interpretato l'annuncio del FOMC come deludente o diversamente come un'indicazione di notizie future sempre peggiori.

Quindi nella settimana successiva la FED rilasciò nuovi canali di prestito per stabilizzare i mercati e procedette con gli acquisti di asset annunciati il 15 Marzo. Nel programma erano inclusi, la Primary Dealer Credit Facility (PDCF), la Commercial Paper Funding Facility (CPFF), la Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF), il Main Street Lending Program (MSLP), la Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) e le Primary and Secondary Market Corporate Credit Facilities (PMCCF e SMCCF).

Grazie agli sforzi profusi da tutte le banche centrali i mercati sembrano così essersi stabilizzati alla fine di marzo.

In Europa invece la fuga verso rendimenti più sicuri si è riflettuta sotto forma di aumento di rendimenti sovrani per tutti i paesi e un aumento degli spread tra i paesi ad alto rischio. Il grafico qui sotto mostra l'allargamento degli spread rispetto alla Germania all'inizio di marzo, fino all'annuncio del Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) il 18 marzo, indicato dalla linea verticale nera. Le differenze che si possono notare sono soprattutto derivanti dal differente rischio di insolvenza percepito, che era probabilmente più alto per i paesi con alti rapporti debito/PIL e piccole dimensioni.

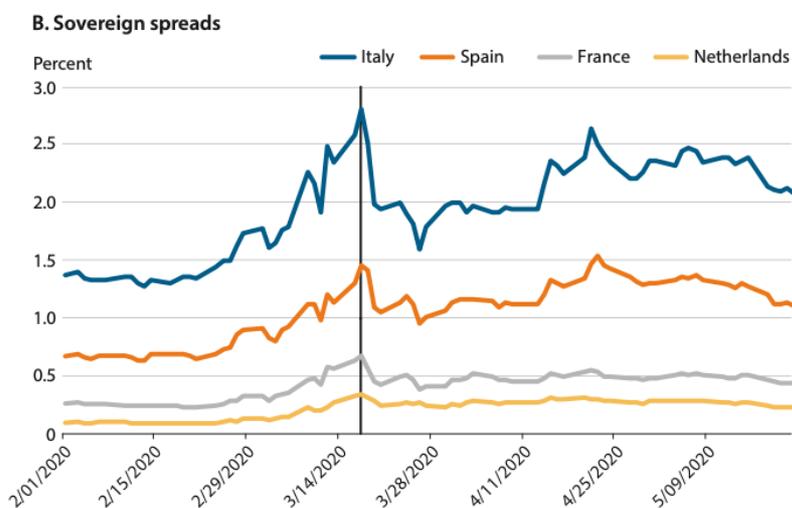


Figura 3.2

Fonte: <https://research.stlouisfed.org/publications/review/2020/10/22/responses-of-international-central-banks-to-the-covid-19-crisis>

Mentre nel grafico qui sotto riportato è possibile vedere come, facendo riferimento allo spread LIBOR-OIS a 3 mesi, esso è aumentato all'inizio di marzo per tutte le aree monetarie discusse fin qui. È però aumentato più negli Stati Uniti e nel Regno Unito che nell'area dell'euro e in Giappone, indicando che gli investitori potrebbero aver percepito un maggior rischio di insolvenza da parte di una banca statunitense o britannica rispetto a una dell'area dell'euro o Giappone. Diversamente, potrebbe aver riflesso anche minori aspettative di un intervento di salvataggio da parte del governo per una banca insolvente negli USA o UK. Quindi sicuramente è stata riposta una maggiore fiducia dai mercati nella reazione intrapresa dalle istituzioni europee.

LIBOR-OIS Spreads

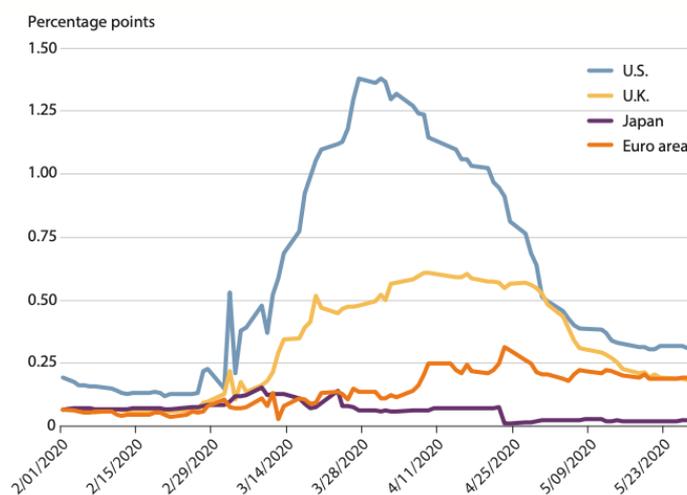


Figura 3.3

Fonte: <https://research.stlouisfed.org/publications/review/2020/10/22/responses-of-international-central-banks-to-the-covid-19-crisis>

Le recessioni e le crisi finanziarie sono chiaramente improvvise per loro natura, ma quest'ultima del marzo 2020 è stata di grave entità. Le economie di tutto il mondo sono state colpite duramente quasi contemporaneamente, anche se all'inizio sembrava che i danni fossero maggiori per alcuni paesi. Le proiezioni del PIL reale del World Economic Outlook del FMI a giugno 2020, qui riportate nella figura 3.4, furono accolte con preoccupazione. A distanza di circa un anno si può dire che non furono così lontane dalla realtà.

IMF Annual Percentage Change in Real GDP Projections for 2019-21

Area	2019	2020	2021
World	2.9	-4.9	5.4
Advanced economies	1.7	-8.0	4.8
United States	2.3	-8.0	4.5
Euro area	1.3	-10.2	6.0
Japan	0.7	-5.8	2.4
United Kingdom	1.4	-10.2	6.3
Emerging markets	3.7	-3.0	5.9

NOTE: Projections for 2020 and 2021 are as of June 2020.
SOURCE: IMF (2020d).

Figura 3.4

Fonte: <https://research.stlouisfed.org/publications/review/2020/10/22/responses-of-international-central-banks-to-the-covid-19-crisis>

3.2 Reazioni delle BC alla crisi pandemica-finanziaria

Vediamo ora qui di seguito le principali misure adottate dalle BC in risposta allo shock finanziario portato dal Covid.

- Tagli ai tassi di interesse

Generalmente, l'azione più comune delle banche centrali per stabilizzare i mercati finanziari e proteggere il funzionamento dell'economia consiste proprio nel ridurre i tassi di interesse a breve termine. Così le BC hanno risposto alla crisi pandemica del Covid con tagli dei tassi a breve.

Infatti, tassi d'interesse più bassi tendono ad aumentare i prezzi delle attività, a rendere il credito più accessibile e ad aumentare l'affidabilità creditizia dei mutuatari. Da segnalare è però che i tassi a breve, a causa di crisi precedenti erano già relativamente bassi quando sono iniziate le turbolenze finanziarie nel febbraio 2020. I tassi della BCE e della BOJ erano già vicini allo zero e sono rimasti invariati. I tassi di interesse a breve termine erano dell'1,5-1,75% e dello 0,75% negli Stati Uniti e nel Regno Unito, rispettivamente. A marzo, sia la Fed che la BOE hanno abbassato i tassi verso lo zero mentre il coronavirus si diffondeva e l'incertezza economica aumentava. La figura sottostante (A) fornisce una prospettiva di lungo periodo sui tassi di interesse prima della crisi attuale, mentre in B si dettagliano i passaggi chiave per i tagli dei tassi effettuati delle BC successivi allo scoppio della crisi.

Central Bank Policy Rates

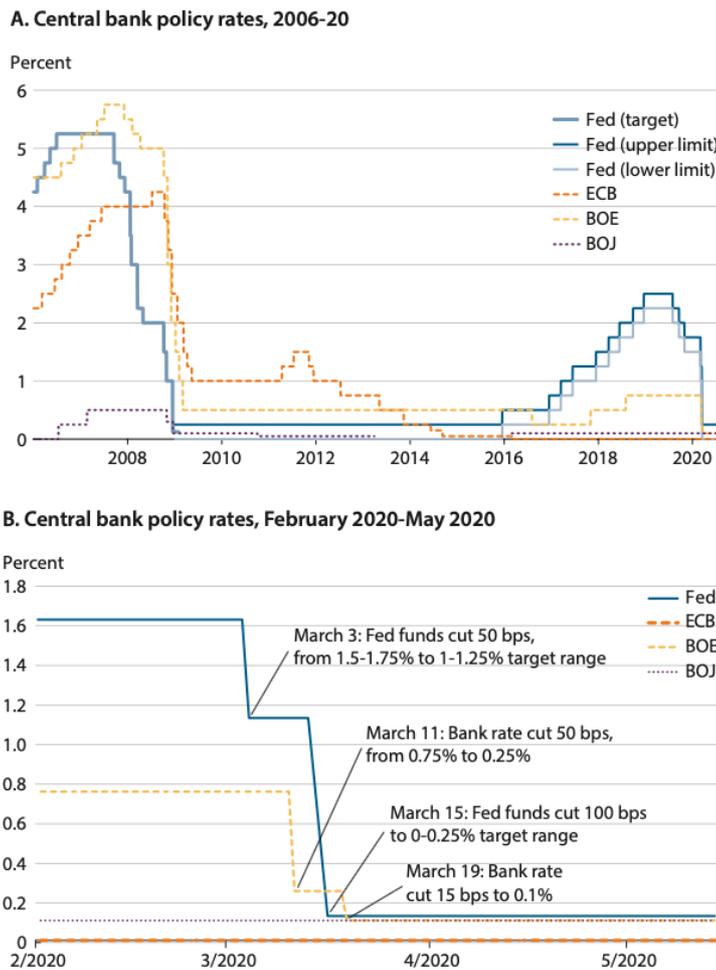


Figura 3.5

Fonte: <https://research.stlouisfed.org/publications/review/2020/10/22/responses-of-international-central-banks-to-the-covid-19-crisis>

- Programmi di acquisto di asset delle BC

Essendoci quindi poco spazio per ridurre ulteriormente i tassi, le BC hanno varato:

- acquisti di obbligazioni a lungo termine per ridurre ampiamente i rendimenti (a lungo termine),
- acquisti di attività limitate per aiutare il funzionamento di mercati specifici,
- programmi di prestito per espandere il credito a settori specifici.

Queste azioni hanno ampliato i bilanci delle BC a tassi record come mostrato qui sotto:

Central Bank Assets

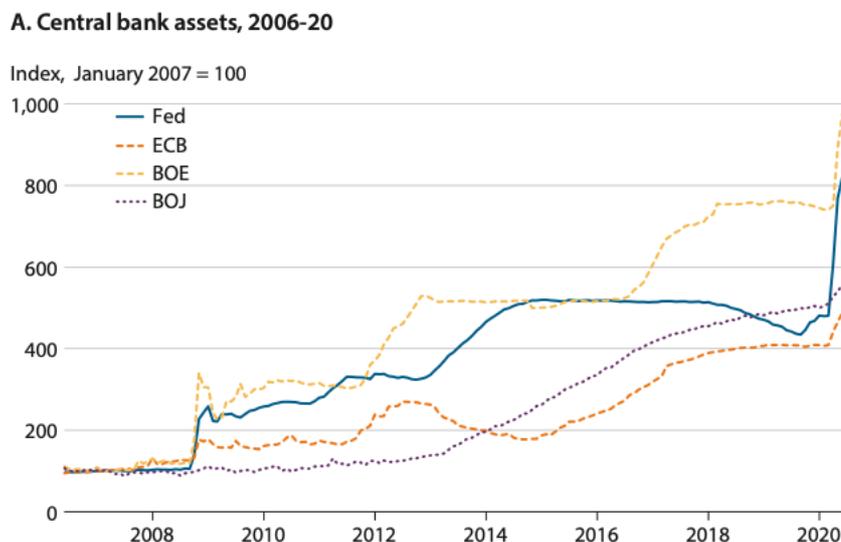


Figura 3.6

Fonte: <https://research.stlouisfed.org/publications/review/2020/10/22/responses-of-international-central-banks-to-the-covid-19-crisis>

Infatti, ampi acquisti di asset abbassano i rendimenti attraverso una combinazione di offerta locale, duration ed effetti di segnalazione. Nello specifico, gli acquisti di attività delle banche centrali possano "segnalare" anticipatamente tassi di interesse futuri a breve termine più bassi e quindi ridurre gli attuali tassi a lungo termine.

Inoltre, la rimozione del rischio di duration e dell'offerta locale può produrre un riequilibrio del portafoglio che riduce i rendimenti richiesti.

Analizziamo ora separatamente ogni BC:

BCE

All'annuncio del PEPP lo spread rispetto ai titoli tedeschi si è immediatamente abbassato. Il rendimento btp-bund per i titoli italiani è sceso di oltre 75 p.b. in pochi giorni, e quelli spagnoli di quasi 50 p.b. La BCE ha ulteriormente ampliato gli acquisti di PEPP il 4 giugno a 1350 miliardi. La BCE ha acquistato obbligazioni a un ritmo più veloce. Nel Q2 del 2020, il PEPP e l'APP combinati hanno condotto più acquisti netti di attività al mese che in qualsiasi momento dall'inizio dell'APP.

FED

Il 15 marzo 2020, la Fed ha annunciato che avrebbe acquistato almeno 500 miliardi di dollari in Treasuries e 200 miliardi di dollari in MBS di agenzia. Ha poi successivamente dato seguito all'annuncio il 23 marzo rendendo i programmi aperti. In più gli acquisti della Fed di Treasuries

hanno raggiunto un picco di 75 miliardi di dollari al giorno a fine marzo, superando di gran lunga il ritmo massimo di 120 miliardi di dollari al mese durante la crisi precedente.

BOJ

La BOJ ha aumentato i suoi acquisti di titoli di stato giapponesi (JGB), con l'intenzione di acquistare quanto necessario per mantenere i rendimenti a 10 anni intorno allo 0 per cento. Ha anche aumentato gli acquisti di commercial paper, obbligazioni societarie, e fondi di investimento immobiliari giapponesi (J-REIT). Tutto questo da aprile a giugno, ha inoltre aumentato le sue partecipazioni in titoli di stato giapponesi (JGS), soprattutto grazie a un aumento degli acquisti di buoni del tesoro (T-bill).

BOE

La BOE ha varato l'acquisto di 200 miliardi di sterline in obbligazioni pubbliche e private il 19 marzo, poi ha aumentato il suo obiettivo di acquisto di altri 100 miliardi di sterline il 18 giugno. Preme segnalare come la BOE ha acquistato 13,5 miliardi di sterline a settimana dall'inizio di aprile alla fine di giugno, il ritmo più veloce nella storia della BOE Asset Purchase Facility (APF).

Nel grafico sottostante è possibile osservare quanto appena spiegato a parole e come il ritmo iniziale degli acquisti delle BC è stato insolitamente veloce rispetto agli episodi passati.

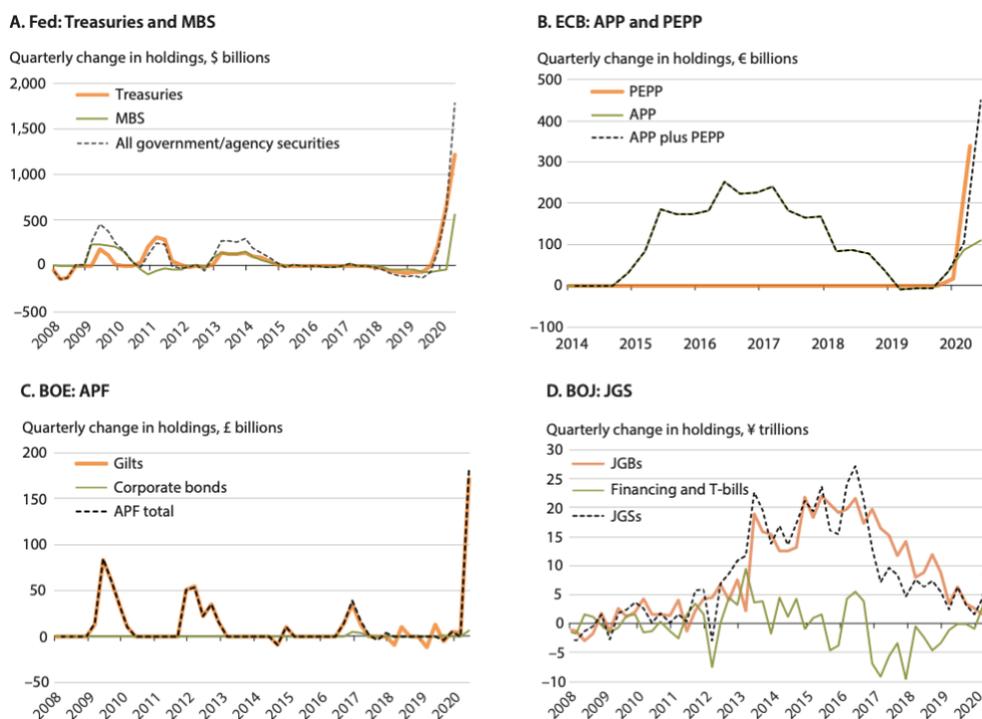


Figura 3.7

Fonte: <https://research.stlouisfed.org/publications/review/2020/10/22/responses-of-international-central-banks-to-the-covid-19-crisis>

Abbiamo quindi assistito ad una grande partecipazione delle banche centrali, ma dato l'obiettivo di stabilizzare le economie e i mercati finanziari, questi interventi erano certamente inevitabili.

- Programmi di acquisti ristretti di asset delle BC

La Fed, la BOE, la BOJ e la BCE hanno tutte acquistato attività per agevolare il funzionamento di specifici segmenti di mercato. Questi acquisti vengono chiamati acquisti di attività ristrette. Si è avuta la tendenza a concentrare gli acquisti ristretti su obbligazioni societarie, commercial paper e MBS. Inoltre, tutte e quattro le principali BC hanno sostenuto il mercato delle obbligazioni societarie e fornito credito alle grandi imprese durante la crisi.

La BOE, la BOJ e la BCE hanno tutte annunciato un aumento degli acquisti di obbligazioni societarie, e in più la BOE e la BCE hanno anche ampliato la gamma ammissibile dei loro acquisti societari.

Discorso a parte per la Fed che ha effettuato un notevole passo in avanti. Infatti, la Fed, precedentemente non disposta ad acquistare obbligazioni societarie, il 23 marzo ha istituito il PMCCF e l'SMCCF. Il PMCCF consente alla Fed di acquistare obbligazioni societarie qualificate all'emissione, mentre l'SMCCF è stato creato per acquistare obbligazioni investment-grade di società statunitensi e ETF quotati negli Stati Uniti.

Altra differenza è che la BOJ e la BCE hanno annunciato un aumento degli acquisti di commercial paper a titolo definitivo, mentre la Fed e la BOE hanno istituito solamente strutture per l'acquisto di commercial paper.

- Strutture di prestito

Gli acquisti di asset hanno aumentato le riserve bancarie, ma queste attività liquide, considerate come sicure, hanno un'alta richiesta e sono distribuite in modo non uniforme tra le banche; così, determinati mercati possono ancora mancare di credito a breve termine. La Fed, ad esempio, per aiutare a stabilizzare i mercati dei fondi a breve termine, ha allungato il termine e abbassato il tasso sui prestiti per le istituzioni di deposito. Sono state inoltre previste due strutture, con fondi propri forniti dal dipartimento del Tesoro in modo da proteggere la Fed dalle perdite.

Molti di questi strumenti, adottati dalle BC, sono analoghi alle iniziative messe in campo per reagire alla crisi del 2008-2009.

- Cambi regolatori

Oltre ai loro ruoli tradizionali di prestatore di ultima istanza e di autorità monetaria, le BC hanno solitamente notevoli responsabilità di regolamentazione con cui possono influenzare i mercati

finanziari. Le autorità di regolamentazione internazionali hanno rapidamente fatto importanti aggiustamenti quando la crisi ha colpito. Vediamone brevemente alcuni:

- La Fed e altre agenzie di regolamentazione hanno incoraggiato le banche statunitensi a offrire modifiche dei prestiti ai clienti bancari colpiti dalla COVID-19
- Le autorità nazionali di regolamentazione nella maggior parte dei paesi europei e in Giappone hanno anche incoraggiato le banche a ristrutturare i termini del prestito e a fornire stop ai pagamenti quando possibile e accettabile.
- Le banche statunitensi furono autorizzate a escludere i titoli del Tesoro e i depositi detenuti presso la Fed nel calcolo dei loro requisiti patrimoniali. In più la Fed ha portato i requisiti di riserva a zero.
- Come la Fed, la Financial Services Agency del Giappone ha incoraggiato le istituzioni finanziarie regolamentate a lavorare con i mutuatari alla luce del forte aumento dello stress finanziario.
- La BCE si è concentrata sulla riduzione dei costi di finanziamento delle banche, compresi i costi del prestito diretto dalla banca centrale e la riduzione dei livelli di capitale richiesti alle banche. Inoltre, bisogna segnalare come ha anche permesso di abbassare temporaneamente i requisiti patrimoniali delle banche per il rischio di mercato e di permettere alle banche di utilizzare in pieno le loro riserve di capitale e di liquidità.

Tutti questi cambi regolatori hanno permesso alle BC di poter affrontare in maniera più flessibile qualsiasi mutamento repentino del mercato sempre in ottica di garantire un'uscita rapida e coesa dalla pandemia.

3.3 Paragone tra le reazioni delle BC

Similitudini:

Per molti versi, le quattro principali BC hanno risposto in modo molto simile. Infatti, ognuna di esse ha:

- o fortemente spinto i tassi di interesse verso lo zero (in alcune aree c'era però poco spazio di manovra) o tenuti a livelli negativi
- o implementato programmi di acquisto di attività
- o allentato i requisiti di capitale istituendo iniziative per sostenere le PMI, mercato dei pronti contro termine e delle obbligazioni societarie
- o provato a muoversi con sinergie comprando sul mercato anche attività non tradizionali

In generale, le BC hanno cercato di assicurare da una parte i mercati di attività (ad esempio garantendo liquidità di mercato sufficiente a permettere che acquisti e vendite ingenti avessero luogo senza dover

muovere i prezzi) e dall'altra di garantire l'accesso al credito. Importante notare come invece nel 2008-2009 ogni BC fece da sé, con risposte diametralmente differenti. Ad esempio, la BCE non ha iniziato un ampio e vasto programma di acquisto di asset fino all'inizio del 2015, anni dopo che le altre BC avessero attuato i loro programmi di acquisto.

Differenze:

Nonostante le molte cose in comune, ci sono, tuttavia, anche differenze sulle policy adottate. Nello specifico, la BOJ e la BCE hanno abbracciato tassi di deposito leggermente negativi, mentre la Fed e la BOE no. Ci sono diverse ragioni per cui la Fed non si è rivolta ai tassi negativi. In primo luogo, potrebbe essere che gli economisti abbiano sottovalutato il potenziale di spingere i tassi sotto lo zero. È stato pensato che tassi a breve termine sotto i 30 p.b. potessero indurre a una conversione delle riserve bancarie in contanti, ma questo sembra, per l'appunto, sottovalutare il potenziale dei tassi negativi, in quanto i costi associati alla detenzione di contanti hanno permesso a diverse BC di spingere i tassi di interesse 50 o 100 p.b. sotto lo zero. In secondo luogo, non è ben chiaro se legalmente la Fed poteva avere la possibilità di portare i tassi in territorio negativo.

Altra differenza, finanche più accentuata, sono i tassi di interesse negativi che la BCE e la BOJ stanno pagando sui prestiti; la Fed e la BOE non l'hanno ancora fatto. I tassi di interesse sul programma TLTRO III della BCE sono stati abbassati a -0,5% e possono esserlo fino a -1% per le banche che soddisfano una soglia di crescita dei prestiti dello 0%, essenzialmente pagando le banche per non ridurre i loro prestiti al settore non finanziario. Allo stesso modo, la BOJ offre lo 0,1% di interesse alle banche sull'importo che le banche prestano utilizzando le operazioni speciali di sostegno ai fondi della BOJ, in effetti compensando le banche per prestare al settore non finanziario.

Al contrario Fed e BOE prezzano a tassi positivi i loro programmi.

3.4 Politiche attive delle BC in contrasto al cambiamento climatico

Ora che il quadro è stato tracciato possiamo passare a fare un paragone sulle politiche attive adottate dalle altre BC per contrastare il cambiamento climatico rispetto a quanto fatto e promesso dalla BCE.

FED

Le informazioni al riguardo sono da considerarsi limitate in quanto solamente di recente il "rischio climatico" è stato aggiunto come componente di stabilità o instabilità finanziaria nel lungo periodo nel report annualmente pubblicato dalla Fed. Ad ogni modo è però possibile tracciare un bilancio su cosa è stato fatto e sulle sfide future da affrontare.

“Senza una mitigazione globale sostanziale e sostenuta e senza sforzi di adattamento regionali, si prevede che il cambiamento climatico causerà perdite crescenti alle infrastrutture e alle proprietà americane e impedirà il tasso di crescita economica nel corso di questo secolo”.

Con queste parole la Fed riconosce come il tempo per agire sia ormai ridotto e che bisogna quindi adottare politiche attive al più presto.

Il problema di fondo è che assistiamo a un fallimento del mercato in quanto i prezzi del carburante, ad esempio, non tengono conto in maniera adeguata dei costi del cambiamento climatico e le imprese o le famiglie che producono emissioni (guidando macchine o utilizzando elettricità) non pagano per i danni causati e non hanno alcun incentivo a passare ad una tecnologia a bassa emissione.

Allora le Fed riconosce che senza adeguati effetti segnalazione (segnali di prezzo) e incentivi nel mercato privato, è necessario un qualche tipo di azione governativa. Le proposte sono state svariate. Una delle soluzioni mostrate è quella di far pagare l'intero costo dell'inquinamento attraverso una tassa supplementare sulle emissioni, una c.d. carbon tax, che tenga conto dei costi del cambiamento climatico sull'economia e sulla società. La carbon tax nello specifico sarebbe utile per correggere i prezzi del mercato. Questa può infatti opportunamente incentivare innovazioni in tecnologie maggiormente pulite e accelerare la transizione da un'economia ad alte emissioni ad una a basse. La tassa sul carbonio dovrebbe essere pari al "costo sociale del carbonio", ovvero misura il danno totale di una tonnellata aggiuntiva di inquinamento da carbonio. Un aspetto cruciale è però che le emissioni di oggi potrebbero causare danni sul domani e quindi il costo sociale diventerebbe così difficile da prezzare. Inoltre, come già ampiamente detto, il problema è di portata globale e le emissioni non hanno di certo confini, ovvero il problema deve essere affrontato con sinergie e cooperazione a livello sovranazionale in quanto diversamente sarebbe solamente uno sforzo inutile.

È per questo che un insieme completo di politiche governative appare l'approccio maggiormente efficace, tra cui incentivi alla ricerca e allo sviluppo di energia green, standard di efficienza energetica e investimenti pubblici a basse emissioni di carbonio.

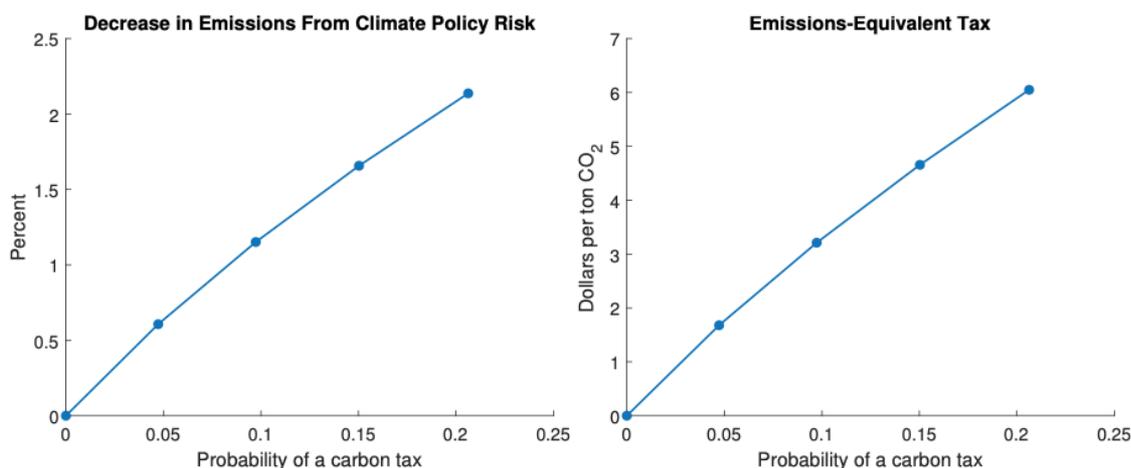


Figura 3.8: la parte sx traccia le riduzioni delle emissioni nello stato stazionario pre-imposta con il rischio per diverse probabilità di carbon tax. A parità di altre condizioni, l'aumento della probabilità della carbon tax aumenta il rendimento previsto per il capitale “green” e diminuisce così anche il rendimento previsto per il capitale “fossile”, con conseguente maggiore riduzione delle emissioni. A dx si mostra la corrispondente carbon tax che avrebbe lo stesso effetto sulle riduzioni di emissioni allo stato stazionario. Man mano che la probabilità di una futura carbon tax aumenta, l'imposta equivalente sulle emissioni cresce.

Fonte: <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2021018pap.pdf>

Allora la Fed cosa può fare? Prima di tutto, come già riconosciuto da altre BC, riconoscere l'importanza per la stabilità finanziaria di contabilizzare i crescenti rischi finanziari derivanti dai cambiamenti climatici. Questi rischi includono potenziali perdite sui prestiti alle banche derivanti dalle interruzioni di attività e dai fallimenti causati da tempeste, siccità, incendi selvaggi e altri eventi estremi. Da tenere in considerazione è inoltre anche rischi di transizione associati all'aggiustamento ad un'economia a basse emissioni di carbonio, come le perdite impreviste nel valore di beni o aziende che dipendono dai combustibili fossili.

La politica monetaria assume un ruolo centrale, infatti, i rischi finanziari legati al clima potrebbero influenzare l'economia attraverso elevati spread di credito, un maggiore risparmio (per precauzione) e, in caso estremo, portare ad una crisi finanziaria. Ci si aspetta infine che con l'aumento delle temperature, la crescita potrebbe essere ridotta di più di 0,5 punto percentuale più avanti in questo secolo. In breve, quindi, il cambiamento climatico sta diventando rilevante per una serie di questioni macroeconomiche, tra cui la crescita potenziale del prodotto, la formazione del capitale, la produttività e il livello di lungo periodo del tasso di interesse reale.

Infine, bisogna porre una questione legale in quanto la Fed ha poco margine di manovra e il suo portafoglio incide ancora gravemente sulle emissioni. Infatti, la Fed non è nella posizione di usare attivamente la politica monetaria per promuovere una transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio.

Si afferma come sostenere la sostenibilità ambientale e limitare il cambiamento climatico non siano direttamente inclusi nel mandato statutario della Fed di stabilità dei prezzi e di piena occupazione. Aspetto ulteriore è come la politica sui tassi di interesse a breve termine non sia adatta a sostenere le industrie a basse emissioni, infatti sia campi eolici che miniere di carbonio usufruirebbero dello stesso tasso di interesse a breve termine privo di rischio.

Sappiamo come altre BC hanno ampliato invece il loro bilancio per sostenere questa transizione acquistando green bond e varando così un QE green. Questo non è però possibile per la Fed, che per legge può solo acquistare debito del governo o delle agenzie governative.

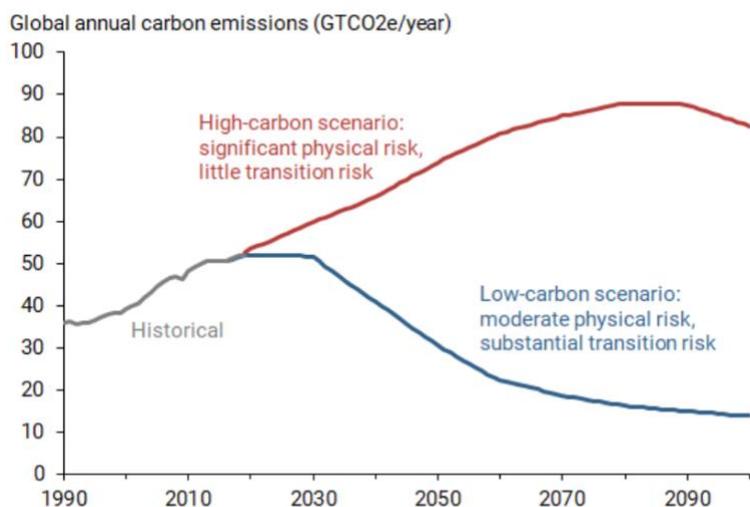


Figura 3.9: in questa immagine vengono rappresentati due possibili scenari futuri. Chiaramente l'obiettivo da perseguire fa riferimento alla linea tracciata in blu.

Fonte: <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2021/february/climate-change-is-source-of-financial-risk/>

Vediamo ora due iniziative assunte dalla Fed:

- Ha ampliato la supervisione micro-prudenziale della gestione del rischio presso le singole istituzioni finanziarie, ha inoltre aggiunto che queste istituzioni dovrebbero "monitorare tutti i loro rischi materiali, che per molte banche sono probabilmente estesi ai rischi climatici". In questo modo, il cambiamento climatico può influenzare gli istituti finanziari attraverso le tradizionali categorie di rischio di vigilanza di credito, mercato e rischio operativo. Uno

strumento utile per calibrare questi rischi è l'analisi degli scenari climatici, che esplora le ripercussioni per gli istituti finanziari di diversi esiti legati al clima

- Alla fine del 2020 la Fed ha dichiarato che "monitorerà e valuterà il sistema finanziario per le vulnerabilità legate al cambiamento climatico attraverso il suo quadro di stabilità finanziaria"

La Federal Reserve ha fatto una serie di annunci relativi al clima negli ultimi mesi, unendosi al Network for Greening the Financial System a dicembre e poi istituendo un nuovo comitato di supervisione sul clima a febbraio. Quindi si può, in ultima analisi, affermare come, tuttavia, mentre questi sono primi passi importanti, la Fed dovrebbe fare di più per affrontare il cambiamento climatico, che a sua volta può aiutarla a soddisfare il suo mandato.

Secondo l'Environmental Protection Agency, gli immobili causano circa un terzo delle emissioni di gas serra degli Stati Uniti, e i trasporti rappresentano circa il 28%. Incoraggiando l'ecologizzazione di questi beni, tramite il suo portafoglio, la Fed potrebbe influenzare significativamente il contributo degli Stati Uniti alla mitigazione del cambiamento climatico. Infine, per quanto riguarda il settore automobilistico, la Fed potrebbe seguire gli standard stabiliti dall'accordo sulle emissioni tra il California Air Resources Board e cinque produttori di auto (Ford, Honda, BMW, Volvo, Volkswagen) che richiede una riduzione annuale del 3,7% delle emissioni di gas serra delle nuove autovetture.

BOE

Nel 2020, per la prima volta, la BOE ha pubblicato un report su come includere il tema del cambiamento climatico nel suo compito di garantire la stabilità finanziaria. Ci si è resi conto che vi fosse urgente necessità di valutare, gestire e approfondire la comprensione dei rischi finanziari derivanti dal cambiamento climatico. Inoltre, per assicurare che il mercato avesse le giuste informazioni per valutare il rischio legato al clima, la BOE ha anche sostenuto la necessità di fornire informazioni coerenti, comparabili e complete sul clima.

La governance dei rischi finanziari legati al clima è inclusa nelle strutture di governance della Banca. Per quanto concerne la strategia invece, essa si concentra sulla comprensione e l'attenuazione dei rischi finanziari derivanti dal cambiamento climatico. Il cambiamento climatico è difatti stato reso una delle priorità strategiche della Banca nel gennaio 2020. Anche il governo britannico ne ha riconosciuto l'importanza, includendo esplicitamente il cambiamento climatico nella lettera di mandato del Comitato di politica finanziaria (FPC) nel marzo 2020.

La strategia climatica della Banca è strutturata su tre temi: rischio, reporting e rendimento.

- A. Rischio: Il rischio mira a garantire che le imprese e gli investitori possano misurare e gestire i rischi finanziari derivanti dal cambiamento climatico.

- B. Reporting: Si concentra sul miglioramento della quantità e della qualità delle informazioni relative al clima attraverso l'implementazione di un quadro comune
- C. Rendimento: È incentrato sull'aiutare le aziende e gli investitori a identificare meglio le opportunità nella transizione verso un'economia neutrale dal punto di vista delle emissioni di carbonio.

È stato intrapreso un esercizio approfondito con data analyst esterni per valutare i rischi finanziari derivanti dal cambiamento climatico e studiare come il portafoglio di attività finanziarie della BOE lo influenzi. Tramite l'uso di una serie di metriche si è potuto constatare come la quota di gran lunga maggiore (il 96%) delle attività detenute nei portafogli di attività finanziarie della BOE è detenuta in un veicolo giuridico separato noto come Bank of England Asset Purchase Facility Fund (BEAPFF). Di questo, il 98% è stato investito in titoli di Stato sovrani del Regno Unito e solo il 2% in obbligazioni societarie.

Il portafoglio della Banca è quindi materialmente allineato a quello del Regno Unito e Il Regno Unito ha una bassa impronta di carbonio rispetto ad altre grandi nazioni del G7. Infatti, il più grande portafoglio della Banca - il portafoglio di titoli di Stato sovrani del Regno Unito BEAPFF - ha un'intensità di carbonio media ponderata di 202 tonnellate di CO₂ equivalenti per milione di sterline di PIL, rispetto a un portafoglio di riferimento del G7 di 336.

Le stime del rischio di transizione e del rischio fisico nel portafoglio riflettono anche quelle del Regno Unito nel suo complesso. Per il rischio di transizione, il Regno Unito ha una certa esposizione al rischio di attività petrolifere e di gas per le sue rimanenti riserve del Mare del Nord.

In termini di rischio fisico, le stime suggeriscono che le precipitazioni estreme e l'innalzamento del livello del mare pongono i rischi fisici più significativi per le partecipazioni sovrane della BOE. Ad ogni modo, i rischi sono nella metà inferiore di quelli affrontati da altri paesi, riflettendo così il clima relativamente moderato del Regno Unito. L'analisi, quindi, suggerisce che il portafoglio è coerente con un aumento medio della temperatura di 3,5°C sopra i livelli preindustriali entro il 2100, in linea con le stime del mercato complessivo, e all'interno di un intervallo dai fornitori di dati di 1,75°C a 4°C

Come già detto e come è possibile osservare nella figura 3.10 il Regno Unito ha una bassa impronta di carbonio rispetto alle altre nazioni del G7, e pertanto il WACI (weighted average carbon intensity) delle partecipazioni sovrane della Banca è inferiore a quello di un portafoglio rappresentativo di obbligazioni sovrane del G7.

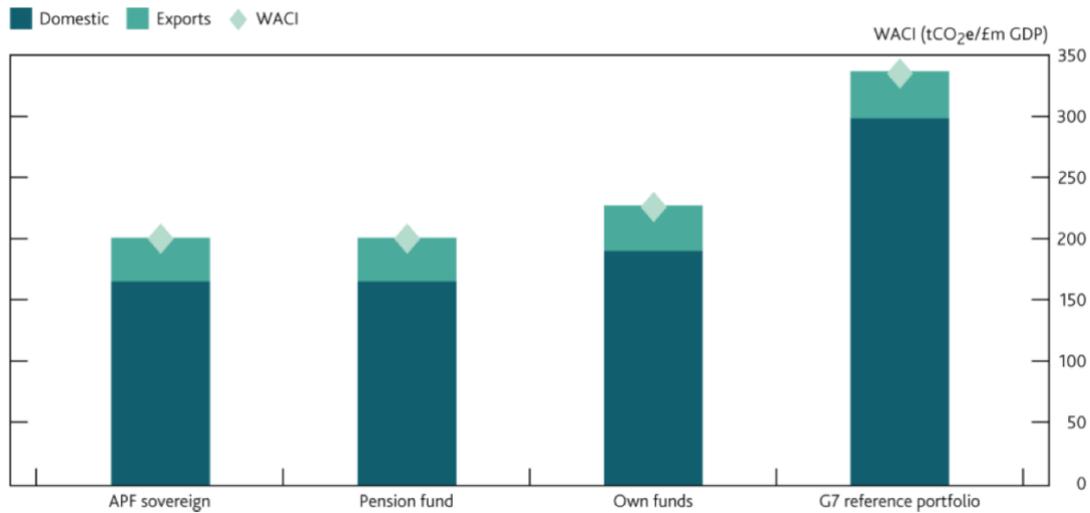


Figura 3.10:

Fonte: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/annual-report/2020/climate-related-financial-disclosure-report-2019-20.pdf?hash=5DA959C54540287A2E90C823807E089055E6721B&la=en>

Inoltre, il grafico 3.11 mostra che il WACI del portafoglio societario APF (asset purchase facility) è ampiamente nella gamma di portafogli di riferimento comparabili.

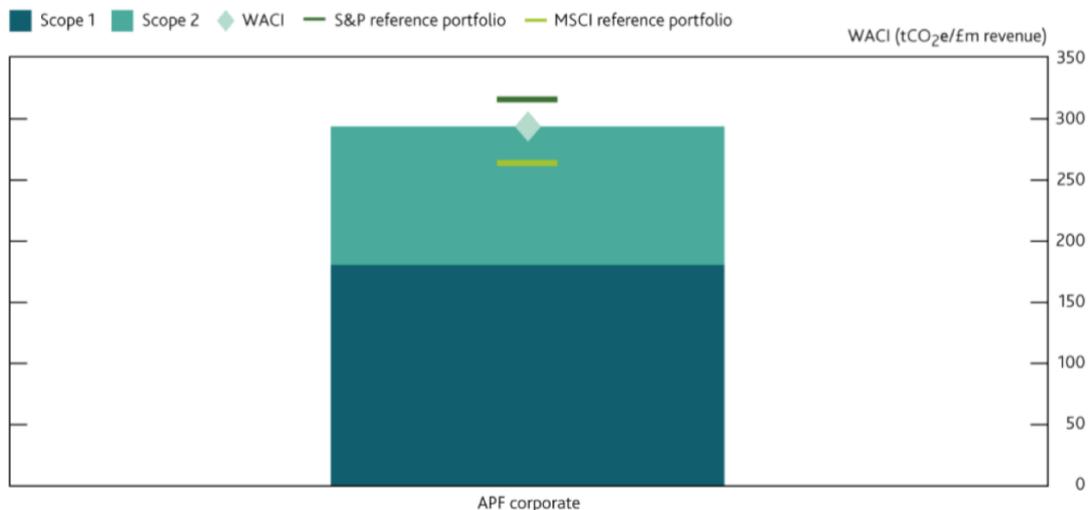


Figura 3.11

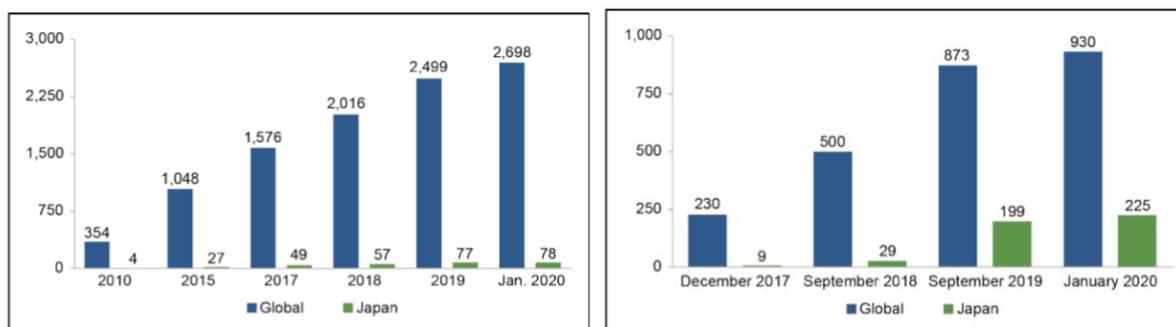
Fonte: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/annual-report/2020/climate-related-financial-disclosure-report-2019-20.pdf?hash=5DA959C54540287A2E90C823807E089055E6721B&la=en>

BOJ

Sarebbe certamente azzardato descrivere il Giappone come leader nella finanza sostenibile. Ad ogni modo gli ultimi due anni hanno visto numerose iniziative, sia pubbliche che private, volte ad allineare il sistema finanziario alla sostenibilità. Di conseguenza, il Giappone si è ora trasformato da un paese con bassi tassi di impegno ESG, in cui gli investitori avevano difficoltà a ottenere e valutare i dati ESG a livello aziendale, in uno dei mercati in più rapida crescita per gli investimenti responsabili.

Un importante impulso nella promozione della sostenibilità in tutti i rami del governo è arrivato nel maggio 2016 con l'istituzione del "SDGs Promotion Headquarters", un nuovo organo di gabinetto presieduto dal primo ministro e composto da tutti i ministri del governo e dai rappresentanti delle agenzie governative pertinenti. Grazie a questo comitato si sono iniziati a considerare i modi per promuovere la sostenibilità e gli investimenti ESG.

Però bisogna sottolineare come, nonostante gli sforzi del governo per promuovere gli investimenti sostenibili e responsabili, l'interesse tra le istituzioni finanziarie è rimasto limitato fino a poco tempo fa. Di fatti a partire dal 2019-2020, le organizzazioni giapponesi che hanno sottoscritto i Principi per l'investimento responsabile (PRI) sono notevolmente aumentate rispetto agli anni passati come mostrato in figura 3.12.



Source: PRI (2020).

Source: FSB-TCFD (2020).

Figura 3.12: A dx si possono vedere i firmatari dei PRI in Giappone rispetto al mondo. A sx coloro che supportano la Task Force on Climate-related Financial Disclosures. Questi due grafici servono per evidenziare il maggior interesse registrato in Giappone negli ultimi anni.

Fonte: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/571621/adbi-wp1083.pdf>

3.5 Raccomandazioni per le BC

- I. Aumentare la trasparenza intorno agli acquisti e al processo di selezioni dei green bond:

Le BC dovrebbero infatti divulgare il modo in cui il rischio del cambiamento climatico è contabilizzato e incorporato nel loro nel loro processo decisionale. Si potrebbero offrire

ulteriori dettagli su come si selezionano le attività per l'ammissibilità delle obbligazioni da comprare che rispettano i criteri e se si tiene conto o meno dei rischi legati al clima, per includere i danni climatici così come i rischi di transizione.

II. Indagare l'impatto dei loro investimenti sia su high-carbon che su low-carbon:

si potrebbero ad esempio tracciare delle analisi sull'impatto materiale della politica monetaria sugli investimenti ad alta e bassa emissione di carbonio. Si potrebbe anche esaminare l'impatto che la politica monetaria sta avendo sulla transazione climatica.

III. Si potrebbe prendere in considerazione l'idea di cambiare le strategie di acquisto:

Il primo passo da intraprendere potrebbe essere quello di revisione dei criteri di idoneità al fine di adottare un approccio più proattivo nei confronti del rischio climatico. In che modo? Ad esempio, ritenendo le imprese non idonee se le agenzie di rating non sono d'accordo sullo status di investment grade. Inoltre, riprendendo il punto II, la politica monetaria potrebbe essere usata più efficacemente per sostenere la crescita sostenibile a lungo termine, per esempio acquistando obbligazioni "verdi" emesse dalle banche di sviluppo (Banca europea per gli investimenti)

IV. Le banche centrali dovrebbero comunicare e coordinarsi con i responsabili della politica fiscale e le autorità di regolamentazione finanziaria:

Lavorare di concerto con altre istituzioni permetterà alle banche centrali di armonizzare lo sforzo politico complessivo volto a realizzare una transizione rapida e senza intralci verso un'economia a basse emissioni di carbonio.

Conclusione

L'obiettivo dell'elaborato è stato quello di analizzare singolarmente i programmi di acquisti condotti dalla BCE. Dapprima ci si è soffermati sull'APP, varato e condotto in tempi normali, e successivamente sul PEPP, programma di emergenza voluto fortemente dalla presidente Lagarde in risposta alla crisi pandemica. La risposta della BCE, tramite i due programmi, è quindi da considerarsi ingente ed appropriata. Ciò che è emerso è che la BCE avendo come fine ultimo il garantire la stabilità finanziaria e dei prezzi nella zona euro, sia riuscita a prestare supporto all'economia reale facilitando il credito ai consumatori laddove alcune banche sembravano in difficoltà nel concederlo.

Inoltre, rispetto a UK e USA il mercato in Europa ha reagito meglio alla crisi pandemica proprio a testimonianza del fatto che si sapeva che la BCE sarebbe intervenuta garantendo liquidità in un periodo molto complicato. I c.d. effetti segnalazione hanno così funzionato in maniera adeguata. Lagarde osservò inoltre come all'annuncio del PEPP le condizioni di mercato si stabilizzarono addirittura prima che la BCE comprasse una sola singola obbligazione. Il PEPP ha quindi funzionato ed ora può passare da un ruolo emergenziale ad uno di aiuto all'APP.

Nel secondo capitolo si è portato alla luce un tema chiave come la lotta al cambiamento climatico, argomento troppo spesso dimenticato negli anni scorsi e che necessariamente ora dovrà assumere un ruolo centrale. Nello specifico il portafoglio della BCE sta ultimamente cogliendo i segnali mandati dagli investitori (ormai quasi tutto environmental conscious) e varando verso aziende maggiormente green. Nell'elaborato si è segnalato come molto spesso le aziende che inquinano di più sono quelle che emettono più green bond e quindi, nel valutare l'impatto ambientale di un portafoglio tipo, bisogna stare ben accorti ed analizzare questi ulteriori aspetti critici.

Ad ogni modo, la BCE e l'Europa tutta si sono impegnate nel garantire la lotta al cambiamento climatico e a raggiungere la carbon neutrality entro il 2050. Il cambiamento di azioni non dovrà rimanere limitato alle istituzioni finanziarie ma ogni cittadino dovrà facilitare questa lotta diventando esso stesso un investitore green.

Infine, nel terzo capitolo, si è analizzata la reazione dei mercati ad un evento così inaspettato sottolineando come la reazione sia stata globale rispetto alla crisi dei mutui sub prime del 2008 in America. Infatti, all'epoca si pensava ai mercati finanziari come entità tra loro separate; l'Europa commise l'errore di sentirsi esente ma da lì a due anni subì la pesante crisi finanziaria dei debiti sovrani. Nel 2020, nonostante alcuni momenti iniziali di tensione, si sono unite le forze cercando di raggiungere in maniera coesa lo scopo comune. È stato inoltre tracciato un quadro generale circa le politiche attive per combattere il cambiamento climatico di ognuna delle principali BC e se ne è

evinto un grave ritardo della Fed e della BOJ. Mentre, per quanto concerne la BOE, ha un WACI tra i più bassi nel G7.

La strada da percorrere è ancora tanta ma sicuramente, unendo forze e intenti, il traguardo può essere più facilmente raggiungibile.

Fonti

<https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/pspp/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=1>

<https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2016/titoli-pubblici/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=102>

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

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

<https://www.ft.com/content/f776ea60-2b84-4b72-9765-2c084bff6e32>

<https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.en.pdf>

<https://voxeu.org/article/ecb-s-green-agenda>

https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210125_1~3fc4ebb4c6.en.html

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/climate/html/index.en.html>

<https://voxeu.org/article/central-banks-and-climate-change>

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2019~c199d3633e.en.html>

<https://voxeu.org/article/green-bonds-and-carbon-emissions-exploring-case-rating-system-firm-level>

https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2018/html/ecb.ebbox201807_01.en.html

https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210303_1~f3df48854e.en.html

<https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2019/march/climate-change-and-federal-reserve/>

<https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2021/february/climate-change-is-source-of-financial-risk/>

https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/wp-content/uploads/2017/05/ClimateImpactQuantEasing_Matikainen-et-al-1.pdf

<https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2021018pap.pdf>

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brainard20210218a.htm>

<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/annual-report/2020/climate-related-financial-disclosure-report-2019-20.pdf?hash=5DA959C54540287A2E90C823807E089055E6721B&la=en>

<https://www.boj.or.jp/en/research/brp/fsr/data/fsr210420a.pdf>

<https://www.adb.org/sites/default/files/publication/571621/adbi-wp1083.pdf>

Bibliografia

Emmons, W. R., & Neely, C. J. (2020). Responses of International Central Banks to the COVID-19 Crisis.

Tesche, T. (2020). The European Union's response to the coronavirus emergency: an early assessment. *LSE 'Europe in Question' Discussion Paper Series*, (157).

Rudebusch, G. D. (2019). Climate change and the Federal Reserve. *FRBSF Economic Letter*, 9.

Chenet, H. (2019). Climate change and financial risk.

Matikainen, S., Campiglio, E., & Zenghelis, D. (2017). The climate impact of quantitative easing. *Policy Paper, Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment, London School of Economics and Political Science*.

Scott, M., Van Huizen, J., & Jung, C. (2017). The bank's response to climate change. *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q2.

Campiglio, E., Dafermos, Y., Monnin, P., Ryan-Collins, J., Schotten, G., & Tanaka, M. (2018). Climate change challenges for central banks and financial regulators.

Schumacher, K., Chenet, H., & Volz, U. (2020). Sustainable finance in Japan. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 10(2), 213-246.

Ehlers, T., Mojon, B., & Packer, F. (2020). Green bonds and carbon emissions: exploring the case for a rating system at the firm level.

Azmat, G., Hassler, J., Ichino, A., Krusell, P., Monacelli, T., & Schularick, M. A call to impact: Special Issue of Economic Policy on the economics of climate change.