# *Il ruolo della BCE durante la pandemia*

*Alessio Careddu*

## Sommario

***Introduzione*** ..... ***2***

***Capitolo I La pandemia e le sue conseguenze*** ..... ***3***

**1. La crisi sanitaria** ..... **3**

**1.1 Dalla crisi sanitaria alla crisi economica** ..... **9**

**1.1.1 Impatto economico in Italia** ..... 11

**1.2 L'impatto macroeconomico della crisi** ..... **11**

**1.2.1 Impatto sulla produzione** ..... 14

**1.2.2 Impatto sull'occupazione** ..... 15

**1.2.3 Impatto sulle esportazioni e sulle importazioni** ..... 16

***Capitolo II La strategia della banca centrale europea*** ..... ***17***

**2. Obiettivi della Bce durante la pandemia.** ..... **17**

**2.1 Aiutare l'economia ad assorbire lo shock provocato dalla crisi in atto.** ..... **17**

**2.2 Mantenere accessibile il costo dei finanziamenti.** ..... **19**

**2.3 Sostenere l'accesso al credito da parte di famiglie e imprese** ..... **20**

**2.4 Assicurare che i timori di breve periodo non blocchino il credito.** ..... **25**

**2.5 Aumentare la capacità di finanziamento delle banche.** ..... **26**

**2.6 Preservare la stabilità finanziaria attraverso la cooperazione internazionale** ..... **27**

***Capitolo III Misure di politica monetaria e vigilanza bancaria adottate*** ..... ***29***

**3. Politica monetaria e vigilanza bancaria** ..... **29**

**3.1 Politica monetaria e vigilanza bancaria antecedente all'inizio della pandemia** ..... **31**

**3.2 Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO III), Longer-Term Refinancing Operations (LTROs) e Pandemic Emergency Longer-Term Operations (PELTROs)** ..... **34**

**3.3 Asset Purchase Programme (APP).** ..... **36**

**3.4 Il Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP).** ..... **38**

**3.4.1 Impatto sui mercati finanziari** ..... 40

**3.5 Misure di vigilanza bancaria: Quick fix** ..... **41**

**3.5.1 Moratorie e l'impatto sui fallimenti e le uscite dal mercato delle imprese italiane** ..... 44

***Conclusione*** ..... ***47***

***Bibliografia*** ..... ***49***

# Introduzione

La crisi del Covid-19 ha avuto inizio in seguito allo scoppio a Wuhan, in Cina, di un'infezione della famiglia SARS-Covid diffusasi globalmente tra la fine del 2019 e l'inizio del 2020. Questo virus si è rivelato sin da subito molto contagioso, con la peculiarità di poter essere privo di sintomi per alcuni individui con tempi di incubazione dai 2 ai 5 giorni e ciò ha accentuato le difficoltà nel contenerlo per limitarne la diffusione forastica.

La gran parte dei soggetti infettati, guariscono grazie a terapie e misure generalmente già utilizzate senza bisogno di trattamenti particolari; al contrario, nel peggiore dei casi, la malattia può degenerare. In particolar modo, per i soggetti immunodepressi o con patologie pregresse tendenzialmente di natura polmonare, la malattia può protrarsi nel tempo peggiorando le condizioni dell'individuo contagiato, portando anche al decesso solitamente causato da un'insufficienza polmonare.

Durante le prime fasi dello scoppio della pandemia, l'unico strumento a disposizione dei governi nazionali per prevenire il contagio è stato il distanziamento sociale, in attesa della messa a punto di una cura specifica e di un efficace vaccino. Questo strumento è stato poi concretizzato in un lockdown che ha previsto la limitazione, tramite vincoli comunicati tramite decreti del governo, della mobilità delle persone, comportando la chiusura delle scuole, università ed uffici pubblici, il blocco totale di attività e servizi commerciali ritenuti non essenziali, la riorganizzazione e ridimensionamento di attività produttive ritenute essenziali per garantire la salute degli stessi lavoratori ed infine il contenimento delle attività di esportazione ed importazione nonché l'annullamento di qualsiasi attività inerente il turismo.

# Capitolo I La pandemia e le sue conseguenze

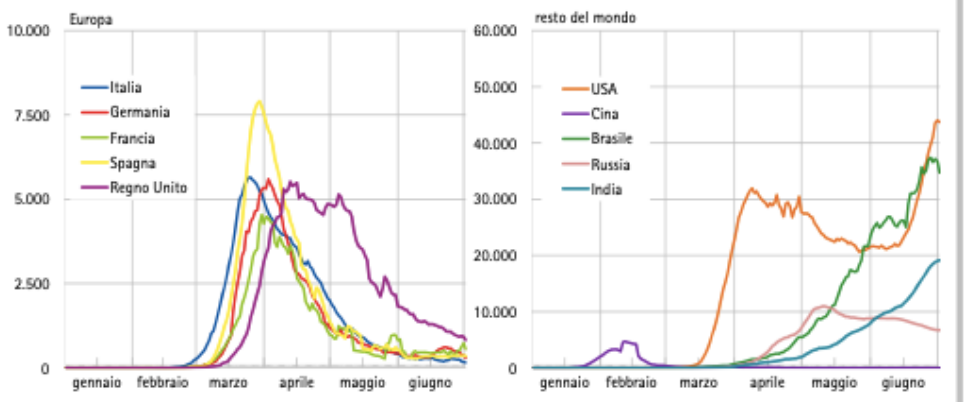
## 1. La crisi sanitaria

L'infezione causata da questo virus, dopo essersi manifestata per la prima volta in Cina a Wuhan, nella provincia di Hubei, nell'arco di tempo compreso tra fine 2019 ed inizio 2020, è stata immediatamente identificata come una pandemia destinata a coinvolgere molti paesi globalmente ed ovviamente ad essere la causa di preoccupanti conseguenze, naturalmente sanitarie, nonché economiche e sociali. Il suo nome deriva da una sigla composta da "CO", stante per corona, "VI" stante per virus, "D" per malattia e 19 indicante l'anno in cui si è diffuso lo stesso, identificato fisicamente come un RNA solitario con una grandezza che va dagli 80-120 nm. L'11 marzo del 2020 è il giorno in cui il nuovo virus Covid-19 è stato ufficialmente individuato come la causa di una pandemia globale dal World Health Organization (WHO), dovuto ad un forte incremento dei casi di morte globalmente, legati alla diffusione del Covid. Il 30/06/2020, lo stesso aveva infatti già coinvolto oltre 200 paesi, contagiato all'incirca 11 milioni di persone ufficialmente certificate come infette e provocando così intorno alle 500 mila vittime definendo un tasso di letalità (quota di decessi/popolazione contagiata) pari al 5% circa. Inoltre, il Global Committee on Taxonomy of Viruses (ICTV) ha riconosciuto che l'infezione dovuta da questo virus, identificata come SARS-CoV-2 (Severe acute respiratory syndrome-coronavirus-2), avrebbe portato a grandi e pericolose difficoltà respiratorie [2] in tutti i soggetti che lo avessero contratto. Nonostante, infatti, i sintomi siamo lievi soprattutto per bambini e giovani adulti, risulta comunque una percentuale intorno al 20% di soggetti che necessitano il ricovero. Il Corona è stato poi immediatamente suddiviso in quattro sottogruppi, chiamati α-, β-, γ-, e δ, un dato scoraggiante sicuramente data la necessità di combattere la diffusione dello stesso, ulteriormente complicata dalla presenza di più matrici, che nella prospettiva di un vaccino ne avrebbe aumentato la difficoltà di raggiungimento di efficienza massima.

Dopo essersi diffuso inizialmente in Cina, i primi sintomi allo stesso associati e visibili soprattutto durante le prime fasi della sua diffusione, sono stati intensa difficoltà respiratoria, mal di testa, affaticamento, mal di gola, febbre lieve [3]. Sintomi che sono stati riconosciuti in differenti regioni africane quali Egitto, Algeria e Nigeria e anche in altri paesi europei, che ne avevano decretato l'inevitabile e prevedibile diffusione globale. Diffusione, peraltro, che si è verificata con grande rapidità e violenza ad indicare la sua elevata contagiosità e trasmissione da un individuo all'altro, caratteristica etichettata come una delle cause principali della violenta diffusione dello stesso. La

pandemia si è rapidamente diffusa anche in Italia, coinvolgendo progressivamente un sempre crescente numero di economie avanzate per raggiungere infine anche i paesi in via di sviluppo (Come osservabile dalla Fig.1)

**Fig. 1 – Contagi nei maggiori paesi colpiti dalla pandemia nel primo semestre 2020**
(media mobile su 7 giorni)




Fonte: European Centre for Disease Prevention and Control.

Ciò è dovuto principalmente, come detto, all'aggressività e all'estrema contagiosità di questo virus, anche nei confronti di quei soggetti che non presentavano alcun tipo di sintomatologia. Per di più, non essendo mai entrati in contatto con lo stesso, gli individui non avevano sviluppato alcun tipo di anticorpo in grado di proteggerli, rendendo così tutti potenzialmente suscettibili al contagio. Questo dato è osservabile dal grafico (Fig.1), che si riflette in una curva dei contagi molto ripida all'inizio dell'epidemia per qualsiasi nazione considerata, motivo che ha portato in seguito a prendere delle misure necessariamente e straordinariamente rigide, per quella che può essere considerata una delle più gravi patologie respiratorie comparse in anni recenti.

La diffusione dell'infezione a livello globale ha fatto emergere le gravi carenze dei sistemi sanitari di molti paesi, che a causa degli elevati numeri di contagio riportati, non erano in grado di gestire la situazione e ha lasciato spazio a vari quesiti da risolvere per i governi di tutti i paesi, tra i quali: come reagire prontamente a questa crisi in maniera uniforme per tutte le attività, come attivare processi in grado di tutelare la salute dei cittadini ed infine come supportare le professioni degli individui nei diversi settori di loro competenza.

Queste sono le ragioni che hanno spinto i governi nazionali a fare inizialmente ricorso all'isolamento di contagiati o soggetti entrati in contatto con questi, in modo tale da avere anche uno strumento per monitorare la diffusione del Covid nelle città. Per esempio, in Cina, inizialmente era stata proposta questa soluzione mirata a coinvolgere specifici quartieri delle città, per evitare di arrivare a bloccarle interamente, interrompendo bruscamente la totalità delle loro attività così causando conseguenze economiche più pesanti. Dopo il raggiungimento inevitabile di numeri più elevati di contagiati, anche

e soprattutto nella forza lavoro, data la difficoltà di contenere interazioni tra questi soggetti, sono incrementati i numeri dei casi dei soggetti in isolamento e ovviamente anche degli individui che maggiormente accusavano fisicamente i sintomi del contagio (immuno-depressi e soggetti deboli), o che si trovavano a combattere violente manifestazioni dello stesso con un conseguente aumento drastico del numero delle morti.

Di fronte a questo terribile scenario, l'unico mezzo in grado di spezzare il ritmo dell'incessante crescita del numero dei contagi è risultato essere un rigido distanziamento sociale. Nello specifico, in Europa, dopo essere stati sospesi i voli da e per la Cina, hanno seguito la chiusura delle scuole, forti vincoli alla libera circolazione degli individui anche all'interno degli stessi confini nazionali, la sospensione di ogni tipologia di evento ed infine la sospensione di attività produttive non ritenute essenziali in questo stato di crisi: il *lockdown*.

Questa è stata una soluzione adottata più volte nel corso dell'evoluzione della pandemia, alternando momenti in cui l'eccessivo stress del sistema sanitario non poteva che richiedere nuove restrizioni e limitazioni alla mobilità, a momenti in cui le conseguenze sul piano economico si stavano facendo eccessivamente gravi e non trascurabili da poter permettere una riapertura che facesse respirare i settori maggiormente colpiti da queste restrizioni.

Questo è stato il trade-off che ha interessato i governi di tutti i paesi durante questo periodo senza precedenti, soprattutto considerando l'ormai inarrestabile processo di globalizzazione e le mobilitazioni senza alcuna tipologia di freno che hanno fatto sì che la pandemia si sia diffusa con estrema rapidità e violenza su tutti i continenti.

In definitiva, le sfide più grandi a cui sono state sottoposte le strutture sanitarie sono state sicuramente le difficoltà nell'identificazione, isolamento e trattamento dei casi sospetti o dei pazienti contagiati, nonché il sovraffollamento delle stesse e la carenza di personale medico e clinico.

Anche sul piano sociale è stato ovviamente osservato un notevole impatto, causato dal distanziamento da famiglie, amici e parenti, l'impossibilità di usufruire di tutti quei luoghi che quotidianamente vengono sfruttati da chiunque sia come punto di ritrovo che come spazi dove liberamente concedere del tempo a sé stessi. Inoltre, questa minaccia globale è irrotta nelle nostre vite con estrema violenza causando paura tra tutte le popolazioni e cittadini, con sentimenti negativi e pensieri che non hanno sicuramente aiutato nella prevenzione dalla diffusione del virus con comportamenti alle volte eccessivamente rischiosi da parte di singoli individui o anche dalla massa stessa.

Queste paure e questi atteggiamenti, hanno contribuito a diffondere alterazioni nella vita sociale di

tutti i giorni, con azioni guidate dalla preoccupazione che hanno generato incertezza e sfiducia nel prossimo, che da un lato hanno aiutato nel processo di circoscrizione del contagio e dall'altro hanno creato anomalie nelle relazioni sociali tra le persone, alterandone come detto le abitudini e lo stile di vita e contribuendo alla diffusione di pensieri e sensazioni di negatività tra i cittadini.
A lungo andare queste dinamiche hanno contribuito alla diffusione del panico e disastro tra la massa guidata dall'ansia e dalla paura nei confronti del prossimo, specialmente verso assembramenti di qualsiasi tipo che, come diffuso da tutte le entità pubbliche, poteva incrementare il rischio di essere contagiati.
Sentimenti di panico che sono emersi in alcune situazioni che hanno lasciato impresse immagini che rimarranno nella storia. Tra queste le corse agli scaffali dei supermercati, che lasciano emergere l'egoismo del singolo in situazioni critiche che in primo luogo pensa al benessere proprio e della propria famiglia prima di qualsiasi altra cosa, cercando di ridurre al minimo qualsiasi tipologia di rischio che potesse in qualche modo danneggiarli e che hanno lasciato spazio ad atteggiamenti spesso infantili, nonché dimostrazioni di incertezza ed anche alle volte ignoranza non sorprendente della popolazione di tutti gli stati coinvolti e purtroppo delle persone più indifese o con meno mezzo a supporto a disposizione. Eventi che hanno espresso chiaramente la confusione, dovuta anche all'assenza spesso di informazioni che potessero rasserenare la massa popolare, in grado di fornire spiegazioni circa l'evoluzione dei fatti nonché delle prospettive che questa pandemia avrebbe potuto promettere per il futuro. Uno dei più iconici può essere sicuramente la tipica corsa agli scaffali (Fig.1) che per esempio in Italia avveniva costantemente in seguito all'emissioni del decreto legislativo del governo che annunciava il prolungamento della quarantena e quindi la necessità di ottenere più beni primari possibili per evitare di modificare quantomeno le abitudini alimentari della propria famiglia.

Nonostante il verificarsi di questi spiacevoli ma prevedibili fatti, è stato anche un periodo che ha permesso la libera espressione di gesti di umanità sconfinata, di spirito di sacrificio per la comunità, nonché l'elevazione dei principi guida e dell'unità tra le persone in generale che sono aumentate omogeneamente durante questo difficile periodo di crisi. Un esempio lampante è stato sicuramente il duro lavoro che è stato affrontato da infermieri e medici, in un momento di estremo bisogno di forza lavoro specializzata, laddove non era presente, a causa di gravi carenze dei sistemi sanitari in gran parte dei paesi che sono stati colpiti dalla pandemia. Un gran numero di volontari infatti, si è messo a disposizione, rischiando anche di mettere a repentaglio la propria salute, nel tentativo di fornire supporto alle strutture sanitarie, di conseguenza ai numerosi individui colpiti dalla malattia che

riversavano in gravi condizioni, per evitare un affollamento delle stesse che avrebbe decretato il collasso dell'intero sistema ed un peggioramento delle speranze di fuoruscita da una situazione critica in un momento in cui le tempistiche per il completamento della creazione di un vaccino efficace erano ancora molto lontane.
Il comportamento della collettività è stato inoltre molto importante nel contenimento della diffusione del SARS-Cov-2. Molte volte il pensiero del singolo viene condizionato dal comportamento altrui, ciò è stato molto utile dal momento in cui si sono diffuse utili pratiche nel tentativo di rallentare l'irrefrenabile contagio. Pratiche che sono state condivise ovviamente da enti specializzati sanitari e pubblicamente riconosciuti come tali, in modo tale da avere a disposizione una serie di regole da seguire pedissequamente per il bene, innanzitutto proprio, e conseguentemente della collettività. Tra questa le più utili sono state sicuramente il lavaggio delle mani in maniera precisa ed adeguata soprattutto sui posti di lavoro, dove alle volte venivano utilizzati i guanti così da evitare il rischio di non aver eseguito il lavaggio in maniera corretta o in situazioni dove magari il contagio poteva essere più probabile dato il contatto e l'assembramento tra molti soggetti o in attività che richiedono grande manualità. In secondo luogo, l'utilizzo delle mascherine ha sicuramente avuto un ruolo fondamentale, da quelle chirurgiche alle FFP2, nel limitare le probabilità che pur interagendo nello stesso luogo o entrando in contatto, più persone potessero trasmettere tramite il respiro il virus.
Una terza pratica che potrebbe sembrare scontata ma non lo è stata affatto, è stata la sanificazione dei luoghi chiusi, per esempio ristoranti che ne hanno garantito la possibilità di continuare a lavorare quantomeno nelle fasi inziali della pandemia prima del lockdown, dato che ha reso gli spazi e gli oggetti utilizzabili da più persone in archi di tempo ridotti.
Lo stesso usa e getta è stato infatti di grande aiuto così da evitare di condividere strumenti o risorse che potessero in qualche modo causare il contatto con beni usati da altri individui in precedenza.

Gli stessi soggetti contagiati, ritornando al discorso degli atteggiamenti della collettività, hanno avuto una forte influenza sul resto delle persone ancora non entrate in contatto con il virus. Hanno avuto un'influenza sia negativa che positiva ovviamente, data la presenza sia di soggetti in grado di dare l'esempio e prendere lezione dalle proprie esperienze ispirando anche la comunità, che soggetti convinti di essere ormai immuni e che quindi hanno smesso di prendere precauzioni, lasciando passare così un messaggio sbagliato a chi li circonda.
Questi ultimi sono stati in seguito danneggiati dato che, si è poi scoperto, che una volta contagiati e nonostante la produzione di anticorpi, il virus potesse nuovamente contagiare gli stessi, data la presenza come detto in precedenza sia di diverse matrici del covid, che di evoluzioni della struttura dello stesso in differenti contesti che poi poteva essere trasmesso al di fuori dei confini nazionali.

In questo contesto, dunque, l'incoerenza nella vita sociale è influenzata non solo da chi si trova nella fase più grave di contaminazione o capitolazione della malattia, ma anche da chi può ricevere raccomandazioni per ridurre la diffusione dell'infezione. Gli indigenti non possono ricoverarsi in alcun modo e tantomeno in nessuna struttura, le famiglie in alloggi privi di acqua corrente non possono mantenersi igienizzati, gli individui che sono confinati da uno stato d'essere (ad esempio, in carceri, detenzione per migranti comunità o campi di esilio) potrebbero aver bisogno di spazio, le persone potrebbe non sapere come agire e quindi astenersi dal cercare test o cure, le persone che dipendono dai trasporti generalmente non possono stare lontano da grandi gruppi e i lavoratori a basso salario svolgono spesso professioni (per ad esempio amministrazione, vendita al dettaglio, pulizie, lavoro rurale) dove i lavori a distanza sono impensabili. L'onere monetario è anche connesso alle condizioni precedenti, relative a tassi di desolazione più elevati una volta contaminati, ad esempio nelle persone aventi precedenti malattie e quindi individuati come soggetti immuno-depressi e di conseguenza più deboli, quali: diabete, malattie coronariche e malattie polmonari costanti come l'asma e la malattia respiratoria ostruttiva incessante.

Un quadro, dunque, che ha coinvolto la totalità della popolazione (Fig. 2), in ogni tipologia di assembramento, dagli istituti scolastici alla trasmissione all'interno delle stesse famiglie nonché conseguentemente all'interno di intere comunità, complicando ulteriormente la già complicata interazione sociale all'inizio della diffusione del virus e che con il tempo ha portato i governi di tutti i paesi coinvolti, o quasi, a prendere l'unica decisione ragionevolmente accettabile: il lockdown.

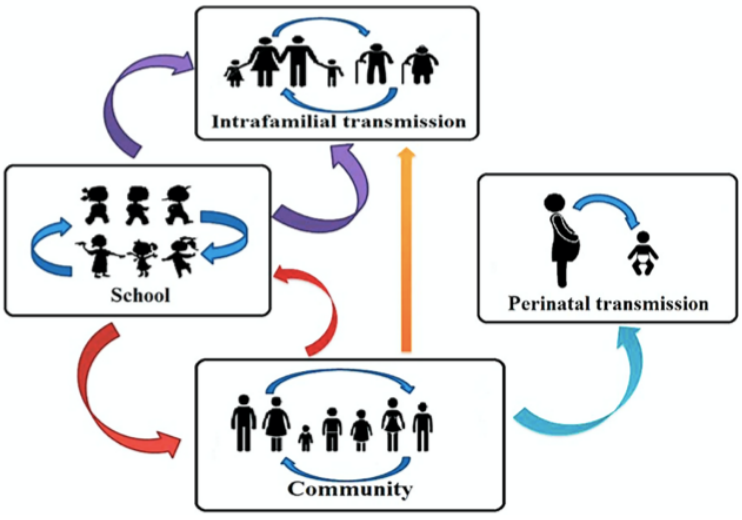



Fig 2

Le posizioni monetarie e lo squilibrio culturale sono inoltre collegati al livello di fiducia nelle istituzioni comunali, compreso il quadro dei servizi umani. Le reti di minoranze culturali e razziali hanno entrambe punti di segregazione autentici e attuali, che hanno portato alla sfiducia. Gli individui

di queste reti sono stati spinti ad essere vigili a trecento sessanta gradi per il benessere generale per loro necessario, meno pronti ad abbracciare le misure di sicurezza suggerite e possibilmente progressivamente indifesi di fronte a "notizie contraffatte" e per loro maggiormente preoccupanti. Ciò ha fatto emergere l'esigenza di concentrarsi maggiormente sul benessere generale e di affidarsi ad associazioni interne a queste reti o pubblicamente riconosciute per il ruolo dalle stesse rivestito.

## 1.1 Dalla crisi sanitaria alla crisi economica

In seguito all'incremento del numero delle misure prese per contenere l'inarrestabile pandemia, con la consapevolezza che queste non sarebbero state rimosse probabilmente entro l'arrivo di un efficace vaccino, è risultato evidente che ci sarebbero state delle pesanti ripercussioni sia sul piano economico che sociale. La pandemia ha infatti accelerato il più grande shock in termini di relazioni internazionali dalla Seconda Guerra Mondiale, con una forte riduzione sia del movimento delle persone che parallelamente delle merci da uno Stato all'altro, andando ad incrinare e così dimostrare la fragilità stessa della globalizzazione.

Il Covid e conseguentemente il lockdown, hanno infatti rivoluzionato la vita quotidiana delle persone segnandole per sempre, lasciando tracce che difficilmente potranno essere rimosse soprattutto per coloro che hanno subito lutti e gravi perdite familiari. Influenza che è stata da subito evidente sia sul piano dei servizi umanitari, un notevole impatto sull'economia monetaria e soprattutto un forte impatto sociale.

Analizzando nello specifico l'impatto monetario, dato che gli altri due sono stati prima discussi, è stato possibile notare una brusca riduzione nella produzione e accumulazione di prodotti di prima necessità che ha subito un forte rallentamento per poi ridursi notevolmente. Si è osservata un'interruzione nella flessibilità del range dei beni prodotti e una conseguente elevata perdita sul commercio sia nazionale che internazionale, che ha causato una grande riduzione nelle entrate dei mercati globali.

Infatti, in questo scenario complesso e messo duramente alla prova sono pochi i settori che sono riusciti a rimanere indenni e a subire poche conseguenze con la percentuale dei settori considerati maggiormente a rischio che è passata dal 35% al 65%. Ovviamente i settori maggiormente colpiti tra questi sono il turismo, la automotive e i trasporti: la diffusione del virus ha causato una riduzione dal e verso l'Europa a cui si è aggiunto un notevole rallentamento di gran parte dei servizi legati ai trasporti, con una perdita complessiva attestata intorno ai 6 miliardi di euro. Anche il settore della vendita al dettaglio ha faticato particolarmente, ovviamente ciò è dovuto alle restrizioni che sono state messe in atto. Esclusi i consumi inerenti il cibo ed il carburante, l'indice generale delle spese al dettaglio registra una forte diminuzione in molti paesi: in Italia la differenza tra il 2019 e il 2020 è

stata di 13 punti percentuali, in Francia di 6 e nel Regno Unito di 4. Parallelamente, le aziende che registrano un'elevata dipendenza dall'export e dalle catene di produzione globali, già da gennaio, quindi dalla diffusione del virus in Cina, hanno cominciato ad attraversare un periodo di sofferenza.
Altre aziende particolarmente colpite sono state quelle che a causa del fermo delle attività produttive, dato l'assetto finanziario caratterizzato da un'elevata leva finanziaria e da una scarsa liquidità, hanno sofferto l'impossibilità di generare adeguati flussi di cassa così da essere in grado di far fronte ai propri impegni assunti.
Altra sorte invece è spettata a settori che in questo scenario sono riusciti a trovare prospettive di sviluppo legate al loro settore di appartenenza. Tra questi si annoverano il farmaceutico e i bio-medicinale, non solo in una prospettiva di breve termine e quelli che offrono servizi immateriali come ICT e Telecomunicazioni.
Ad ogni modo, generalmente le aziende che hanno subito minori conseguenze causate dalla pandemia, sono state senza dubbio quelle che facilmente hanno potuto ovviare al problema della impossibilità di lavorare in presenza tramite lo *smartworking.* Infatti, senza considerare i settori appena citati, considerati cruciali nell'andamento della diffusione del virus, molte aziende sono riuscite ad operare anche da remoto specialmente per le attività ritenute ordinarie, secondo le direttive continuamente aggiornate dal ministro per la pubblica amministrazione.
Queste direttive, rispettando principi dell'alternanza, così da non porre in secondo piano alcuni settori rispetto ad altri, hanno garantito la continuazione del lavoro per molte aziende evitando di forzare i ritmi lavorativi per i dipendenti e garantendo così una maggiore flessibilità che è stata apprezzata in un periodo sicuramente molto complicato.
Lo *smartworking* ha così avuto ad oggetto, come detto, sia le attività ordinarie che nei limiti delle possibilità del loro svolgimento da remoto anche attività straordinarie, con la necessità per la dirigenza di assicurarsi delle condizioni dei propri dipendenti anche a seconda delle esigenze di presenza ristretta o meno così da evitare di peggiorare le loro condizioni salutari nel mantenimento dell'attività lavorativa. Infine, ha totalmente rivoluzionato le modalità lavorative con la conseguenza che si prevede, anche in assenza di condizioni sanitarie critiche, il proseguimento dell'utilizzo di questa modalità anche in futuro data la sua comodità e trasversalità.

### 1.1.1 Impatto economico in Italia

Per offrire un quadro dei cambiamenti economici osservati in Italia in seguito alla pandemia si può notare come alle misure di distanziamento sociale, sono corrisposti effetti negativi sia dell'offerta che della domanda di beni e servizi. Difatti, in seguito ad una riduzione nel 2020 del PIL dell'8,9% , nello specifico è stato registrato un calo dei consumi del 4% della spesa media mensile rispetto allo stesso periodo del 2019. Per parlare di dati concreti l'Istat ha infatti registrato nel suo report sui consumi, una marcata riduzione delle spese, escluse quelle per prodotti alimentari e per le abitazioni, di oltre il 12% rispetto alle stesse registrate nel primo trimetre dell'anno precedente.

Un dato questo veramente poco rassicurante calcolando che queste erano rimaste praticamente invariate (-0,4%) rispetto al 2018 e lontane dai livelli di consumo effettivamente desiderati. Inoltre, analizzando in termini reali questi dati, tenendo conto dell'andamento dell'inflazione tra 2019-20, le spese delle famiglie calano ulteriormente dell'1%. Si assisterà ad un progressivo recupero delle intenzioni d'acquisto solamente ad aprile (+5%), raggiungendo a maggio il 32,5% rispetto al mese precedente con un avvicinamento alla situazione pre-Covid. I rallentamenti nel processo di vaccinazione, inoltre, hanno portato a una perdita di 2 miliardi di euro di produzione.

Complessivamente dunque l'Italia, uno dei paesi più colpiti in termine di contagi e decessi, ha registrato una perdita complessiva del PIL pari all'8,9% nel 2020 e il livello del debito pubblico italiano ha raggiunto il 160% del PIL.

## 1.2 L'impatto macroeconomico della crisi

Parlando dell'impatto che questa crisi ha avuto, è stata più volte sottolineata la sua unicità, dato che come tutti sappiamo la stessa ha avuto luogo in seguito a misure precauzionali prese per limitare i danni alla salute di tutti i cittadini. Rappresentativa è la frase che denota queste misure come un mezzo che ha ibernato l'economia globale o accompagnata ad un coma indotto.

Le conseguenze principali sono state una riduzione degli output prodotti e dell'occupazione, che ha subito danni ancora più gravi di quelli osservati durante la Grande Depressione, inducendo l'economia mondiale ad un momentaneo stop assoluto.

La presente crisi ha avuto tre elementi chiave: una crisi esogena, non dovuta infatti ad alcuna variabile concernente la stabilità finanziaria; una crisi incerta, dato che il range di possibilità disposizione dei governi è dipeso da fattori non prevedibili e soprattutto non economici; per concludere una crisi totalmente globale, che ha infatti coinvolto all'incirca 216 paesi in tutto il mondo, una della più ampie mai avvenute prima d'ora in termini di raggio d'azione.

Una crisi con tali caratteristiche e una tale unicità, non ha che potuto richiedere una unica tipologia di risposta, attraverso diversi strumenti da parte di tutti gli stati coinvolti. Risposta che può essere

intesa per lo più in termini di obiettivi da raggiungere e perseguire: non tanto incrementare la domanda aggregata per suscitare un incremento nell'offerta, soprattutto visto che il confinamento a casa ha impedito l'efficacia dei tradizionali strumenti di macroeconomia, ma quanto offrire un'ancora di salvezza alle imprese ed alle famiglie durante il lockdown, attraverso l'approvvigionamento di necessarie risorse che fungessero da ponte durante questo periodo molto complicato. Questa è stata unica anche in termini di scopo, infatti è stata messa in atto una coordinazione senza precedenti di politiche monetarie, fiscali e di politiche prudenziali con una risposta a queste mai osservate prima d'ora sempre come conseguenza delle sue caratteristiche mai osservate prima.

Analizzandone una alla volta, la politica monetaria è stata incentrata maggiormente sul ruolo delle banche centrali di prestatore di ultima istanza, piuttosto che focalizzarsi prioritariamente sui dati concernenti i tassi di interesse come invece avviene solitamente durante la normale attività di queste ultime. I tagli sui tassi di interesse sono aumentati, principalmente per infondere fiducia nel mercato e anche tra le famiglie, piuttosto che per accelerare la domanda attraverso i classici canali utilizzati dalle banche centrali, quali tassi di rifinanziamento, tassi sui depositi interbancari e i tassi per i prestiti interbancari. Il ruolo di prestatore di ultima istanza è stato adattato alle necessità e alla natura dello shock permettendo un'evoluzione delle strutture del sistema finanziario. Quest'evoluzione ha inoltre modificato il ruolo delle banche centrali che hanno assunto una posizione di dealer, agendo da compratore di ultima istanza piuttosto che da prestatore fine a sé stesso. Infatti, si sono verificati acquisti su larga scala delle attività, sia del settore privato che pubblico, nel tentativo di stabilizzare i mercati.

Per quanto riguarda le politiche prudenziali, solitamente focalizzate nel disegnare le linee guida dei comportamenti delle banche attraverso sistemi di regole che impongono una serie di requisiti patrimoniali e di bilancio, per evitare collassi sia microprudenziali che conseguentemente macroprudenziali nel sistema economico, si è assistito ad un atteggiamento quasi opposto.

Proprio per evitare il collasso del sistema economico e finanziario, come accaduto in passato durante la GFC, anche causato da un forte credit crunch, piuttosto che assistere ad un consolidamento dei requisiti sopra menzionati ed una stretta di queste regole anticicliche, è stata attuata una diffusione delle riserve e dei capital buffer accumulati tramite concessione di credito per evitare l'interruzione del credit flowing.

Anche sul piano fiscale, dato il forte impatto sul piano dell'occupazione, sono state prese importanti misure quali ad esempio l'aspettativa concessa ai lavoratori da parte delle imprese e forti garanzie concesse ai prestatori, per evitare ulteriori complicazioni causate dal più che necessario lockdown sul piano occupazionale; ad ogni modo queste misure verranno analizzate più nello specifico nei capitoli successivi.

Nello specifico andando ad osservare i dati dell'impatto macroeconomico che questa crisi ha portato, nonostante la riduzione dei contagi che dimostrava l'efficacia del *lockdown*, dal punto di vista strettamente economico, come detto, si è verificato uno shock sia dal lato dell'offerta che dal lato della domanda (Fig. 3).

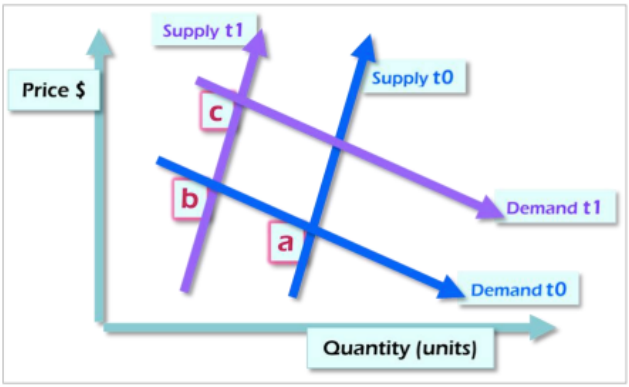



Fig.3

Per quanto riguarda l'offerta, come vedremo a breve, si è osservata una contrazione dell'offerta causata principalmente da un'iniziale contrazione della fornitura della potente forza produttiva cinese. Anche sul lato della domanda, si è ovviamente verificata una risposta a questa contrazione dell'offerta, con uno spostamento della curva verso l'alto, come visibile dal grafico (Fig. 7), che ha comportato un aumento dei prezzi, quindi dell'inflazione, probabilmente non aiutato dalla volontà e la necessità delle banche centrali di mantenere i tassi di interesse ad un basso livello, con solo un piccolo impatto sull'occupazione e sull'output. Ciò è stato inoltre accentuato dalle caratteristiche della curva di offerta di breve termine, insensibile a variazioni del prezzo, dovuta anche all'impossibilità di trovare risorse alternative di parti e materiali. Tutto ciò ha portato ad una consistente recessione globale nei primi due trimestri del 2020 nella stragrande maggioranza delle economie sviluppate ed emergenti.

Nella seconda fase della pandemia, è stato invece osservato una successiva lieve contrazione della domanda, principalmente come conseguenza della chiusura di fabbriche e posti di lavoro, che ha indotto gli stessi consumatori a ridimensionare le proprie abitudini di vita e di consumo con una riduzione di quest'ultimo e quindi anche dello stesso prodotto interno lordo di tutti gli stati coinvolti, incrementando la disoccupazione, ma anche portando i prezzi a livelli leggermente più moderati che nel periodo immediatamente posteriore all'arrivo della pandemia. Inoltre, parte di questa domanda aggregata verrà persa solo temporaneamente e con il ritorno alla normalità è previsto che ci sia un rientro di molti dati alterati dalla crisi, con un incremento delle spese, per esempio, durante i periodi

delle vacanze. Un'altra parte di questa domanda aggregata non sarà invece più recuperabile, così causando una riduzione nel lungo termine della crescita economica globale.
Tutti i Governi e le Banche Centrali hanno attuato delle straordinarie misure sia di politica monetaria che fiscale per affrontare questa crisi. Infatti, nel tentativo di attutire lo shock causato dalla crisi stessa sono state prese diverse misure che verranno esposte nel prossimo capitolo, nel tentativo di aiutare le aziende colpite dalla pandemia ad evitare il fallimento. Globalmente si è assistito ad una diminuzione del 10% dei default aziendali, ma nonostante questo dato rassicurante è stato registrato un aumento del 23% delle grandi insolvenze, che nello specifico riguardano imprese con un fatturato superiore ai 50 milioni di euro.

### 1.2.1 Impatto sulla produzione

La pandemia ha avuto un impatto particolarmente negativo sulla produzione del settore dell'elettronica e sull'offerta intesa in senso generale.
Dal gennaio 2020, l'impatto dell'epidemia dall'essere uno shock dell'offerta strettamente incentrato e localizzato in Cina, che comunque avrebbe determinato un forte impatto su tutte le catene di fornitura e di produzione mondiali, è diventato un violento shock anche della domanda, che ha coinvolto sia l'Europa, ma anche gli Stati Uniti e l'America Latina.
Infatti, la Cina è conosciuta globalmente per la mole di produzione di strumenti elettronici e per la produzione dei loro componenti. Dalla fine di gennaio del 2020, sono iniziate a girare notizie circa la chiusura o la sospensione di un gran numero di fabbriche specializzate nella produzione di semi-conduttori e varie componenti elettroniche e di prodotti rivolti direttamente alla massa di consumatori. Tra queste possiamo annoverare le fabbriche Foxconn dichiarate temporaneamente chiuse, con le stesse coinvolte anche nella produzione di iPhones e altri smartphones. Pure le fabbriche Samsung e quelle appena aperte della Tesla, insieme ad altri business hanno subito la stessa sorte. Questa carenza nella produzione di componenti essenziali di strumenti elettronici sia industriali che per la casa ha causato una conseguente riduzione e stretta nella produzione anche di questi ultimi, costringendo imprese che operano tramite offshoring e che sfruttano servizi OEM, come Apple, Microsoft e Google, a trasferire le loro produzioni al di fuori della Cina.
Questa misura ha consentito di limitare le difficoltà incontrate in seguito a questa crisi della produzione cinese che però non è servita ad arginare completamente il problema generato all'interno dell'intera supply chain. Si è osservato ovviamente un importante problema di logistica, dovuta all'impossibilità di colmare il gap dovuto all'assenza dell'efficiente rete di rapporti costruita nel tempo dalla potenza cinese.

A causa della chiusura di singole regioni inizialmente, dei confini dell'estero, inclusi quelli marittimi poi, anche altri stati hanno dovuto ridurre la produzione proprio per la mancanza di componenti essenziali insostituibili.

### 1.2.2 Impatto sull'occupazione

Questo nuovo invisibile attore ha avuto un ruolo non da poco anche nel mercato del lavoro, arrivando a cambiare in tempi molto ristretti la situazione economica dei più importanti e potenti paesi del mondo. Gli stati sono come già detto stati forzati ad adottare una strategia di distanziamento sociale, sfortunatamente l'unica soluzione possibile nelle fasi iniziali della pandemia, che ha portato ad una forte recessione nonché minaccia per milioni di lavoratori e la necessità di limitare il più possibile i danni causati da queste dinamiche.

Come si è osservato nel corso dello sviluppo della pandemia e come si osserverà probabilmente meglio una volta che la stessa si concluderà, la crisi ha colpito con un'intensità differente regioni e settori del mondo lavoro. Alcuni sono stati avvantaggiati da queste condizioni, tra i quali il food delivery o compagnie tecnologiche in grado di offrire un servizio per agevolare il lavoro a distanza, ma ad ogni modo sono di sicuro di meno di quelli che si sono trovati ad essere svantaggiati e penalizzati. Tra questi tutte le diversi tipologie di servizi commerciali quali commercianti non di cibo, hotel e ristoranti, trasporti di passeggeri, intrattenimento, cultura, sport, turismo etc., si sono trovati ad affrontare un pesante stop dovuto ovviamente all'isolamento dei consumatori e generalmente gli stessi occupano all'incirca un terzo di tutti i cittadini occupati all'interno di un paese.

Questa crisi fuori dalla norma e assolutamente non convenzionale, ha fatto emergere l'obiettivo e la necessità di permettere ai cittadini che non potevano svolgere il proprio lavoro di sopravvivere a questo periodo di inattività e ritornare così a lavorare, possibilmente svolgendo il medesimo lavoro che avevano in precedenza.

Assurdo sarebbe stato infatti perdere integralmente la massa di capitale umano creato con anni di lavoro e investimenti, recependo l'obbligo per i governi di riuscire a permettere la sopravvivenza di business antecedenti la crisi, così da consentire il ripristino delle normali attività svolte una volta ridotte le limitazioni introdotte per tutelare la salute della comunità. Laddove ci fosse stata la perdita di interi settori lavorativi o anche di grandi numeri di singole attività, la ripartenza post pandemica sarebbe stata sicuramente più difficile e lenta, con il rischio di osservare una curva del tasso di occupazione a lungo termine molto ridotta e con bassi tassi di crescita.

### 1.2.3 Impatto sulle esportazioni e sulle importazioni

La crisi ha avuto un notevole impatto anche sulle esportazioni e sulle importazioni. Come detto in precedenza, la riduzione delle produzioni di beni e servizi da parte dei paesi e questa frattura all'interno delle supply chain, hanno causato una grande contrazione dell'offerta, con un'inevitabile influenza anche sulle esportazioni degli stessi (In Fig. 4 vengono mostrati i beni e servizi che hanno subito una maggiore riduzione in termini di esportazioni). Generalmente, a causa dell'impatto che è stato osservato nelle occupazioni, si è assistito ad una forte riduzione delle entrate degli individui, che ha portato ad una riduzione del reddito e quindi della domanda aggregata. Questo processo ha coinvolto tutti gli stati coinvolti nella pandemia, con una reazione si è riflettuta all'interno dell'intero sistema economico.

La riduzione delle domande aggregate ha dunque comportato una riduzione sia dei consumi, come notato anche nello specchietto inerente alla situazione italiana, che anche delle importazioni con una definitiva contrazione delle partite correnti sia causata dalla diminuzione delle esportazioni, che come detto, delle importazioni entrambe causate dal peggioramento delle condizioni di tutti i paesi coinvolti contemporaneamente.

| | 1&2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Live animals | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| Vegetable products | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.1 | 1.0 | 1.0 |
| Animal/vegetable fats | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.2 | 1.2 | 1.1 |
| Food products | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| Mineral products | 1.0 | 0.8 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| Chemical products | 1.0 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 1.0 | 0.9 | 1.0 |
| Plastics and rubber | 0.9 | 1.0 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 1.0 |
| Leather products | 0.9 | 0.8 | 0.5 | 0.5 | 0.7 | 0.8 | 0.8 |
| Wood products | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 1.0 | 1.0 | 1.1 |
| Paper products | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| Textiles | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 1.0 | 1.1 | 1.0 | 1.1 |
| Footwear | 0.9 | 0.8 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 0.9 |
| Plastic/glass products | 0.9 | 0.9 | 0.7 | 0.7 | 0.9 | 1.0 | 1.0 |
| Precious metals | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 1.1 |
| Base Metal | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| Machinery | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| Transport equipment | 1.0 | 0.8 | 0.4 | 0.4 | 0.7 | 0.8 | 0.8 |
| Precision machinery | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.0 |
| Miscellaneous | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.0 |
| Total | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |

*Notes*: This table represents export statistics. The smallest values are shaded with darker colors.

Fig.4

# Capitolo II La strategia della banca centrale europea

## 2. Obiettivi della Bce durante la pandemia.

"Extraordinary times require extraordinary action. There are no limits to our commitment to the euro". Questa è la frase dichiarata da Christine Lagarde, presidente della BCE, ad indicare la volontà della banca centrale europea di impegnarsi con tutte le forze in loro potere per la causa euro in una situazione critica quale quella causata dalla pandemia.
A questo scopo sono state messe in atto delle manovre di politica monetaria e delle revisioni delle previgenti disposizioni di vigilanza bancaria, con l'obiettivo ultimo di attenuare l'impatto che la crisi avrebbe potuto causare sull'economia dell'intere Eurozona così sostenendo anche i cittadini europei.

Per raggiungere questo obiettivo sono state impostate una serie di misure da prendere, ritenute valide se messe in atto simultaneamente con efficacia e coordinazione, per evitare di rimanere inerme davanti a quelle che sarebbero state le conseguenze economiche della pandemia. Misure che ovviamente sono state decretate sempre in linea con quelli che sono i principi cardine sia dell'Unione monetaria che dell'Unione bancaria europea. Queste misure sono state prese con lo scopo di perseguire i seguenti obiettivi:

- Aiutare l'economia ad assorbire lo shock provocato dalla crisi in atto.
- Mantenere accessibile il costo dei finanziamenti.
- Sostenere l'accesso al credito da parte di famiglie e imprese.
- Assicurare che i timori di breve periodo non blocchino il credito.
- Aumentare la capacità di finanziamento delle banche.
- Preservare la stabilità finanziaria attraverso la cooperazione internazionale.

Di seguito verranno analizzate singolarmente per analizzare le singole misure prese per il conseguimento degli obiettivi appena elencati.

### 2.1 Aiutare l'economia ad assorbire lo shock provocato dalla crisi in atto.

Per aiutare l'economia ad assorbire le conseguenze dello shock causato dalla crisi sono stati presi diversi provvedimenti sia di politica monetaria che di vigilanza bancaria e quindi legati a requisiti patrimoniali. Per ridurre i costi del finanziamento nell'area dell'eruro ed evitare di interrompere il credit flow, ossia il flusso di concessioni di prestiti da parte di banche a famiglie, imprese e liberi

professionisti, è stato attuato un programma di acquisto delle attività incrementale rispetto a quello già vigente. Il Pandemic Emergency Purchase Programme è stato infatti adottato con il tentativo di incrementare la liquidità presente all'interno del sistema, in un periodo in cui gli istituti di cessione del credito, quali banche o altri istituti specializzati, avrebbero potuto ridurre la cessione di prestiti per salvaguardare la propria solvibilità o anche preferire investimenti più rischiosi andando così a compromettere la sicurezza e la stabilità dell'intero sistema economico e finanziario tramite atteggiamenti di moral hazard e selezione avversa.
Al tempo stesso il programma avuto l'obiettivo di rinforzare come detto gli effetti dell'Asset Purchase Programme già attivo al momento dello scoppio della crisi causato dalla pandemia. Questo programma ha avuto l'obiettivo di aumentare la stabilità del sistema finanziario tramite la riduzione dei tassi di interesse corrisposti sia sulle obbligazioni governative che le obbligazioni societarie, con la possibilità di disincentivare l'ancoraggio delle aspettative sul tasso di inflazione che avrebbe potuto causare uno stato di stagflazione imminente.
Il PEPP, con uno stanziamento di €1,850, ha avuto lo scopo di ridurre i costi del finanziamento, dando la possibilità alle famiglie ed alle imprese di affrontare un periodo molto delicato in cui la necessità di risorse era molto elevata anche a causa delle limitazioni alle attività di alcuni settori causate dalle misure di lockdown prese per salvaguardare l'aspetto sanitario della totalità dei cittadini europei nonché ovviamente di tutti i paesi colpiti dalla pandemia.
Gli investimenti hanno previsto contemporaneamente sia l'acquisto di attività delle banche, così da mettere a disposizione delle stesse i mezzi necessari per continuare a concedere credito così da favorire le famiglie e l'intero settore dei privati o liberi professionisti, ma anche l'acquisto di attività delle imprese, con l'obiettivo di ridurre al minimo il numero delle imprese che sarebbero potute incorrere in fallimenti per tutelare anche indirettamente i dipendenti ed i lavoratori in generale.

L'acquisto delle obbligazioni, in particolar modo, comporta un aumento del loro prezzo sul mercato e della circolazione di moneta, ciò porta ad una riduzione dei tassi di interesse e conseguentemente dei tassi che le banche corrispondono sui finanziamenti dalle stesse concessi. In questo modo non si crea un'interruzione nel flusso di cessione dei presti o come accennato sopra di atteggiamenti di selezione avversa o azzardo morale che potrebbero comportare la compromissione dell'intero sistema finanziario ed economico.
Queste misure sono state infatti prese per incentivare la spesa dei privati e la spesa per i consumi, così da evitare una contrazione della domanda aggregata che contemporaneamente avrebbe causato una riduzione del prodotto interno lordo, ed anche per stimolare gli investimenti con il fine ultimo in entrambi i casi di sostenere la crescita dell'economia. Al tempo stesso l'aver acquistato queste

obbligazioni causandone l'aumento del prezzo, garantisce il perseguimento dell'obiettivo di medio lungo termine della BCE di mantenere il tasso di inflazione intorno al target del 2% fissato.

## 2.2 Mantenere accessibile il costo dei finanziamenti.

Come detto, per evitare una contrazione delle spese e dei consumi, nonché degli investimenti, che avrebbe causato gravi danni alla domanda aggregata e quindi al PIL dei paesi all'interno dell'Eurozona, la BCE si è impegnata nel mantenere i tassi corrispondenti al costo dei finanziamenti a livelli bassi.

Questo obiettivo è stato perseguito anche con il fine di evitare che famiglie e anche gli stessi investitori, in un periodo in cui le entrate si sarebbero fortemente ridotte, non sarebbero stati in grado di permettersi di accedere ai finanziamenti necessari per soddisfare le loro esigenze con delle adeguate risorse.

I tassi in definitiva sono stati mantenuti ad un livello corrispondente al loro minimo storico con rispettivamente i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento, i tassi sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale invariati allo 0,00%, allo 0,25% e al -0,50%. Questi sono stati annunciati tramite la dichiarazione della politica monetaria del 10 dicembre del 2020 ed in più lo stesso Consiglio Direttivo ha annunciato la sua volontà di mantenere gli stessi a questo livelli fino a quando le prospettive circa il tasso di inflazione non si saranno avvicinate a quelle target ossia ad un valore pari al 2%.

Per fornire una spiegazione più completa è opportuno spiegare a cosa corrispondano questi tassi e per quale motivo vengono individuati e tenuti sotto controllo:

- Con il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) si intende quel tasso che deve essere corrisposto dalle banche alla banca centrale nel momento in cui ottengano da quest'ultima dei prestiti che solitamente hanno una durata di una settimana e per i quali le stesse sono tenute ad offrire una garanzia sul rimborso per le risorse ottenute in prestito. Questo tasso fa parte dei tre che solitamente vengono fissati ogni sei settimane dalla banca centrale, con l'obiettivo di mantenere stabile il livello dei prezzi.

  Ciò avviene perché in caso di perdite la banca centrale potrebbe subire una compromissione sia della reputazione che anche della sua indipendenza.

  Queste garanzie solitamente prevedono la cessione di attività prevalentemente a breve termine, quindi più facilmente liquidabili ed aventi quasi un valore simile alla moneta in termini di rischio di liquidità, di strumenti che possono essere sia finanziari ma alle volte

anche concernenti attività di settori non finanziari. Nello specifico queste attività sono nella prassi delle obbligazioni.

- Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale è il tasso che deve essere corrisposto dalle banche per pagare i prestiti che ottiene dalla BCE overnight, dove con overnight si intende che deve essere rimborsata la somma corrisposta come prestito la giornata lavorativa successiva a quella in cui è stata ottenuta.
  Come per i tassi per le operazioni di rifinanziamento principale, anche per le operazioni di rifinanziamento marginale deve essere offerta una garanzia che potrebbe essere liquidata laddove il prenditore di fondi non fosse in grado di restituire i fondi stessi con il rispettivo pagamento del costo intrinseco.

- Il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale viene percepito in cambio del servizio di deposito che la banca centrale offre alle banche overnight. Dal 2014 questo tasso è stato imposto negativo, data la volontà della BCE di stimolare la circolazione dei capitali e della moneta, di conseguenza incentivando gli investimenti in attività alternative anche più remunerative tra le quali per esempio la cessione di prestiti ad imprese o altre attività di questa tipologia.

| Date (with effect from) | | Deposit facility | Main refinancing operations | | Marginal lending facility |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Fixed rate tenders Fixed rate | Variable rate tenders Minimum bid rate | |
| **2019** | 18 Sep. | −0.50 | 0.00 | - | 0.25 |

Fig.5

### 2.3 Sostenere l'accesso al credito da parte di famiglie e imprese

Per dare la possibilità a coloro che sono stati colpiti maggiormente dalla crisi di ottenere risorse sotto forma di credito o di finanziamenti la banca centrale ha preso diverse iniziative.

Innanzitutto, tra i soggetti maggiormente colpiti dalla pandemia sono state individuati le famiglie e le piccole e medie imprese, soggetti più deboli che a causa delle limitazioni dello svolgimento delle attività si sono trovate in difficoltà nel reperire risorse necessarie per soddisfare le loro esigenze.

Proprio per quest'ultimo fine, sono state introdotte diverse misure che hanno incrementato la liquidità all'interno del sistema economico e nello specifico per aiutare le banche e le piccole e medie imprese

e in più sono stati allentati i requisiti delle garanzie tramite un ampliamente dell'elenco comprendente le stesse, così nel ridurre la rigidità della selezione per la cessione di prestiti e finanziamenti.

Tra le misure messe in atto c'è stato il prolungamento del supporto alle banche che erogano direttamente i prestiti all'economia reale, per agire direttamente ed in maniera mirata a favore delle famiglie e delle imprese. Per raggiungere quest'obiettivo sono state garantite:

- Un'estensione di 12 mesi addizionali, fino al giugno del 2022, del periodo di tassi di interesse favorevoli per le banche che erogano direttamente all'economia reale.

- Tre operazioni aggiuntive di operazioni di rifinanziamento a lungo termine di cui una a giugno, una a settembre ed infine una a dicembre del 2021.

- Indennità di prestito aumentata al 55% dei prestiti ammissibili.

Nello specifico queste misure sono state prese nel tentativo di rendere le condizioni del Targeted Longer-Term Refinancing Operations il più efficienti possibili in questo contesto instabile ed ovviamente inaspettato. Di queste decisioni si parlerà più avanti con una sezione che parlerà nello specifico del TLTRO III a trecentosessanta gradi.

Un altro dei provvedimenti presi è stato quello di estendere le operazioni di rifinanziamento marginale della pandemia di lungo termine. In particolar modo sono state prese due decisioni:

- L'offerta da parte della BCE di quattro operazioni aggiuntive di rifinanziamento a lungo termine per l'emergenza della pandemia, allocate su base trimestrale con una durata di un anno ciascuna.

- Messa in atto di operazioni straordinarie, con il fine ultimo di restaurare le riserve di liquidità così da avere la possibilità di garantire un efficace funzionamento del mercato monetario per la perdurante crisi.

Queste decisioni descrivono il programma che prende il nome di PELTROs, operazioni che il Consiglio Direttivo della banca centrale ha preso per una contrazione della liquidità nel sistema bancario dell'area euro e per preservare il corretto funzionamento dei mercati monetari.

Le PELTROs sono state offerte a condizioni favorevoli con delle aste a tassi fissi con allocazione totale delle risorse messe a disposizione, ad ogni modo anche di questo programma se ne parlerà nello specifico più avanti.

Oltre alla appena enunciate misure la banca centrale ha voluto ricalibrare le operazioni mirate di cessione di prestiti, così da garantire un ulteriore supporto all'economia reale. Per fare ciò sono state svolte diverse operazioni:

- I tassi di interesse su tutte le operazioni di rifinanziamento di lungo termine mirate (TLTRO III), sono stati ridotti di 25 punti base fino ad un valore di -0,50% dal giugno del 2020 al giugno del 2021.

- Per venire incontro alle banche nella cessione del prestito, il costo degli stessi è stato pari allo 0% con la possibilità di essere pari anche al -1% laddove necessario.

- La data di partenza di queste tipologie di programmi è stata anticipata al 1° marzo del 2020.

Un altro provvedimento ha previsto un ulteriore alleggerimento delle condizioni per il Targeted Longer-Term Refinincing Operations tra le quali:

- Agevolazioni per le operazioni di cessione del credito da parte delle banche, in particolar modo per i soggetti maggiormente colpiti dalle conseguenze della pandemia ossia le piccole medie imprese.

- Tassi di interesse sul TLTRO III ridotti di 25 punti base e può essere addirittura più basso dei tassi di interesse sui depositi di ulteriori 25 punti base, durante il periodo da giugno 2020 al giugno 2021 per tutte le operazioni TLTRO III durante questo periodo.

- Permessi di prestiti rialzati al 50% dei fondi disponibili.

- Opzione di rimborso anticipato disponibile dopo un anno dal regolamento a partire da settembre 2021.

- Modifica accompagnata da una serie di operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO) volte a coprire il fabbisogno di liquidità fino al regolamento della quarta operazione TLTRO III a giugno 2020, a partire dalla prossima settimana.

Il Consiglio Direttivo europeo della banca centrale ha annunciato la decisione di modificare alcuni dei parametri chiave della terza serie del programma mirato delle operazioni di rifinanziamento a lungo termine, per supportare il continuo accesso alle imprese e alle famiglie del credito bancario, in vista dello sfaldamento e temporanea assenza di risorse di quest'ultimo associato alla crisi.
Questi cambiamenti saranno applicati a tutte le operazioni del programma TLTRO III.

Per il periodo intercorrente tra il 24 giugno 2020 e il 23 giugno del 2021, i tassi di interesse su tutte le operazioni del TLTRO III saranno ridotti di 25 punti base sotto alla media dei tassi solitamente applicati dalle principali operazioni di rifinanziamento all'interno dell'Eurosistema durante il medesimo periodo. Le modifiche al TLTRO III sono accompagnate da una serie di operazioni che prendono il nome di LTRO, volte a soddisfare le esigenze di liquidità e sostenere il normale funzionamento del mercato monetario in euro fino al regolamento della quarta operazione TLTRO III il 24 giugno 2020. In particolare, queste operazioni LTRO hanno avuto la funzione di bridge finanziari che hanno evitato la carenza di liquidità per alcuni periodi intercorrenti tra le operazioni di rifinanziamento e dunque un conseguente scenario rischioso per le esigenze di imprese e famiglie. Un comunicato stampa separato ne ha fornito i dettagli in maniera precisa.

Tali modifiche sono state applicate, a partire dall'operazione TLTRO III, dal 19 marzo 2020 e sono state attuate tramite modifiche alla Direttiva della BCE del 22 luglio 2019 su una terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (BCE/2019/21), come stabilito dalla Direttiva della BCE del 12 settembre 2019 (BCE/2019/28). Il primo emendamento, pubblicato il 16

marzo 2020, ha riguardato le modifiche al fondo di finanziamento e ai limiti di offerta per operazione. Il secondo emendamento, pubblicato prima della quarta operazione TLTRO III, ha riguardato invece la soglia di performance creditizia, la riduzione temporanea dei tassi applicati a tutte le operazioni TLTRO III in essere nel periodo dal 24 giugno 2020 al 23 giugno 2021, nonché ulteriori aspetti.

Per concludere la BCE ha annunciato una serie di misure volte ad alleggerire temporaneamente le misure relative alle garanzie:

- La BCE adotta una serie senza precedenti di misure di garanzia per mitigare l'inasprimento delle condizioni finanziarie nell'area dell'euro.

- Aumento temporaneo della tolleranza al rischio dell'Eurosistema al fine di sostenere il credito all'economia.

- La BCE allenta le condizioni per l'utilizzo dei crediti come garanzia.

- La BCE adotta una riduzione generale degli scarti di garanzia per la valutazione delle garanzie.

- Rinuncia ad accettare strumenti di debito sovrano greco come garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema.

- La BCE valuterà ulteriori misure per mitigare temporaneamente l'effetto sulla disponibilità di garanzie delle controparti dai declassamenti del rating.

Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha adottato così un pacchetto di misure temporanee di allentamento delle garanzie, per facilitare la disponibilità di garanzie idonee per le controparti dell'Eurosistema per permettere una più agevole partecipazione alle operazioni di immissione di liquidità, come le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO-III). Il pacchetto è complementare ad altre misure annunciate dalla BCE, comprese ulteriori operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO) e il Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP) in risposta all'emergenza coronavirus. Le misure hanno supportato collettivamente l'erogazione di prestiti bancari, soprattutto allentando le condizioni alle quali i crediti vengono accettati come garanzia. Allo stesso tempo, l'Eurosistema ha incrementato la sua tolleranza al rischio per sostenere l'erogazione di credito tramite le sue operazioni di rifinanziamento, in particolare abbassando in modo coerente gli scarti di garanzia per la valutazione delle garanzie per tutte le attività.

### 2.4 Assicurare che i timori di breve periodo non blocchino il credito.

Una difficoltà particolare per le banche potrebbe essere l'impossibilità in un contesto così delicato, di avere le risorse necessarie per rispettare i propri impegni e le proprie esigenze finanziarie.
Per ovviare a questo problema, la BCE ha voluto infondere fiducia alle banche europee, dichiarando la sua volontà di permettere di ottenere finanziamenti a breve termine immediati per le banche, così da evitare che delle difficoltà incontrate anche da uno o pochi elementi all'interno del sistema potessero in qualche modo compromettere l'equilibrio complessivo dello stesso.

Questo obiettivo è stato perseguito attraverso due misure nello specifico:

- La concessione di una serie di operazioni di rifinanziamento aggiuntive, con la finalità di salvaguardare le condizioni di liquidità e monetarie dei mercati.

- Operazioni allocate su base settimanale e maturate al 24 giugno 2020 quando la quarta operazione del TLTRO III viene avviata.

Queste operazioni sono state adottate per evitare di interrompere il flusso di operazioni di rifinanziamento, che avrebbero potuto causare un'interruzione dei flussi di cessione del credito, nel periodo antecedente l'avvio del TLTRO III. Questo programma è stato annunciato dal Consiglio Direttivo della banca centrale europea con lo scopo di provvedere a supportare le condizioni di liquidità delle banche e per salvaguardare le condizioni del mercato monetario (di questo programma si parlerà nello specifico più avanti nel capitolo successivo).

Queste operazioni saranno condotte ad un tasso fisso d'asta per procedure di piena allocazione. I tassi saranno fissati ad un valore pari alla media dei tassi di deposito corrisposti durante questo medesimo periodo e gli interessi verranno pagati alle scadenze di queste rispettive operazioni.

### 2.5 Aumentare la capacità di finanziamento delle banche.

Per far sì in un momento di crisi pari a quello affrontato durante la pandemia non comportasse l'interruzione dei flussi di credito da parte delle banche verso le imprese e le famiglie sono state prese diverse misure. Le principali sono innanzitutto l'annuncio della banca centrale rivolto alle banche di non effettuare pagamenti concernenti la distribuzione dei dividendi ai propri azionisti e in seguito una serie di contemporanee dichiarazioni circa l'allentamento delle direttive riguardanti i requisiti di capitale delle banche quali quelle espresse nei Comitati di Basilea.

La dichiarazione di evitare pagamenti aventi ad oggetto la distribuzione dei dividendi agli azionisti ha avuto due obiettivi. Il primo è stato quello di evitare che gli azionisti stessi e la platea di investitori sia specializzati che non specializzati, potessero dedurre da questa azione una condizione di salute della banca stessa e aumentare la loro fiducia nei confronti della banca, causando un incremento delle asimmetrie informative.
In secondo luogo, la banca centrale ha voluto trasmettere un messaggio chiaro circa l'utilizzo delle risorse a loro disposizione. Invece che utilizzare quelle risorse per conferirle ai propri azionisti è stata infatti ravvisata la necessità di investire le stesse tramite la cessione di prestiti alle imprese o anche ai liberi professionisti. Questo è fondamentale per evitare di interrompere il flusso di cessione di crediti una volta che le stesse banche si sarebbero trovate senza risorse sia per concedere prestiti creando una contrazione della liquidità, che al tempo stesso per proteggersi dai rischi assunti con i propri capitali come richiesto dal Comitato di Basilea.

Parlando invece degli allentamenti previsti temporaneamente dalla banca centrale circa i requisiti di capitale e operazionali sono state prese diverse decisioni:

- Alle banche è stato consentito la possibilità di utilizzare i cuscini che ordinariamente vengono richiesti obbligatoriamente alle banche per coprire dal rischio di perdite sia per il capitale che per la liquidità. Questi sono previsti dal secondo pilastro del Comitato di Basilea e vengono individuati tramite calcoli di ponderazione di rischio di credito, operativo e di mercato per quanto riguarda il capitale ed un coefficiente di riserva obbligatorio di liquidità per qualsiasi evenienza.

- Allentamento dei requisiti minimi di capitale imposti e richiesti sempre dal secondo pilastro del Comitato di Basilea. Il coefficiente di solvibilità richiesto è pari all'8% con una ponderazione rispetto al rischio che prevede come detto sopra l'inclusione del rischio di credito, di mercato ed operativo.

- La dichiarazione della BCE con la sua volontà di consentire una maggiore flessibilità operativa tramite un allentamento delle misure di vigilanza specifica per le banche.

## 2.6 Preservare la stabilità finanziaria attraverso la cooperazione internazionale.

In un contesto instabile come quello causato dalla pandemia, i consumatori privati o anche investitori ed imprese solitamente hanno l'esigenza di detenere moneta di altre valute, così da soddisfare le proprie esigenze di investimento attraverso pratiche di diversificazione per esempio.
Le banche centrali solitamente detengono riserve di valuta estera per soddisfare la domanda di queste, che in situazioni ordinarie persiste per esigenze concernenti scambi internazionali, come per esempio investimenti anche in mercati di nazionalità differenti o anche scambi strettamente commerciali.
Per evitare di non poter essere in grado di soddisfare queste esigenze, le banche sono riuscite a collaborare e cooperare in questo contesto critico, così da agevolare gli scambi o gli investimenti senza rischiare di compromettere gli equilibri sui mercati internazionali o di singole banche centrali.
Ciò è stato possibile in particolar modo grazie ad uno specifico strumento finanziario: gli swap di valuta.
Gli swap di valuta sono stati resi possibili dal 2011, anno in cui una serie di banche centrali, tra cui quella europea, americana, inglese, canadese, svizzera e giapponese hanno istituito una rete di linee di swap con la finalità di consentire lo scambio di riserve di valute tra l'una e le altre.
Gli swap sono infatti promesse di pagamento sottostanti a determinati titoli standardizzati che possono avere sia un fine speculativo che anche di copertura dei rischi.
Grazie è questo strumento è stato possibile per le banche continuare ad erogare prestiti in valute estere e quindi non andare ad intaccare in qualche modo l'equilibrio creatosi precedentemente nelle partite

correnti, mantenendo in questa maniera i mercati di scambi internazionali stabili e di conseguenza un equilibrio sia dei mercati finanziari che delle valute evitando delle conseguenze pesanti per le economie reali dei paesi coinvolti.

Solitamente, per parlare nello specifico della banca centrale europea, per ottenere delle linee di swap di valuta in situazioni ordinarie, le banche devono concedere garanzie di qualità elevata alla prima. Il valore delle attività cedute in garanzia inoltre viene calcolato per valore di mercato quindi di mark to market a cui si applica uno scarto di garanzia.

Per concludere dunque queste linee durante la pandemia sono state potenziate proprio per far fronte ad un eventuale incremento della domanda di valuta estera per contrastare la complicata ondata negativa del periodo di crisi.

# Capitolo III Misure di politica monetaria e vigilanza bancaria adottate

## 3. Politica monetaria e vigilanza bancaria

L'insieme dei principi cardine dell'UE a livello operativo è racchiuso all'interno di un patto che prende il nome di Patto di Stabilità e Crescita. Allo stesso è stata data approvazione dal Consiglio europeo di Amsterdam, tra il 16 ed il 17 giugno del 1997, per dare maggiore coesione e coerenza ai principi che disciplinano i bilanci di tutti paesi che hanno preso parte all'Unione Europea. In particolar modo è stata data particolare importanza, a quelle che sono state chiamate le soglie massime del 3 e del 60% del prodotto interno lordo, per ciò che rispettivamente concerne l'indebitamento netto e l'indebitamento delle amministrazioni pubbliche, imposte dal Protocollo dei disavanzi in eccesso che è stato annesso al Trattato di Maastricht. Questo accordo è costituito da due regolamenti n. 1466 e n. 1467 del 1997 ed in più anche dalla risoluzione del Consiglio d'Europa del 17 giugno 1997 (97/C 236/01), concernenti a loro volta il Codice di condotta, la definizione delle modalità con cui procedere nell'attivare il procedimento per gli eccessivi disavanzi e all'incremento della sicurezza nei controlli relativi ai dati inerenti alla contabilità.

Il patto ha subito delle modifiche imposte dai regolamenti CE n.1055 e n. 1056 del 2005, con cui sono stati chiariti in maniera più efficace gli obiettivi di finanza del settore pubblico di medio termine, mantenendo intoccati i parametri qualitativi del Protocollo. Sono inoltre stati previsti dei metodi di congiunzione dei risultati tra i diversi stati in chiave specifica, così da essere pienamente efficaci e strettamente correlati ai bilanci dei singoli stati, per implementare la finanza pubblica di questi ultimi in maniera il più possibile sostenibile.

Inoltre, era stato previsto che i paesi dell'Eurozona presentassero uno o più obiettivi di medio termine da perseguire, lo stesso avrebbe dovuto essere stato accettato e pianificato nel rispetto della propria possibilità di crescere economicamente e tenuto conto la relazione tra l'indebitamento ed il prodotto interno lordo. Questo prevedeva un indebitamento netto strutturale, netto poiché poteva subire

variazioni causate da misure straordinarie, che poteva allontanarsi dal vincolo del saldo ad un livello simile al pareggio o superiore a questo e che doveva permettere, laddove ci fosse una fluttuazione ciclica, la possibilità di agire in sicurezza riferendosi al margine del 3%, con prospettive di ravvicinamento altamente probabile e prossimo alla sicura sostenibilità della finanza pubblica. Questa impostazione è stata ampiamente corretta, dopo che la pesante crisi finanziaria ed economica che ha colpito l'economia di tutto il mondo nel 2009, ha portato al limite dell'insostenibilità quelli che erano i vincoli imposti agli Stati membri, così da dover istituire un fondo apposito, il Fondo salva Stati che, al 1° luglio del 2012, è diventato il MES. Questo ha la finalità di alleggerire le pesanti difficoltà che gli Stati si trovano ad affrontare per i propri debiti, così come è accaduto per la Grecia. Di conseguenza la Commissione Europea, ad ottobre del 2010, ha condiviso sei proposte di legge, che hanno poi ottenuto il consenso nel 2011 e che hanno preso il nome di *six pack.* Questi erano due regolamenti, il n.1174 e n. 1176/2011, che hanno puntato ad una più precisa messa in atto del PSC ed un'ulteriore direttiva, la n.85/2011, che decretava dei provvedimenti concernenti i contenuti e le procedure di bilancio degli Stati membri.

A quest'insieme di norme è stato affiancato il Trattato sulla stabilità, il coordinamento e la governance all'interno dell'Unione Economica e Monetaria (UEM) che ha preso il nome di *Fiscal Compact.* Il Fiscal Compact è stato introdotto con lo scopo di definire una serie di informazioni considerate come riferimenti da seguire nelle procedure contabili per orientare i paesi membri e le loro politiche e fornire sia mezzi di sorveglianza di politiche fiscali (braccio preventivo) e di direttive per rientri di disavanzi in eccesso (braccio correttivo).

Grazie a queste direttive, è emersa una disciplina che ha fornito un quadro in grado, complessivamente, di definire una forcella operativa all'interno della quale sono stati inclusi dei termini strutturali di deficit minimi, pari allo 0,5% del prodotto interno lordo, il pareggio o l'attivo. L'altro estremo della forcella è invece pari all'1% per i paesi in cui il rapporto tra indebitamento e prodotto interno lordo fosse particolarmente sotto al valore massimo del 60% con rischi di sostenibilità minimi.

Sopraggiunta la pandemia, l'UE ha deciso di utilizzare la clausola "general escape clause", mai usata fino a quel momento, che ha previsto la possibilità di sospendere integralmente il PSC. Lo scostamento di bilancio dai valori prefissati è infatti consentito laddove un evento inaspettato ed imprevedibile, particolarmente rilevante dal punto di vista economico e finanziario, possa avere ripercussioni su un numero ampio dei paesi membri dell'Eurozona o che comporti addirittura la compromissione della stessa nella sua totalità. Ciò ovviamente non ha comportato la sospensione

permanente di questo stesso patto, ma unicamente la possibilità per i paesi in questa temporanea situazione di crisi di agire in maniera coordinata e coesa, nonostante l'allentamento dei vincoli dati gli ampi scostamenti causati dalla crisi, vista l'assenza di mezzi a loro disposizione per fronteggiare in maniera autonoma le conseguenze della pandemia.

### 3.1 Politica monetaria e vigilanza bancaria antecedente all'inizio della pandemia

Nel decennio antecedente la crisi del Covid-19, le economie più avanzate erano esposte a pressioni di disinflazione, corrispondenti ad un rallentamento dell'intensità di crescita dell'inflazione attesa nel tempo ed un conseguente aumento della domanda di moneta, che hanno dunque aperto la strada ad un periodo di persistente bassa inflazione. (Fig. 6)

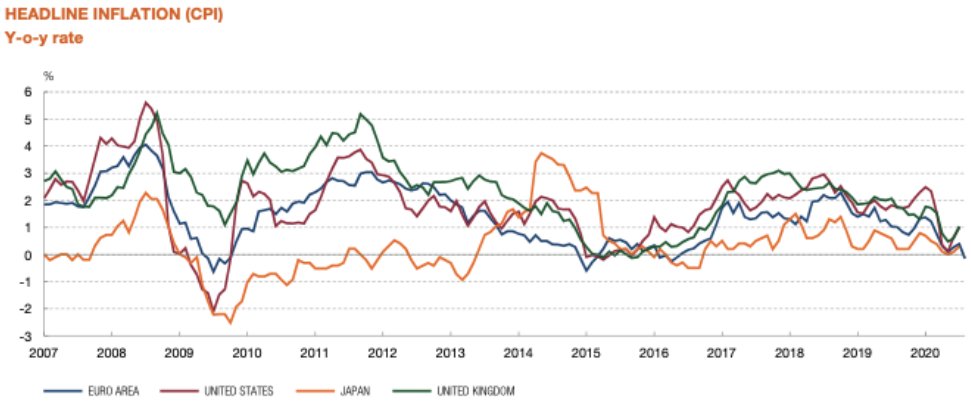



Fig. 6

Ciò ha portato le banche centrali ad optare per politiche di tassi di interesse molto bassi e prossimi allo zero, alle volte anche a livelli negativi, nel tentativo ovviamente di ridurre questo persistente fenomeno. Quando lo spazio per ulteriori tagli sui tassi di interesse si è ridotto, le banche centrali hanno iniziato a adottare misure cosiddette non convenzionali. Queste hanno previsto indicazioni prospettiche, che generalmente hanno un forte impatto sui mercati, nonché misure di allentamento delle restrizioni e dei forti controlli di vigilanza sui bilanci, con l'obiettivo di raggiungere un buon livello di espansione monetaria come visibile dai grafici in Fig. 7.

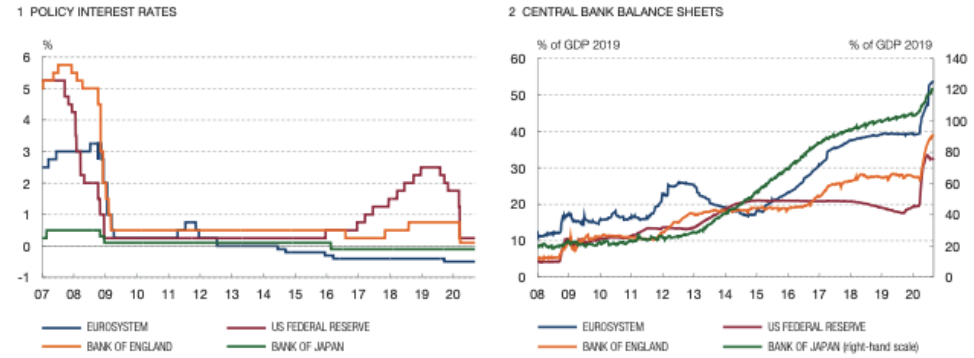



Fig. 7

Queste misure ai tempi non convenzionali hanno così dimostrato la loro efficacia, andando ad implementare gli strumenti a disposizione delle banche centrali per effettuare manovre inerenti alla politica monetaria.

In alcune economie, come negli Stati Uniti e nel Regno Unito, erano state osservati degli aggiustamenti dei tassi di interesse prima dell'arrivo del virus. Nell'area dell'euro invece, i tassi di interesse si aggiravano ancora intorno a livelli bassi. Così, già prima dell'inizio della pandemia, questo scenario con bassi tassi di interesse e di inflazione previsti per il futuro avevano posto le basi per la necessità di cambiamenti nella conduzione della politica monetaria.

La presenza di bassi tassi di interesse, nello specifico è collegata al "tasso di interesse naturale", definito come il tasso di interesse reale dovuto ad un determinato volume di output pari al livello potenziale dell'economia con un'inflazione stabile. Teoricamente, una politica condotta in maniera adeguata, richiede la presenza di banche centrali in grado di regolare, tramite i suoi strumenti, i valori nominali dei tassi di interesse, così che il tasso di interesse reale (Equazione di Fisher: Tasso di interesse nominale – tasso di inflazione) segua approssimativamente lo stesso andamento del tasso di interesse naturale. Questo processo aiuta l'inflazione a rimanere intorno ai livelli target prestabiliti. Pertanto, il declino stimato del tasso di interesse naturale in questi ultimi anni antecedenti alla crisi, spiega il perché le banche centrali, per evitare di lasciare l'inflazione ad un livello così basso, sono state obbligate a ridurre i propri tassi di interesse, portandoli a livelli prossimi ai minimi storici.

La caduta del tasso di interesse naturale negli ultimi anni è dovuta prevalentemente a fattoi strutturali, tra questi il declino nella crescita della produttività, un progressivo invecchiamento della popolazione e la relativa diminuzione di strumenti finanziari sicuri, tutti elementi su cui le banche centrali hanno una minima influenza.

Osservato questo declino del tasso di interesse naturale e il conseguente aumento delle pressi di diminuire i margini dei tassi di interesse nominali, restringendo la capacità nel futuro delle banche centrali di raggiungere i propri obiettivi, hanno spinto alcune delle banche centrali più importanti ad una revisione delle strategie di politica monetaria, tra le quali la FED e la BCE, con l'obiettivo di adattare queste politiche alla nuova realtà all'interno della quale si sono trovate ad operare.

In questo contesto, i trimestri antecedenti all'insorgere della pandemia erano stati marcati dal persistente livello basso dell'inflazione intorno al 2%, l livello armonizzato dei prezzi è incrementato mediamente dell'1,2% nel 2019 di 0,6pp in meno rispetto al 2018 e l'inflazione core, che esclude il

cibo e prezzi inerenti all'energia si attestava intorno ad una media dell'1% intorno al 2019 invariata rispetto ai due anni precedenti.

Le politiche monetarie della BCE hanno reagito a questa situazione, incrementando l'espansione durante il 2019. Prima, nel settembre del 2019, ha tagliato il tasso sul servizio di depositi di 10 punti base, per un tasso pari al -0,50%. I principali tassi di operazioni di rifinanziamento e di rifinanziamento marginale sono stati mantenuti stabili intorno allo 0% e 0.25% rispettivamente come visibili dai grafici in Fig. 8.

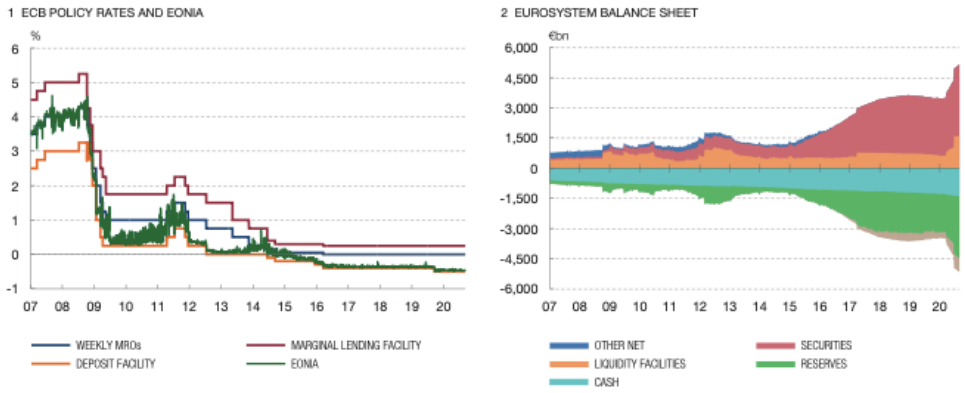



Fig. 8

In secondo luogo, ha introdotto un insieme di obiettivi di lungo termine di operazioni di rifinanziamento. Questa misura mira a preservare condizioni di prestito favorevoli per supportare la trasmissione della politica monetaria attraverso il canale bancario.
Infine, ha deciso di ripristinare l'acquisto netto di attività del settore pubblico e privato attraverso l'Asset Purchase Programme, ad un ritmo di 20 miliardi per mese a partire dal novembre del 2019.
Queste misure sono state adottate nel tentativo di migliorare le condizioni dei mercati finanziari così come verrà spiegato nel dettaglio nelle sezioni a seguire.

In sintesi, l'epidemia del COVID-19 nell'area dell'euro, si è verificata in un contesto di bassa inflazione e ampi stimoli monetario, con tassi di interesse ufficiali ai minimi storici, nuovi acquisti netti di attività nell'ambito del APP e un calendario prestabilito per aste di liquidità a lungo termine nell'ambito del programma TLTRO III.
La risposta della BCE è stata rapida e risoluta alla crisi. Le misure più importanti sono state prese a partire da marzo del 2020. Come detto sono state incentrate principalmente sugli asset purchase programmes (APP e PEPP) e sulle operazioni di rifinanziamento di lungo termine (LTRO, TLTRO III e

PELTRO) con un triplice obiettivo: (i) assicurare che lo stanziamento complessivo della sua politica monetaria fosse sufficientemente accomodante; (ii) sostenere la stabilizzazione dei mercati finanziari per salvaguardare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria; (iii) provvedere ad un ampliamento della liquidità, specialmente per consentire e sostenere il flusso di prestiti da parte delle banche. La tabella 1 riassume le misure adottate.

| Measures | 12 March | 18 March | 7 April | 22 April | 30 April | 4 June |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Support for credit | – TLTRO III more favourable conditions (-25 bp)<br>– LTRO: 12 additional operations to bridge liquidity needs, maturing in June 2020 (average deposit facility rate) | – 15 March: weekly USD operations with 84-day maturity<br>– 20 March: weekly operations: frequency increased to daily | | | – TLTRO III: improved conditions during the crisis period (–50 bp)<br>– PELTRO: 7 additional operations maturing in 2021 Q3 (–25 bp) | |
| Collateral easing measures | | Adjusted collateral standards announced | – 20% reduction of collateral valuation haircuts<br>– Enlarged scope of eligible assets under ACC framework | – Marketable assets meeting requirements on 7 April will remain eligible as long as their rating remains at or above BB (CQS5 on the Eurosystem scale and CQS4 for ABS) | | |
| Asset purchases | – APP: additional net asset purchases of €120 bn until end-2020 | PEPP: extraordinary asset purchase programme with envelope of €750 bn until end-2020 | | | | – PEPP: additional increase of €600 bn (overall envelope €1.35 tn) and extension to end-2021<br>Reinvestments until at least end-2022 |

Tabella 1.

## 3.2 Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO III), Longer-Term Refinancing Operations (LTROs) e Pandemic Emergency Longer-Term Operations (PELTROs)

Il Targeted Longer-Term Refinancing Operations è un programma nato con l'intenzione di perfezionare l'efficacia dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria, tramite l'offerta agli enti creditizi dell'area euro di finanziamenti con scadenze pluriennali, sostenendo in questa maniera l'erogazione dei prestiti all'economia reale.

Il finanziamento è stato erogato attraverso diversi programmi: fino al marzo del 2017 sono stati svolti i TLTRO-I, per la prima volta ufficializzato nel giugno del 2014 e concernente otto aste, TLTRO-II ufficializzato nel marzo del 2016 e concernente 4 aste. In entrambi i programmi, i finanziamenti concessi agli enti creditizi sono dipesi dall'entità dei prestiti concessi dagli stessi alle società non finanziarie ed alle famiglie.

A marzo del 2019, il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato una terza ondata di operazioni di questo tipo, di rifinanziamento a più lungo termine, da condurre con frequenza trimestrale da settembre 2019 a marzo del 2021, con il medesimo intento di favorire condizioni creditizie favorevoli per l'economia reale.
In risposta al corso dell'inizio della crisi sanitaria del Covid-19, durante le ultime fasi del 2020 Q1, il 12 marzo, la BCE ha dato vita ad un iniziale cuscino di misure espansive. Tanto per cominciare, ha posto le basi per delle condizioni ancora più favorevoli rivolte a tutte le operazioni TLTRO II tra giugno del 2020 e luglio del 2021. La stessa, ha così voluto incoraggiare la cessione di prestiti a soggetti maggiormente colpiti dalla pandemia e tutte le conseguenze economiche che la stessa ha portato. In particolar modo, gli agenti che sono stati avvantaggiati da queste misure sono stati le piccole e medie imprese (PMI) e i liberi professionisti, entrambi maggiormente dipendenti dalla concessione di prestiti da parte delle banche, data la complicazione dell'ottenimento degli stessi da parte dei mercati finanziari. Alla luce del peggioramento della situazione economica, i termini e le condizioni del TLTRO III sono stati ancora migliorati e discussi nel meeting della BCE del 30 aprile.

€1.3 miliardi, un massimale nelle operazioni di rifinanziamento della BCE, sono stati concessi al settore bancario dell'area euro durante le aste di giugno del TLTRO III. A posteriori sappiamo che le banche europee hanno impiegato la maggior parte della liquidità concessa in prestiti all'economia reale. Ciò si è riflettuto nel Bank Lending Survey (BLS) di aprile del 2020, dove il 74% delle banche sorvegliate dichiarava che avrebbero utilizzato la liquidità garantita dal TLTRO III per garantire prestiti alle famiglie ed alle imprese nei successivi sei mesi, così che sia nell'area euro intese generalmente, che in particolar modo in Spagna, i tassi di interesse sui prestiti bancari si mantenevano a livelli prossimi ai loro minimi storici, con un incremento nel volume dei prestiti concessi alle imprese molto importante a partire da marzo allontanandosi di gran lunga dall'intensità di crescita dei tassi creditizi di prima della pandemia.

In secondo luogo, la BCE ha deciso di condurre ulteriori operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTROs). L'obiettivo di queste operazioni, nate nel 24 giugno del 2020, era di garantire ponti finanziari alle banche commerciali fino a quella data, data in cui si sono svolte le aste di giugno del TLTRO III. Dichiarato preventivamente che queste operazioni, non strettamente connesse agli obiettivi di concessione dei prestiti, sarebbero state necessarie per le banche nel periodo successivo a giugno, il 30 aprile la BCE ha annunciato e concesso nuove operazioni a lungo termine di emergenza per la pandemia (PELTROs). Il costo di queste operazioni è stato maggiore sia delle LTROs che delle TLTRO III, proprio dovuto alla loro natura straordinaria, con le operazioni TLTRO III che hanno

invece assunto il ruolo di operazioni ordinarie e di strumento principale nella trasmissione di stimoli monetari della BCE alle banche.

Per incrementare la capacità delle banche di richiedere fondi tramite operazioni di rifinanziamento nell'Eurosistema (MRO, LTRO, TLTRO III e PELTRO), ad aprile la BCE ha adottato un insieme misure di alleggerimento temporaneo relativo ai collateral. Innanzitutto, ha ridotto gli scarti di garanzia di un valore fisso pari al 20%, per aiutare le banche ad ottenere livelli più profondi di finanziamenti per un determinato ammontare di collateral. In secondo luogo, ha ampliato il range di sistemi di concessioni di credito usati nel framework ACC. Ciò ha aiutato le imprese ed i liberi professionisti ad avere uno schema di garanzia pubblico, più idoneo in questo contesto pandemico. Per concludere, il Consiglio direttivo ha deciso che tutte le attività negoziabili con rating investment grade (BBB- o superiore), che erano quindi idonee come garanzia il 7 aprile, sarebbero rimaste tali finché il loro rating non fosse stato declassato al di sotto di un certo livello (BB).
L'obiettivo di quest'ultima misura era di mitigare l'impatto sui volumi di collateral di possibili degradazioni del rating causato crisi.

### 3.3 Asset Purchase Programme (APP).

Oltre alle misure sopra menzionate, la BCE ha dichiarato la sua volontà di continuare a perseguire l'Asset Purchase Programme (APP) ad un ritmo mensile di €20 miliardi approvato nel settembre del 2019, insieme ad acquisti addizionali di €120 miliardi, provvisoriamente fino alla fine del 2020.
L'obiettivo di questa misura era di migliorare le condizioni finanziarie dei mercati finanziari, successivamente alla crisi dei debiti sovrani, attraverso la riduzione dei tassi di interesse applicabili dal governo sulle obbligazioni societarie, dati i rischi di un disancoraggio delle aspettative di inflazione nonché di un possibile inizio di una spirale deflattiva.
Il meccanismo principale della riduzione dei tassi di interesse tramite gli acquisti di attività è l'assorbimento da parte della banca centrale di una parte del duration risk sul mercato. Duration risk dovuto ai cambiamenti sul mercato dei prezzi di medio termine e medio-lungo termine della maturity delle obbligazioni. Quando la banca centrale acquista obbligazioni dagli investitori, concede la possibilità di questi ultimi di assumere nuovi rischi e ciò riduce il prezzo del rischio sul mercato e di conseguenza il premio del rischio per i rendimenti sulle obbligazioni. Questo effetto è rinforzato in situazioni come quella della prima metà di marzo, dove in aggiunta al rischio di duration i prezzi delle attività erano influenzati dall'aumento del rischio di default. L'espansione della durata dell'App ha così incrementato i parametri di misurazione di questi rischi con un acuto incremento del volume delle garanzie di debito (Fig. 9 casistica dei debiti governativi).

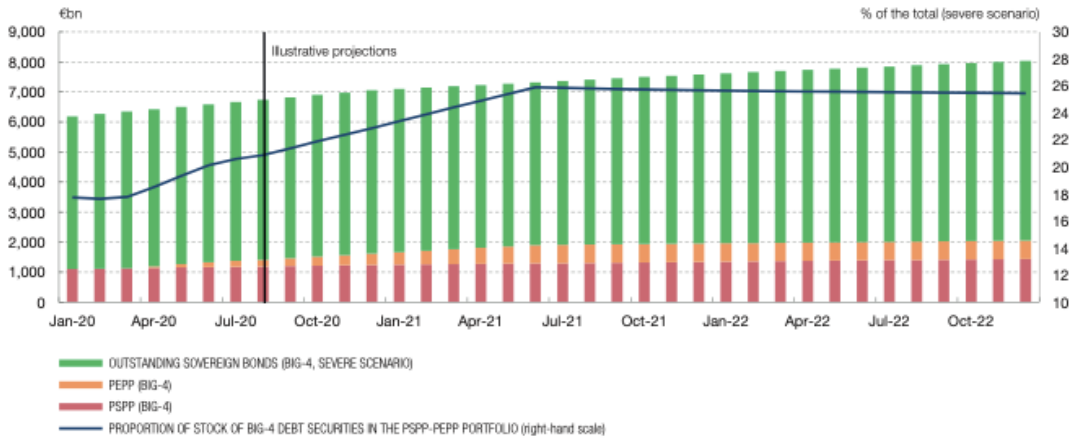



Fig. 9

Per mezzo dell'Asset Purchase Programme la BCE ha condotto quattro programmi di acquisto delle attività sia pubbliche che private:

- Il Covered Bond Purchase Programme (CBPP3), istituito con l'obiettivo di acquisire le obbligazioni delle banche garantite.
- L'Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP), per l'acquisto di titoli con sottostanti cartolarizzazioni dei prestiti bancari.
- Il Public Sector Purchase Programme (PSPP), prevalentemente incentrato sull'acquisto di titoli emessi dai governi, agenzie pubbliche e istituzioni internazionali appartenenti all'Eurozona.
- Il Corporate Sector Purchase Programme (CSPP), volto all'acquisto di titoli obbligazionari e commercial paper emessi da parte di società non finanziarie dei paesi dell'area dell'Eurozona.

Dal 18 marzo, le prospettive economiche dell'area euro sono ulteriormente peggiorate in seguito all'annuncio delle misure di lockdown prese in diversi paesi e ad un incremento dei tassi di interesse sui titoli di stato e sulle obbligazioni societarie. Questo incremento non è stato osservato equamente da tutti gli stati colpiti, è stato infatti particolarmente intenso per paesi, come Spagna e Italia, particolarmente colpiti dalla pandemia e le cui situazioni fiscali erano meno favorevoli al principio della diffusione della crisi. Dunque, risulta importante notare come nell'area dell'euro i rendimenti sui titoli di stato hanno giocato un ruolo fondamentale nella trasmissione delle politiche monetarie all'economia reale. Nello specifico, i rendimenti sui titoli di stato sono importanti non solo dal punto di vista dei costi finanziari che ogni governo era tenuto a sostenere, ma anche un benchmark fondamentale nel determinare i costi finanziari sui mercati dei capitali per le imprese e le istituzioni finanziarie. Per queste ultime, dato che i costi dei prestiti bancari sono connessi ai costi di

finanziamento incrementati dalle banche stesse, i rendimenti sui titoli di stato influenzano così indirettamente i tassi di interesse applicabili sui prestiti bancari, dai quali come detto sopra, le piccole medie imprese, i liberi professionisti e le famiglie sono fortemente dipendenti.

Per riassumere dunque gli effetti dell'APP durante il Covid-19, è possibile dire che questi annunci di acquisti e gli acquisti stessi, hanno portato ad una riduzione dei rendimenti sulle obbligazioni, evitando un deprezzamento delle valute domestiche ed un dannoso effetto sulle equity delle imprese. Mentre l'effetto immediato di questi acquisti risulta ovviamente positivo, nel lungo termine potrebbero insorgere alcuni trade-off causati da queste misure quali un eventuale indebolimento della credibilità della banca centrale circa le sue politiche monetarie ordinarie, eventuali preoccupazioni circa l'egemonia fiscale della banca centrale anche dovute al suo ruolo di acquirente di ultima istanza e conseguenti distorsioni delle dinamiche di mercato.

### 3.4 Il Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP).

Alla luce di questi fatti e di questo contesto, al meeting straordinario del Consiglio Direttivo del 18 marzo, la BCE ha annunciato il PEPP. Le stesse attività dei settori pubblici e delle imprese saranno acquistate grazie ad un temporaneo programma sotteso all'APP. La differenza principale tra l'APP e il PEPP è che gli acquisti effettuati tramite quest'ultimo, saranno condotti in una maniera molto più flessibile ed eventuali fluttuazioni nella loro distribuzione saranno concesse nel tempo tra diverse classi di attività e giurisdizioni. La BCE ha così tentato di evitare una frammentazione finanziaria che avrebbe impedito o ostacolato la trasmissione della sua politica monetaria a causa delle condizioni finanziarie di alcuni paesi dell'area euro.
Questo ha garantito la possibilità per i liberi professionisti e le aziende di ricevere i finanziamenti necessari per superare la crisi in maniera sostenibile.

Il PEPP è stato avviato inizialmente con un pacchetto di €750 miliardi fino alla fine del 2020. Successivamente, il 4 giugno del 2020, è stato incrementato di €600 miliardi arrivando complessivamente a €1,350 miliardi di euro fino almeno alla fine di giugno 2021 ed è stato annunciato che i rendimenti ottenuti dai principali pagamenti dall'acquisto delle attività tramite il PEPP, sarebbero stati reinvestiti almeno fino alla fine del 2022.
Il PEPP, insieme ad i nuovi acquisti effettuati attraverso l'APP, incrementerà così il portafoglio del programma di acquisto delle attività dell'Eurosistema a circa €4,400 miliardi per giugno del 2021(come visibile in Fig. 10).

Attraverso questo programma, la BCE può acquistare diverse attività sui mercati finanziari facendo così diminuire i prezzi delle stesse e di conseguenza i tassi di interesse di mercato. In questo modo indebitarsi è risultato meno oneroso grazie ad una riduzione del costo del debito e ciò ha permesso di evitare l'interruzione del credit flow che avrebbe creato sicuramente danni irreparabili per l'intera economia.

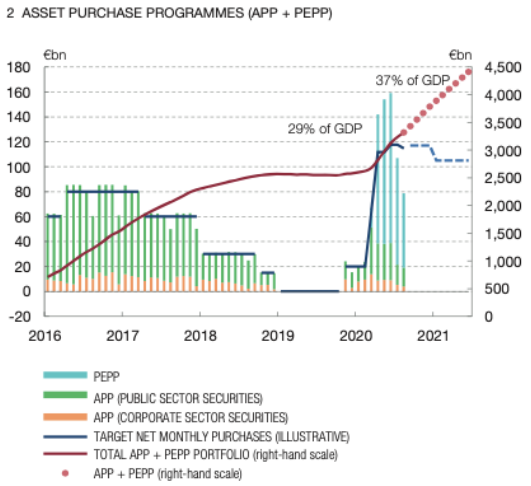



Fig. 10

Sempre il meeting straordinario del Consiglio Direttivo del 18 marzo, ha previsto l'inclusione di commerciale-paper non finanziari, nel range degli asset rientranti nel programma di acquisto di attività delle imprese (CSPP). Le commercial paper sono titoli di debito a breve termine comunemente utilizzate dalle imprese e l'obiettivo di questa mossa è stato quello di alleggerire la tensione sul mercato monetario.

Per riassumere, le caratteristiche principali che contraddistinguono questo programma e che ne hanno decretato una grande efficacia sono state:

- *Flessibilità*: questo è uno dei punti di forza del programma. La flessibilità permette di scegliere quando, dove e quale tipo di assets acquistare. In questo modo gli acquisti sono focalizzati sul mantenere condizioni stabili di finanziamento in tutta l'eurozona. Inoltre, permette di consentire una risposta immediata ai cambiamenti delle condizioni macroeconomiche.
- *Regolabilità*: all'inizio erano destinati solo 750 miliardi di euro. In seguito, la dotazione è stata incrementata a giugno 2020 di altri 600 miliardi, poi di nuovo a dicembre 2020 di ancora 500 miliardi, per un totale complessivo di 1.850 miliardi. Ovviamente essendo regolabile la sua potenza di fuoco può esser aumentata, per mantenere condizioni favorevoli di finanziamento.

- *Trasparenza:* sono pubblicati attraverso comunicazioni ufficiali i dati di acquisto del programma, ogni due mesi sono comunicati i dettagli degli acquisti sui titoli pubblici e privati, è con cadenza settimanale vengono resi noti le cifre in milioni di euro di titoli acquistati.

- *Temporaneità*: Il PEPP è stato creato con l'intento specifico di mitigare gli effetti sull'economia europea prodotti dalla pandemia. Di conseguenza è uno strumento che rimarrà in funzione fin quando il consiglio direttivo non riterrà conclusa la crisi.

### 3.4.1 Impatto sui mercati finanziari

Per analizzare l'impatto che il PEPP ha avuto sui mercati finanziari, bisogna innanzitutto specificare come l'annuncio di un tale programma abbia sin da subito influenzato i mercati. L'effetto dello stesso sul mercato dei capitali è uno dei canali di trasmissione principali del programma di acquisto delle attività. Questo prende il nome di "stock effect" nella letteratura economica, dato che include le aspettative degli investitori su futuri sviluppi del valore delle attività finanziarie acquistate dalla banca centrale sull'impronta di questi stessi programmi. Bisogna però specificare come questo approccio valuta solo parzialmente gli effetti del PEPP sui mercati finanziari dato che non riguarda altri effetti che potrebbero scaturire da programmi di questo tipo, come per esempio quelli prodotti dai flussi di acquisti di attività quando questi prendono luogo ("flow effects"). Di conseguenza in principio, questa analisi potrebbe sottovalutare l'impatto complessivo di questo programma.

I grafici delle figure 11.1 e 11.2 illustrano gli effetti immediati in seguito all'annuncio del PEPP del 18 marzo (barre blu) e il suo conseguente incremento del 4 giugno (barre rosse) su vari indicatori dei mercati azionari, il tasso di cambio euro/dollaro, i rendimenti sui titoli di stato a 10 anni, lo spread e le aspettative sul tasso di inflazione ricavate dagli swap sull'inflazione. I risultati indicano come entrambi gli annunci sul PEPP e in misura leggermente inferiore l'annuncio relativo all'incremento dello stesso, hanno avuto un effetto positivo sui più importanti indici di mercato azionari nell'area dell'euro parallelamente indirettamente sugli indici del settore bancario.
Come visibile dalla figura 11.1, hanno al tempo stesso ridotto la volatilità dei mercati azionari. Inoltre, entrambi gli annunci, hanno chiaramente comportato una caduta dei rendimenti dei titoli di debito dello stato, in particolar modo di quelli italiani e spagnoli e di conseguenza dello spread di questi con i Bund tedeschi (Fig. 11.2).

Come visibile dai grafici l'annuncio dell'incremento del programma del PEPP ha avuto un effetto leggermente inferiore rispetto a quello osservato al momento della sua prima rivelazione. Questo potrebbe essere dipeso da due fattori. Innanzitutto, rispetto al primo annuncio che era totalmente inaspettato, l'incremento annunciato il 4 giugno era parzialmente supposto da alcuni investitori, nonostante la dimensione dello stesso fosse più grande di quanto molti si aspettassero. In secondo luogo, lo stesso rinforzo del programma è stato annunciato a giungo in un momento in cui le tensioni sul mercato finanziario erano minori rispetto a quelle accusate ed osservate durante la metà di marzo, ciò potrebbe essere riconosciuto di conseguenza come un minore impatto sulle condizioni finanziarie.

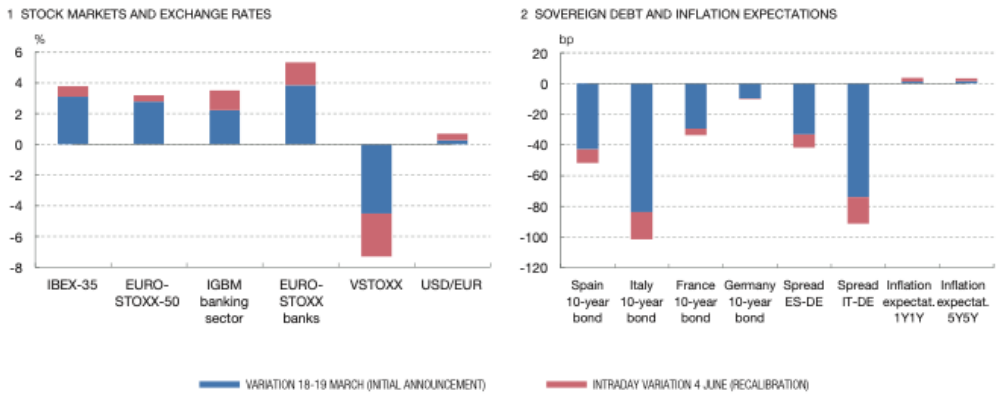



Fig. 11.1 e 11.2

### 3.5 Misure di vigilanza bancaria: Quick fix

L'emendamento provvisorio Quick.fix ha avuto un impatto notevole sui capitali delle banche in questo periodo di crisi estremamente delicato. Il regolamento n. 2020/873 cosiddetto CRR "Quick-fix) ha introdotto delle variazioni, perfezionandone l'efficienza in quest'occasione fuori dalla norma, al Regolamento (UE) n 575/2013 (CRR) in modo tale da contenere le conseguenze che l'emergenza sanitaria del Covid-19 sul sistema economico e finanziario.

Questo provvedimento è stato dunque preso in tema normativo, data la volontà della BCE, nelle vesti di autorità di vigilanza macroprudenziale per il meccanismo unico di vigilanza (MVU), di consentire alle banche la possibilità di operare al di sotto del livello di capitale predefinito in deroga sia dell'orientamento del secondo pilastro (P2G), che alla riserva per la conservazione del capitale (CCB) ed infine del coefficiente di copertura di capitale (LCR) richiesto ed introdotto dal Comitato di Basilea. Queste misure sono state per consentire alle banche di assorbire meglio le perdite ed evitare l'interruzione dei flussi di prestiti, con una stima della BCE di liberazione complessiva di €120 miliardi di capitale bancario. Le stesse riserve erano state istituite proprio per affrontare situazioni di questo tipo, che ha previsto anche un ulteriore allentamento delle riserve di capitale anticicliche

(CCyB), in cui un'ulteriore stretta sulla concessione del credito e sulla circolazione dei capitali avrebbe sicuramente portato a dei danni irreparabili.

Per quanto riguarda la liquidità, la BCE ha autorizzato tutti gli enti ad operare al di sotto dei requisiti minimi richiesti fino alla fine del 2021, sempre in linea con altri provvedimenti presi circa le riserve di capitale, proprio per garantire una maggiore flessibilità operativa e consentire così di poter operare liberamente e rispondere prontamente a qualsiasi tipologia di esigenza.

Parlando invece dei principi contabili, la BCE nel marzo del 2020, ha riconosciuto l'eccessiva prociclicità degli effetti degli accantonamenti dovuti a perdite previste sui crediti. Così, ritenendo che la stessa potesse aumentarne la volatilità, ha consigliato alle banche di particolare rilevanza, per dimensioni e qualità, di effettuare analisi storiche su perdite relative ai crediti per ottenerne una stima valida. In questo modo, le stesse sarebbero state in grado di prevenire con cautela eventuali perdite che non sarebbero state in grado di sostenere, al tempo stesso riconfermando la disponibilità di misure di sostegno quali le garanzie pubbliche e le moratorie sui pagamenti. Alle banche, inoltre, è stato consigliato dalla BCE di inserire contabilmente gli accantonamenti sulle perdite relative ai crediti nel capitale proprio, in questo modo le stesse hanno dovuto aumentare le riserve cuscinetto a tutela di quest'ultimo così da assumere un atteggiamento sicuramente più prudente.
Questa manovra è stata ad ogni modo un'applicazione del principio contabile internazionale IFRS 9, che la BCE ha suggerito di seguire in maniera flessibile. Con ciò si è voluta riferire ovviamente non al solo caso specifico appena presentato ma in senso generale, in questo modo le banche possono attuare misure rapide di pronta risposta laddove sussistano esigenze particolari, muovendosi sempre all'interno del framework di questo stesso principio, non concepito per essere attuato meccanicamente. Questo punto è stato peraltro chiarito dallo stesso Comitato di Basilea, con l'intenzione di lasciare intendere le misure attenuanti che sono state prese in vista logicamente della crisi causata dalla pandemia.

Sulla base di queste indicazioni per l'appunto, è stato annunciato il Quick fix ed approvato il suo rispettivo regolamento (UE) 2020/873, in vigore dal 27 giugno 2020.
Per ciò che concerne i principi contabili, lo stesso regolamento è stato prolungato fino al 31 dicembre 2024 in regime chiaramente temporaneo. Inoltre, è stato concesso sotto autorizzazione, la possibilità per le banche di revocare, entro il periodo transitorio dato, le misure prese per il calcolo dei valori contabili prospettici, rimuovendo dal capitale proprio gli stessi accantonamenti laddove non fosse più ritenuto necessario dalle banche che ne abbiano fatto uso.

Le altre modifiche che sono state introdotte hanno previsto:

- Una detrazione dal CET1 delle coperture insufficienti dovute ad esposizioni deteriorate, sotto forma di garanzie pubbliche offrendo così un trattamento di favore l'"NPE Backstop".

- La rimozione delle riserve detenute presso la BCE ai fini del calcolo di coefficiente di riserv obbligatorio.

- La posticipazione ad un anno della creazione del cuscino di capitale di copertura per l'indebitamento che prende il nome di Leverage ratio buffer previsto per quelle banche di dimensioni ed importanza tale da essere ritenute cruciali per l'intero sistema economico e finanziario.

- L'applicazione immediata delle variazioni introdotte nelle CRR 2 che prevedono un incentivo rivolto alla detenzione di attività software e una valutazione meno rigida della ponderazione concernente prestiti con garanzia che prevede un eventuale cessione di stipendi e pensioni ed infine l'impegno nel sostegno per le piccole e medie imprese.

Il più grande impatto sul capitale delle banche nonché il mezzo più efficace utilizzato per l'incremento degli stessi è stato l'obbligo di bloccare qualsiasi pagamento dei dividendi temporaneamente. Questa misura ha rinforzato i capitali delle banche dato che a posteriori le stesse non hanno avuto alcuna tipologia di problema nel riprendere i pagamenti ai propri azionisti.
Questo strumento è stato utilizzato con l'obiettivo di evitare che le banche effettuassero pagamenti dei dividendi nel tentativo di lanciare messaggi positivi al mercato o ad i propri azionisti incrementando in tal modo l'asimmetria informativa con gli stessi. Questo contesto in alcuni casi potrebbe creare i presupposti per un incentivo alle banche di assumere atteggiamenti di moral hazard o adverse selection, che come risaputo danneggiano il sistema finanziario ed economico incrementando i rischi di una crisi sistemica.
La misura, come avvenuto per il PEPP, essendo stata inattesa e imprevista ha avuto un impatto particolarmente positivo, evitando anche l'eventuale danno all'immagine di alcune istituzioni che a causa della crisi non sarebbero state in grado di pagare dividendi aumentando ulteriormente il loro rischio di fallimento.

Oltre a queste misure la BCE ha anche annunciato la sua volontà di garantire un'elevata elasticità circa la valutazione dei crediti deteriorati che ha preannunciato avverrà in seguito alla fase più acuta della crisi, su base individuale, quindi andando a valutare caso per caso ogni singola banca.
Elevata elasticità è stata così promessa anche per quanto riguarda il trattamento normativo dei prestiti che ottengono un sostegno dal governo, tra i quali le moratorie sui pagamenti e le garanzie pubbliche di cui si esporrà nel prossimo paragrafo.

### 3.5.1 Moratorie e l'impatto sui fallimenti e le uscite dal mercato delle imprese italiane

Come anticipato precedentemente, uno degli strumenti utilizzati dal Governo italiano per aiutare le famiglie indebitate è stata la concessione di moratorie sui pagamenti dovuti all'indebitamento. Questa misura è stata condotta in seguito all'ampliamento dell'ambito di competenza del fondo solidarietà anche a questo campo, nel caso specifico per i pagamenti che le famiglie si trovano a corrispondere in vista di mutui aperti sull'acquisto della prima casa. Il fondo chiamato anche fondo Gasparrini, ha offerto così la possibilità per le famiglie di rimandare ai pagamenti fino a 18 mesi dalla data della certificazione della validità dei requisiti necessari per accedere a questo piano.
I beneficiari del fondo sono tutti i soggetti dipendenti che per un periodo almeno pari ai 30 giorni o superiore, abbiano subito una riduzione degli orari del lavoro o direttamente dei giorni lavorativi e si trovino dunque in uno stato di cassa integrazione. Tra i beneficiari si annoverano anche i liberi professionisti o, in senso più generale, chiunque lavori autonomamente, che abbiamo affrontato un calo, al 21 febbraio del 2020, del fatturato pari o maggiore al 33% paragonato all'ultimo trimestre del 2019.
Per quanto riguarda i mutui che non rientravano tra quelli beneficianti del fondo Gasparrini, è stata prevista la sospensione integrale del pagamento delle rate dei mutui dichiarata dall'associazione bancaria italiana (ABI) e le associazioni dei consumatori, per un periodo di 12 mesi.

Come visibile dai grafici in Fig. 12 la domanda è stata molto elevata, soprattutto nella fase inziale del lockdown che, come sappiamo, ha colpito pesantemente le economie di tutti i paesi colpiti che hanno ricorso a questo mezzo. Nello specifico è stato stimato che il numero delle famiglie che ha fatto richiesta per poter sfruttare questa possibilità è stato pari a circa l'1,5% del totale delle famiglie italiane e a circa il 12% di quelle indebitate, per un numero di 350,000 famiglie complessivo aderente alla moratoria. La media di questi individui dichiarava di aver subito una diminuzione del reddito familiari pari o superiore al 25% rispetto al periodo antecedente alla crisi operanti in diversi settori come illustrato in Fig 13.

**Domande di accesso alla moratoria mutui prima casa nel tempo** (1)

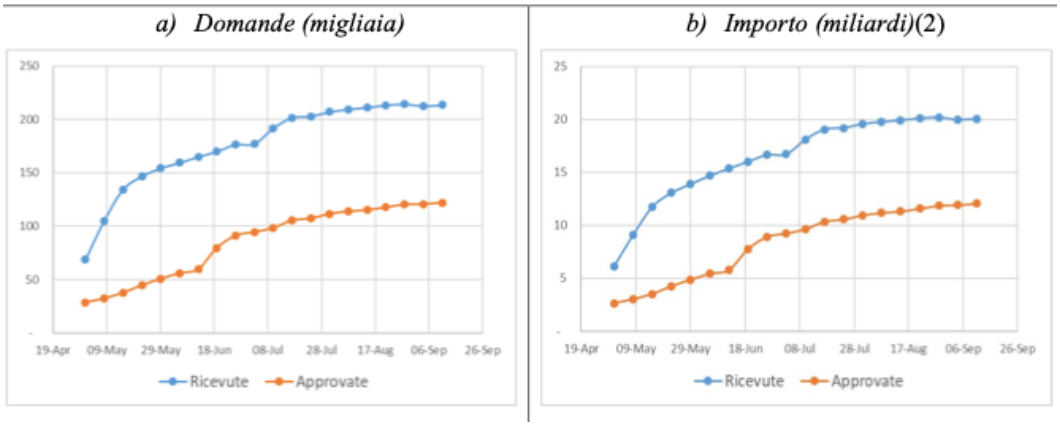



Fig. 12

**Domande di accesso al Fondo Gasparrini per area geografica e motivi delle richieste**
*(valori percentuali)*

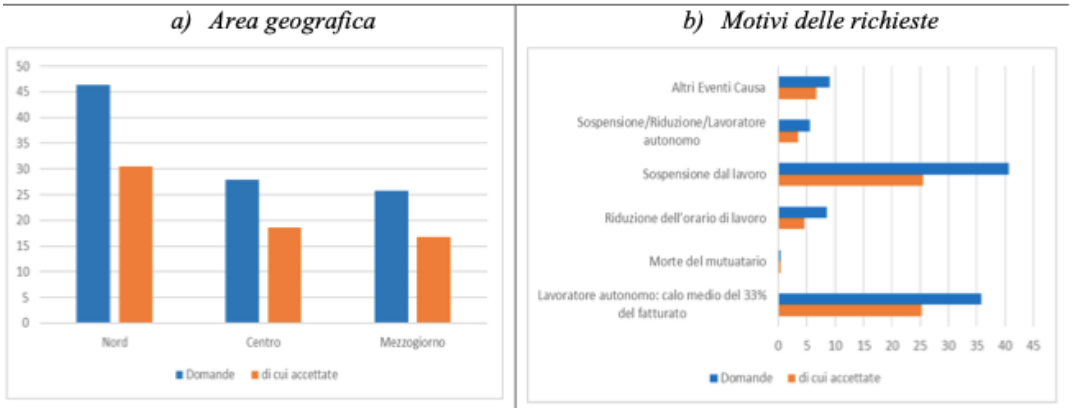



Fig. 13

Il termine di questa misura è stato poi prolungato al 22 maggio nel tentativo di dare la possibilità alle famiglie di rimettersi nelle condizioni migliori per affrontare i pagamenti dovuti per le rate dei mutui temporaneamente sospesi per chi ne aveva beneficiato.

Queste misure prese hanno permesso di ridurre le preoccupazioni insorte circa le probabilità di fallimento di numerose imprese. Con una perdita del PIL dell'8,9% in molti si aspettavano che il numero delle imprese fallite, rispetto a quello degli anni precedenti o dello stesso 2019 sarebbe aumentato vertiginosamente; invece, i dati riportati hanno dimostrato il contrario. Infatti, nel 2020 il numero delle uscite dal mercato e dei fallimenti rispetto a quelli del 2019 è risultato essere inferiore rispettivamente del 27 e del 33 per cento. Questa è stata registrata prevalentemente tra marzo e giugno, periodo in cui le moratorie sulle istanze di fallimento erano in vigore.

Si potrebbe così pensare che il numero dei fallimenti sarebbe immediatamente cresciuto al termine di queste agevolazioni concesse dal Governo, ma i dati riportano che questi valori si sono mantenuti stabili anche nel 2021 ribadendo una diminuzione rispetto al 2019. Una motivazione per questi

avvenimenti può sicuramente essere attribuita alle numerose altre misure prese oltre a quella che concedeva delle moratorie sui fallimenti, tra le più importanti possiamo ricordare la moratoria sul rimborso dei prestiti, le garanzie pubbliche su nuovi prestiti e i contributi a fondo perduto.
Inoltre, le imprese risultate fallite o che sono uscite dal mercato, nono diverse da quelle del 2019, ad indicare che gli stanziamenti effettuati sono risultati essere molto efficaci nel loro obiettivo di tamponamento delle situazioni coinvolgenti settori a rischio e quindi particolarmente danneggiati dalla crisi causata dalla pandemia.

Parlando effettivamente di dati, nel 2020 le imprese che hanno dato avvio a delle procedure concorsuali liquidatorie risultano essere a leggermente inferiori di 7,400 a confronto con le 11,000 del 2019 (una riduzione pari ad 1/3). In Fig.14 è infatti visibile questo dato, in più il grafico in alto a sinistra mostra come oltre alle dichiarazioni di fallimento siano diminuite anche le istanze di fallimento, per un valore pari a circa un quarto rispetto all'anno precedente.
Le imprese che sono uscite dal mercato, come detto ridottesi del 27%, sono passate dall'essere 70,000 ad essere all'incirca 50,000.

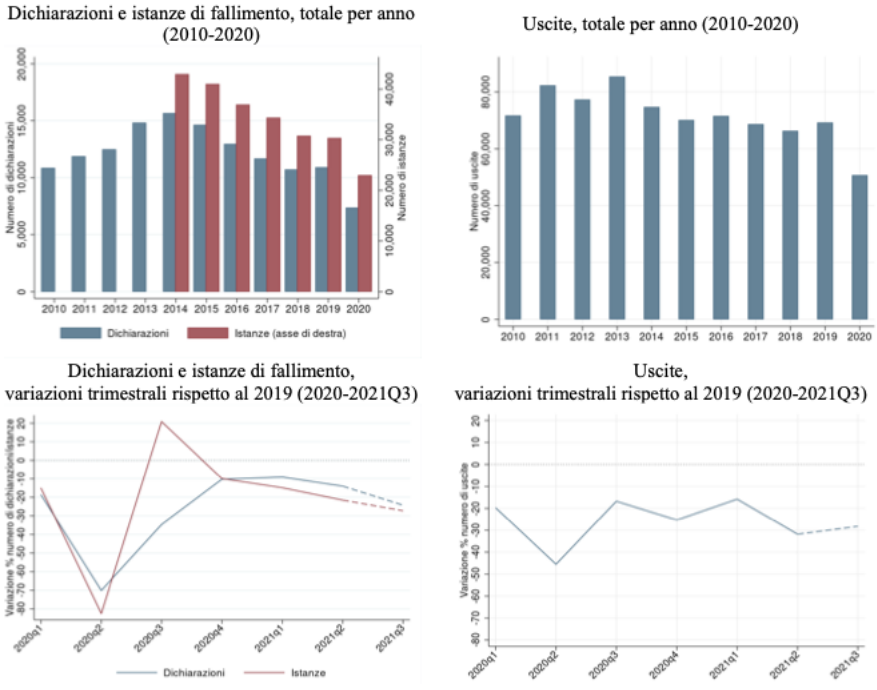


Fig.14

Dai grafici nella parte inferiore della figura è facilmente osservabile che da un mese all'altro le uscite dal mercato, le dichiarazioni e le istanze di fallimento, sono particolarmente ridotte nel secondo trimestre dell'anno, come detto periodo in cui sono state annunciate e concesse le moratorie per questi rispettivi elementi.
Inoltre, si deduce che nell'ultimo trimestre del 2020 il numero delle istanze di fallimento sia aumentato in seguito all'interruzione delle moratorie sulle stesse. Ciò risulta essere ovviamente

naturale e ad ogni modo sempre confrontando il numero di queste nel 2020 con quelle del 2019, in quest'ultimo le istanze sono risultate comunque essere superiori a quelle dell'anno successivo e questo è stato certamente un dato rassicurante. Questo potrebbe anche essere avvenuto dato che le dichiarazioni di fallimento richiedono prima un'istanza di fallimento che solitamente impiega un periodo di all'incirca 4 mesi per essere completata, ma, nonostante ciò, anche il primo trimestre del 2021 risulta avere meno avvenimenti di questo tipo rispetto all'anno antecedente alla pandemia.

Le analisi effettuate, hanno fatto emergere alcuni dati che si sarebbero potuti registrare nell'eventualità in cui queste misure non fossero state prese. Da queste risulta che in assenza delle moratorie lo scenario concernente l'evoluzione dei fallimenti a breve termine, avrebbe osservato un numero di fallimenti pari a più di 12,000 unità, un numero che corrisponde a 4,800 unità in più rispetto a quelle effettivamente registrate.
Questo dato mette in evidenza l'efficacia di queste misure di supporto economico da parte del settore pubblico durante la crisi.

## Conclusione

In questa tesi sono state analizzate le misure di politica monetaria e le condizioni favorevoli create dalle disposizioni in tema di vigilanza bancaria, adottate dalla BCE in risposta alla crisi del Covid-19 che hanno avuto un effetto stabilizzante sui mercati finanziari nell'Eurozona.
Prima di giungere a questa trattazione, sono stati analizzati gli impatti che la crisi ha avuto sia a livello sanitario, che economico e macroeconomico sui paesi colpiti. Ciò è servito per fornire un quadro del contesto all'interno del quale ci si è trovati a causa della pandemia e le necessità più importanti da rispettare. Oltre al contesto sanitario e sociale, il quadro macroeconomico è stato utile particolarmente per fornire una premessa circa i punti particolarmente delicati e colpiti dalla crisi, punti che la banca centrale si è impegnata a curare e a sostenere.
Le politiche monetarie e di vigilanza bancaria sono state trattate in seguito ad un paragone e presentazione di quelle che vengono ordinariamente effettuate e sostenute dalla banca centrale. Ciò è stato fatto soprattutto per fornire un netto contrasto tra le operazioni che solitamente sono state prese dalla banca centrale, anche in situazioni di crisi, e le misure che sono state prese invece per contrastare straordinariamente gli effetti della crisi causata dal Covid-19.
In particolar modo, le azioni della BCE hanno decisamente contribuito ad alleggerire le critiche condizioni finanziarie nell'Eurozona, così da evitare il rischio di loop di feedback negativi concernenti i mercati finanziari e l'economia reale. Ciò ha aiutato a sostenere la fiducia degli agenti

economici, con un conseguente beneficio sulle attività economiche e sull'occupazione nonché sulle previsioni inflazionistiche. Le analisi effettuate in questo documento si concentrano principalmente su queste tematiche e sono state trattate dopo un'introduzione concernente gli obiettivi della BCE e le misure prese per raggiungere gli stessi.
Inoltre, è stata fornita una premessa circa il quadro politico all'interno del quale la banca centrale ha operato, quadro che ha fornito gli elementi necessari per comprendere le dinamiche che legano gli Stati membri e che legittimano la stessa banca nel suo operato.

Malgrado le misure di supporto della BCE si siano concentrate su un piano di salvaguardia economico, le previsioni inflazionistiche di medio termine, ciò nonostante, rimangono evidentemente sotto al target obiettivo. Proprio per questo motivo, il Consiglio Direttivo ha più volte ripetuto che si impegnerà e persevererà nel tentativo di utilizzare tutti gli strumenti adeguati ad assicurare che l'inflazione si muova in modo sostenibile verso questo obiettivo.
Guardando avanti, l'elevata incertezza che ha prospettato e tuttora prospetta la pandemia, nonché la possibile persistenza dall'impatto economico iniziale sul sistema produttivo, indicano la necessità per la BCE di rimanere vigile e se necessario di agire nuovamente, prontamente, per risolvere qualsiasi tipologia di problematica.

# Bibliografia


- https://www.ecb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.it.html
- https://www.consob.it/documents/46180/46181/Rep-covid-19.pdf/02fa9e7c-c7f1-4348-be40-1d39b0c3e545
- https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/coronavirus-response/jobs-and-economy-during-coronavirus-pandemic_it (per previsioni economiche ed effetti delle iniziative adottate).
- https://www.scopus.com/record/display.uri?eid=2-s2.0-85126106609&origin=resultslist&sort=plf-f&src=s&st1=Covid+macroeconomic+impact&sid=a548ce95b20babb4829cbd54ff13efc5&sot=b&sdt=b&sl=41&s=TITLE-ABS-KEY%28Covid+macroeconomic+impact%29&relpos=4&citeCnt=0&searchTerm=&featureToggles=FEATURE_NEW_DOC_DETAILS_EXPORT:1 (previsioni recupero post covid)
- https://www.trovanorme.salute.gov.it/norme/renderNormsanPdf?anno=2020&codLeg=77099&parte=1%20&serie=null (Direzione generale della prevenzione e della programmazione sanitaria del Ministero della Salute; decreto 30/04/2020)
- https://www.epicentro.iss.it/vaccini/covid-19-piano-vaccinazione
- https://www.allianz-trade.com/it_IT/news-e-approfondimenti/corporate-news/Covid19-impatto-sulla-economia-italiana.html (impatto macroeconomico del covid)
- https://www.corriere.it/economia/consumi/20_giugno_09/gli-effetti-coronavirus-consumi-28percento-italiani-piu-attento-risparmio-ce269238-aa27-11ea-96b1-0359b9449147.shtml (crollo dei consumi)
- http://tesi.luiss.it/28834/1/226251_D%27URSO_RENATO.pdf http://tesi.luiss.it/29363/1/704861_FAZIOLI_GUGLIELMO.pdf (secondo link impatto economico)
- https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/comunicazioni/com-20201110/Comunicazione-10.11.2020.pdf (quick fix)
- https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/note-covid-19/2021/2021.03.22-noteCovid_moratorie.pdf
- TRTL

- [3] Y.C. Wu, C.S. Chen, Y.J. Chan, Overview of the 2019 novel corona virus (2019-nCoV): the pathogen of severe specific contagious pneumonia (SSCP), J. Chin. Med. Assoc. (2020) 217–220.
- Impatto macroeconomico della crisi (grafico domanda e offerta): https://www.neaman.org.il/EN/Files/Global%20Economic%20Impact%20of%20COVID-19_20200322163553.399.pdf
- [2]A.E. Gorbalenya, S.C. Baker, R. Baric, R.J. Groot, C. Drosten, A.A. Gulyaeva, B.L. Haagmans, C. Lauberv, A.M. Leontovich, B.W. Neuman, D. Penzar, Severe acute respiratory syndrome-related coronavirus: the species and its viruses–a statement of the Coronavirus Study Group. Nat Microbiol doi: 10.1038/s41564-020-0695-z.
- Impatto macroeconomico della crisi: https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=751119001100096007088087078008071006034048031046008017077069064006068117100126065022058117006035008099001116097029103093126089106078039042042127120089114005006027086033030046005110072118118007084091125095027011073120006093090079116001015096001071103029&EXT=pdf&INDEX=TRUE
- Impatto sull'international trade: https://reader.elsevier.com/reader/sd/pii/S0889158321000149?token=7C4ADE2695283EF0CBE8BDBDA9745E59357243B311E5CEC7F5B63AC726AE5D489DAB20399A2DD59A0F9A235C04A5D8BF&originRegion=eu-west-1&originCreation=20220601173527
- Impatto economico in italia: Cfr. S. Giacomelli, S. Mocetti, G. Rodano, Fallimenti d'impresa in epoca Covid, Banca d'Italia, Note Covid-19, gennaio 2021.
- TLTRO: https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/tltro/index.html
- 1 Financial Times 20 September 2021 "How PEPP help financial market" https://www.ft.com/content/20bd7b36-8465-49a1-8a48-89da006def93
- Impatto sui fallimenti imprese italiane: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/note-covid-19/2022/nota_covid_fallimenti_ita_24_gen_2022.pdf
- Moratorie: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/note-covid-19/2021/2021.03.22-noteCovid_moratorie.pdf
- Vigilanza bancaria: ECB (2020a), "ECB Banking Supervision provides temporary capital and operational relief in reaction to coronavirus." Press release, 12 March https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200312~43351ac3ac.en.html
- Basel Committee on Banking Supervision (2020). "Measures to reflect the impact of Covid-19", disponibile: https://www.bis.org/bcbs/publ/d498.htm
- Focus sull'Italia: (http://www.eyesreg.it/wp-content/uploads/Pdf/Volume-10-Numero-5.pdf#page=17)