



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI "M.FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**"IL QUANTITATIVE EASING NELL'AREA EURO E I SUOI EFFETTI
SUL SETTORE BANCARIO EUROPEO"**

RELATORE:

CH.MO PROF. TUSSET GIANFRANCO

LAUREANDO: ZILLOTTO ANDREA

MATRICOLA N. 1089959

ANNO ACCADEMICO 2017 – 2018

Indice

Introduzione	1
1. La politica monetaria della BCE nel periodo pre-QE (dal 2008 al 2015)	4
1.1. La politica monetaria convenzionale pre-QE e il suo svolgimento all'interno del contesto economico	4
1.2. Operazioni di mercato aperto e politiche monetarie non convenzionali pre-QE	7
1.2.1. Operazioni di rifinanziamento principali	7
1.2.2. Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	8
1.2.3. Operazioni di fine tuning	9
1.2.4. Securities Markets Programme	10
1.2.5. Operazioni monetarie definitive	11
2. Il QE della BCE: trasmissione della politica monetaria, programmi di acquisto nell'ambito del QE (APP) e altre politiche monetarie adottate durante il QE	12
2.1. Il QE della BCE	12
2.1.1. Il QE: cenni storici e modalità di trasmissione all'interno dell'economia	12
2.1.2. L'adozione del QE all'interno dell'UE	14
2.2. Criteri comuni di idoneità dei titoli da acquistare con l'APP e obiettivi comuni dei programmi di acquisto	17
2.3. Programmi di acquisto nell'ambito del QE	18
2.3.1. Covered Bond Purchase Programme	18
2.3.2. Asset-Backed Securities Purchase Programme	19
2.3.3. Public Sector Purchase Programme	20

2.3.4. Corporate Sector Purchase Programme	21
2.4. Politiche monetarie non convenzionali al di fuori dell' APP	22
2.4.1. Operazioni di rifinanziamento mirate a più lungo termine	22
3. Impatto del QE sul settore bancario dell'eurozona	24
3.1. Costi di finanziamento del settore bancario	25
3.2. Mercato dei prestiti al settore privato non finanziario	26
3.2.1. Condizioni e qualità del credito	28
3.2.2. Domanda di prestiti da parte di famiglie e imprese	29
3.3. Redditività del settore bancario	29
3.4 Effetti sul sistema bancario non imputabili al QE	30
Conclusioni	32
Appendice	33
A1. L'impatto del contesto economico italiano sulla distribuzione degli effetti positivi del QE nel mercato dei prestiti bancari concessi alle imprese	33
A1.1. Crediti deteriorati all'intero del sistema bancario italiano	34
A1.2. Offerta di prestiti alle imprese	34
A1.3. Conclusioni	36
A2. Grafici	37
Bibliografia	44

Introduzione

Il QE rappresenta una politica monetaria espansiva di tipo non convenzionale che consiste in un'espansione del bilancio della banca centrale attraverso uno (o più) programmi di acquisto di titoli di vario genere, spaziando da titoli di stato a derivati da operazioni di cartolarizzazione. Questa politica monetaria ha lo scopo di stimolare l'economia attraverso un'influenza sulle aspettative riguardo il tasso di inflazione nel caso in cui la banca centrale non fosse in grado di influenzare in positivo l'economia attraverso politiche monetarie convenzionali, ovvero tramite l'abbassamento dei tassi di interesse di riferimento. Questa situazione si verifica quando tale istituzione deve affrontare il cosiddetto Zero Lower Bound Problem (ZLBP): in questo caso, il raggiungimento della soglia minima nei tassi di interesse a breve termine, solitamente pari o leggermente maggiore di zero, potrebbe portare la banca centrale a cadere nella trappola della liquidità, rendendo impossibile il compito di stimolare l'economia a causa della preferenza dell'individuo di detenere denaro rispetto ai titoli.

Queste misure, come evidenziato da alcune ricerche¹, sono state adottate dalle banche centrali del Giappone (Bank of Japan, BoJ), del Regno Unito (Bank of England, BoE) e degli Stati Uniti (Federal Reserve, Fed) all'inizio delle fasi di recessione che hanno dovuto attraversare e insieme, o poco dopo, all'adozione di una politica monetaria espansiva convenzionale. Questo, però, non è accaduto all'interno dell'Unione Europea (UE): infatti, per far fronte all'insorgere della crisi economica nel 2008, la BCE decise per un progressivo abbassamento dei tassi di riferimento e per un incremento negli importi nelle operazioni di mercato aperto e nel numero delle controparti idonee a partecipare alle operazioni di rifinanziamento principali e a lungo termine.

Solamente a partire dal 2009 la BCE decise di varare alcuni programmi di acquisto relativi ad alcuni titoli e ad alcuni mercati: infatti, nel 2009 venne lanciato il programma di acquisto di obbligazioni garantite (Covered Bond Purchase Programme, CBPP), con l'obiettivo di supportare il credito nell'area euro e di riattivare il mercato relativo a tali titoli, mentre nel 2010 venne varato il programma di acquisto all'interno dei mercati obbligazionari (Securities Market Programme, SMP), allo scopo di far fronte al malfunzionamento di alcuni settori di questi mercati e di assicurare l'efficienza della trasmissione della politica monetaria.

I primi passi concreti verso l'adozione del QE da parte della BCE vennero compiuti solamente dopo l'insediamento di Mario Draghi alla presidenza della BCE (in sostituzione di Jean-Claude

¹ HALDANE, A. et al., 2016. QE: the story so far. Londra: Bank of England e FAWLEY, B. e NEELY, C., 2013. Four stories of Quantitative Easing. St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis Review.

Trichet) nel novembre 2011: infatti, durante la presidenza Draghi, venne esteso il CBPP e venne annunciato il programma di acquisto di titoli derivati da operazioni di cartolarizzazione (Asset-Backed Securities Purchase Programme, ABSPP) nel 2014, con l'obiettivo di espandere il credito concesso dalle banche al settore privato. Inoltre, nel 2012 la BCE annunciò il possibile ricorso a una serie di operazioni all'interno dei mercati secondari finalizzate alla salvaguardia dell'unicità della politica monetaria della banca centrale stessa e della sua trasmissione: tali operazioni vennero denominate "operazioni monetarie definitive" (Outright Monetary Transactions, OMTs), le quali, però, non vennero mai adottate.

Il QE ebbe inizio nel gennaio 2015, ovvero dopo l'annuncio dell'Asset Purchase Programme (APP), un programma di acquisto di titoli di vario genere formato dai due programmi di acquisto in quel momento già operativi (CBPP e ABSPP) e da un nuovo programma di acquisto di titoli pubblici (Public Sector Purchase Programme, PSPP) annunciato dalla BCE in concomitanza con l'APP. In seguito, all'interno dell'APP (e, di conseguenza, del QE) venne incluso anche il programma di acquisto di titoli del settore privato (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP), annunciato nel giugno 2016 con lo scopo di rafforzare la trasmissione della politica monetaria non convenzionale all'interno dell'economia reale.

Oltre agli obiettivi prefissati per ciascun programma, lo scopo principale del QE è il raggiungimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo: infatti, la BCE ha come obiettivo il raggiungimento del 2% annuo del tasso di inflazione nel medio periodo tramite questo strumento non convenzionale di politica monetaria.

Questo lavoro non si concentrerà sugli effetti del QE sul suo target di riferimento, ovvero il tasso di inflazione, ma verterà sui suoi effetti su uno dei settori economici principali della zona euro, ovvero quello bancario: infatti, molte misure adottate dalla BCE nell'ambito del QE (e anche al di fuori di esso) sono finalizzate al sostenimento del credito e all'espansione dei prestiti concessi dalle banche al settore privato. Nonostante il focus sia su questo, però, il primo capitolo è dedicato alla politica monetaria della BCE prima dell'adozione del QE, dato che sia il contesto economico che gli effetti di queste politiche espansive pre-QE sono importanti nella comprensione degli effetti del QE sul settore bancario.

Il secondo capitolo pone enfasi sul QE e, quindi, sull'APP: infatti, mentre la prima parte è dedicata alla spiegazione delle modalità di attuazione e di trasmissione di questa politica monetaria non convenzionale, oltre a brevi cenni storici riguardo la sua adozione da parte di altre banche centrali, la seconda parte descrive programma per programma l'APP in base alla loro modalità di adozione e agli obiettivi da raggiungere. Come nel capitolo precedente, viene descritto anche il contesto economico del periodo.

Il terzo capitolo rappresenta il nocciolo di questo lavoro: infatti, in esso vengono enfatizzati gli effetti del QE sul settore bancario europeo, già colpito dalla crisi economica e dai bassi tassi di interesse all'interno dell'area euro. In particolar modo, viene descritto come il QE, insieme al contesto di riferimento all'interno dell'area euro, abbia influito sulla redditività, sul valore azionario, sulla concessione di crediti a famiglie e imprese e sulla raccolta delle banche.

1. La politica monetaria della BCE nel periodo pre-QE (dal 2008 al 2015)

1.1. La politica monetaria convenzionale pre-QE e il suo svolgimento all'interno del contesto economico

Prima del peggioramento della situazione economica globale dovuta all'intensificarsi della crisi economica e finanziaria dopo il fallimento della Lehman Brothers il 15 settembre 2008^[2], la Banca Centrale Europea (BCE) dovette affrontare, durante la prima metà del 2008, i possibili rischi riguardo la stabilità dei prezzi nel medio periodo: infatti, durante questo periodo, il tasso di inflazione assunse valori decisamente superiori al 2% per effetto delle grandi fluttuazioni nei prezzi delle materie prime (soprattutto del petrolio) e degli alimenti. Inoltre, l'elevato ritmo di crescita dell'aggregato monetario M3 e una possibile crescita salariale superiore al previsto a causa dell'alto livello di capacità produttiva avrebbero potuto creare forti spinte inflazionistiche. In questo contesto, la BCE decise di aumentare di 25 punti base i tassi di riferimento (andamento di tali tassi nell'appendice) il 3 luglio 2008, portandoli rispettivamente al 4,25% (tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali), al 5,25% (tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginali) e al 3,25% (tasso di interesse sui depositi), allo scopo di fronteggiare i rischi relativi alla stabilità dei prezzi e le spinte inflazionistiche.

Il fallimento della Lehman Brothers ebbe grossi effetti sui mercati finanziari e sull'economia reale: grande volatilità all'interno dei mercati finanziari, bassi livelli di liquidità in una serie di comparti, profonde ristrutturazioni all'interno di alcune grandi istituzioni finanziarie, interventi governativi senza precedenti allo scopo di salvaguardare gli istituti di credito e una crisi finanziaria in Islanda che si propagò in altri paesi. Inoltre, l'accrescimento significativo dell'avversione al rischio da parte degli individui dopo il 15 settembre 2008 portò a un impatto di non poco conto sull'economia reale, dato che esso indusse un incremento nello spread tra i rendimenti delle obbligazioni societarie e quelli delle obbligazioni sovrane. Tutto questo portò la BCE a cominciare un allentamento della politica monetaria attraverso la prima riduzione dei tassi di riferimento l'8 ottobre 2008 di 50 punti base.

Entro la fine del 2008, la banca centrale diminuì i propri tassi di riferimento altre due volte per un totale di 125 punti base (50 punti il 6 novembre, 75 punti il 4 dicembre) allo scopo di

² Il 15 settembre 2008, la Lehman Brothers annunciò la volontà di ricorrere al Chapter 11, ovvero a una norma della legge fallimentare statunitense per gestire una situazione di grave insolvenza.

affrontare la propagazione delle tensioni del sistema finanziario all'interno dell'economia reale: infatti, ci fu un deciso peggioramento delle prospettive riguardo la crescita economica mondiale, il quale implicò una contrazione della domanda estera. Inoltre, ci fu anche un'accelerazione nel deterioramento della fiducia delle imprese, il perdurare della debolezza dell'economia mondiale e dell'elevato livello di incertezza, un forte ristagno della domanda interna e l'indebolimento delle prospettive sull'inflazione all'interno dell'area euro. Alla fine del 2008, i tassi di riferimento erano rispettivamente pari al 2,50% (operazioni di rifinanziamento principali), al 2% (depositi) e al 3% (operazioni di rifinanziamento marginali). Ulteriori riduzioni in tali tassi vennero decise nel 2009: infatti, il tasso di interesse delle operazioni principali di rifinanziamento venne diminuito in totale di 150 punti base a seguito delle decisioni del Consiglio direttivo durante quattro riunioni tra il gennaio 2009 e il maggio dello stesso anno (50 punti il 4 gennaio, 50 punti il 5 marzo, 25 punti il 2 aprile e 25 punti il 5 maggio), attestandosi stabilmente all'1% fino al 2011. Tali diminuzioni vennero decise anche per i tassi sui depositi e sulle operazioni di rifinanziamento marginali, i quali vennero ridotti rispettivamente allo 0,25% e all'1,75%. Queste riduzioni furono necessarie a seguito del proseguimento del severo rallentamento dell'economia globale (-4,3% del PIL reale all'interno dell'EU nel 2009 rispetto all'anno precedente) e alle scarse pressioni inflazionistiche durante l'anno (BCE, 2010).

Il 2011 è stato un anno di cambiamenti e sfide all'interno della BCE: infatti, a partire dal 1° novembre, Mario Draghi prese il posto di Jean-Claude Trichet alla presidenza della banca centrale. Durante quell'anno, inoltre, la BCE dovette fronteggiare la progressione delle spinte inflazionistiche, i problemi dovuti dall'ampia liquidità monetaria e l'acutizzarsi delle tensioni nei mercati finanziari.

In questo contesto, nella prima metà del 2011, il Consiglio direttivo decise di aumentare i tassi di riferimento di 50 punti base complessivi durante due riunioni (25 punti base il 7 aprile e altri 25 punti base il 7 luglio) a seguito del rincaro delle materie prime e dell'ampia disponibilità di liquidità monetaria: infatti, questi fattori avrebbero potuto innescare un processo inflattivo generalizzato durante la ripresa economica (BCE, 2012), portando ad ampie spinte inflazionistiche che avrebbero reso complicato il compito della BCE di stabilizzare i prezzi nel medio periodo senza un'adeguata politica monetaria restrittiva.

La tendenza della politica monetaria convenzionale venne di nuovo invertita verso il basso già il 3 novembre dello stesso anno, ovvero quando la BCE annunciò l'abbassamento dei tassi di riferimento di 25 punti base, con l'obiettivo di assicurare il raggiungimento dell'obiettivo riguardante il tasso di inflazione annuo per la stabilità dei prezzi nel medio termine. Questo passaggio verso una politica monetaria accomodante fu dovuta principalmente all'intensificarsi

delle tensioni all'interno dei mercati finanziari derivanti dall'acutizzarsi della crisi del debito sovrano nell'UE: infatti, a seguito delle previsioni verso il basso della crescita economica (variazione prevista del PIL reale compresa tra il -0,4% e l'1%) e degli interventi governativi in risposta a tale crisi non adeguati, lo spread relativo ai rendimenti delle obbligazioni raggiunse livelli mai visti dopo il 1999. Inoltre, l'indebolimento dell'espansione di M3, sebbene tale crescita fosse ancora moderata, ha portato ad andamenti meno favorevoli del credito, soprattutto riguardo i prestiti concessi al settore privato non finanziario.

Nel 2012, il contesto rimase molto impegnativo per la BCE: infatti, il clima di fiducia nei mercati finanziari e sull'economia ebbe un crollo a seguito del protrarsi della crisi del debito sovrano in alcuni paesi dell'UE, la quale non venne adeguatamente affrontata dai governi dei paesi dell'area euro. Oltre a questo, le pressioni all'interno dei mercati finanziari hanno indotto le banche a inasprire i requisiti per la concessione di credito, portando a una contrazione dell'offerta di credito all'economia reale. A seguito della moderazione nelle aspettative sul tasso di inflazione di medio e lungo periodo per effetto della diminuzione del PIL reale a livello annuale (-0,4%), la quale avrebbe potuto ostacolare il conseguimento della stabilità dei prezzi nel medio termine, la BCE decise per una riduzione dei tassi di riferimento di 25 punti base.

Nel 2013 ci furono i primi segnali di miglioramento nella fiducia nei mercati finanziari e nell'economia a seguito dell'allentamento delle tensioni all'interno dei mercati finanziari a partire dall'estate del 2012 per effetto delle politiche monetarie non convenzionali operate dalla BCE e delle riforme attuate dai paesi membri dell'UE. Nonostante ciò, l'attività economica europea era ancora frenata dall'alta disoccupazione e all'attività di risanamento dei conti pubblici, le quali rappresentavano un freno alla ripresa economica. Inoltre, si registrò un'ulteriore contrazione nei prestiti da parte delle banche a seguito del calo della crescita di M3 e delle pressioni agli istituti di credito riguardo una riduzione della leva finanziaria.

Il calo delle pressioni inflazionistiche, a seguito della diminuzione dei prezzi dei beni energetici e alimentari nel corso dell'anno e l'attesa crescita contenuta dei prezzi nel medio periodo, indusse il Consiglio direttivo della BCE a ridurre i tassi di riferimento: infatti, durante il 2013, il tasso di interesse relativo alle operazioni di rifinanziamento principali diminuì di 50 punti base (25 punti il 2 maggio, 25 punti il 7 novembre), mentre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginali scese di 75 punti base (50 punti il 2 maggio, 25 punti il 7 novembre). Inoltre, la BCE decise di dare delle indicazioni prospettiche sui tassi di riferimento, dichiarando di aspettarsi livelli dei tassi di riferimento uguali o minori per un prolungato periodo di tempo (BCE, 2014).

La ripresa economica, graduale a partire dalla seconda metà del 2013, perse slancio dopo la prima metà del 2014 a causa della contrazione della domanda interna, delle tensioni geo-

politiche a seguito dello scoppio della “Guerra del Donbass” e dell’occupazione russa della Crimea e delle insufficienti riforme strutturali adottate da alcuni paesi dell’area euro. L’aggregato monetario ampio (M3), nonostante l’espansione della liquidità primaria (M1) grazie alla preferenza verso la liquidità in un contesto di bassi tassi di interesse, ha registrato segnali di ripresa nel corso del 2014, ma la sua dinamica era ancora debole per effetto della lenta espansione economica e alla contrazione dei prestiti concessi al settore privato.

In questo contesto, la BCE decise di abbassare i tassi di interesse sulle principali operazioni di rifinanziamento e sui depositi di 20 punti base complessivi, attestandosi rispettivamente allo 0,05% e al -0,20%, in due riprese: il tasso di interesse sulle principali operazioni di rifinanziamento venne ridotto di 10 punti il 5 giugno e di altri 10 punti il 4 settembre, così come il tasso sui depositi. Nelle stesse date, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginali venne abbassato complessivamente di 45 punti base (35 punti il 5 giugno, 10 punti il 4 settembre), assestandosi allo 0,30%. Queste diminuzioni dei tassi di riferimento furono le ultime prima dell’adozione del QE l’anno successivo.

1.2. Operazioni di mercato aperto e politiche monetarie non convenzionali pre-QE

1.2.1. Operazioni di rifinanziamento principali

Le operazioni di rifinanziamento principali (Main Refinancing Operations, MROs) rappresentano la maggior parte delle operazioni di mercato aperto attuate dalla BCE e, insieme alle operazioni di rifinanziamento a lungo termine (Longer-Term Refinancing Operations, LTROs) e alle operazioni di fine tuning, costituiscono il principale strumento di segnalazione della politica monetaria della banca centrale stessa (BCE, 2009). Inoltre, le MRO sono finalizzate a indirizzare i tassi di interesse a breve termine e gestire la situazione della liquidità: quindi, tale strumento ha un ruolo importante nel conseguimento degli obiettivi prefissati dalla BCE e dal Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC).

Le MRO consistono in operazioni di rifinanziamento temporanee tramite aste con cadenza settimanale e con scadenza generalmente a una settimana. Fino all’8 ottobre 2008, queste aste erano a tasso variabile con un tasso minimo di offerta, ma, a partire dal 15 ottobre dello stesso anno, le MRO divennero a tasso fisso con piena aggiudicazione dell’importo allo scopo di rendere più semplice la raccolta di fondi nel mercato monetario da parte delle istituzioni creditizie (BCE, 2009).

La partecipazione a queste aste ebbe un grosso incremento a partire dal 2008, dato che l'intensificarsi delle pressioni nel mercato monetario ha indotto un maggior numero di banche a soddisfare i propri bisogni di liquidità tramite prestiti concessi dalla BCE a scapito di quelli concessi dal mercato: infatti, le controparti che hanno partecipato alle MRO sono aumentate del 31% rispetto all'anno precedente, passando da 338 a 443. Oltre a ciò, un ulteriore incremento delle controparti è avvenuto subito dopo il passaggio dal tasso variabile a quello fisso: la media delle richiedenti, in questo modo, crebbe da 354 fino a raggiungere le 747 controparti.

A partire dal 2009, nonostante l'aumento delle controparti idonee a partecipare alle aste, l'importo delle MRO e delle partecipanti a tali operazioni temporanee di rifinanziamento hanno presentato un trend negativo a causa dell'adozione da parte della banca centrale di politiche monetarie non convenzionali per sostenere la ripresa economica e raggiungere l'obiettivo della stabilità dei prezzi e al crescente ricorso alle operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTROs).

1.2.2 Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine

Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTROs) rappresentano una tipologia di operazioni simili alle MRO, ma differenti per frequenza, scadenza e finalità: infatti, a differenza delle MRO, le LTRO hanno cadenza mensile e una scadenza generalmente pari a tre mesi. Questo tipo di operazione ha come scopo l'immissione all'interno dell'economia di maggiore liquidità attraverso ulteriori finanziamenti concessi alle controparti (dello stesso gruppo delle MRO) a un termine più lungo rispetto alle operazioni di mercato aperto tradizionali.

Oltre alle aste mensili, la BCE condusse anche:

- (i) Due ulteriori LTRO alla fine di ogni anno (durante il periodo di mantenimento delle riserve obbligatorie minime³) con scadenza rispettivamente pari a tre e sei mesi;
- (ii) Un'operazione di rifinanziamento speciale a lungo termine ogni anno con scadenza pari a quella relativa al periodo di mantenimento;
- (iii) LTRO con scadenza a un anno fino al 2011;
- (iv) Due LTRO con scadenza pari a tre anni e con possibilità, da parte delle controparti, di rimborsare il prestito anticipatamente (dopo un anno).

³ Da ora in poi definito semplicemente come "periodo di mantenimento", rappresenta il periodo compreso tra il giorno di regolamento della MRO immediatamente successiva alla riunione del Consiglio direttivo e il giorno precedente alla MRO successiva alla nuova riunione del Consiglio direttivo (si veda come esempio il comunicato stampa della BCE del 14 settembre 2016).

Le LTRO con scadenza a tre anni vennero annunciate dalla BCE l'8 dicembre 2011, in un contesto caratterizzato dall'intensificarsi della crisi del debito sovrano europeo e dall'elevata incertezza. Questa manovra era finalizzata a supportare il livello dei crediti concessi dalle banche al settore privato e il mercato monetario attraverso la concessione di finanziamenti a lungo termine a un tasso di interesse prefissato.

La prima asta ebbe luogo il 21 dicembre 2011, durante la quale vennero distribuiti 489,2 miliardi di euro a 523 istituti di credito, mentre la seconda asta si tenne il 29 febbraio 2012, attraverso la quale vennero forniti 529,5 miliardi di euro a 800 istituti di credito (BCE, 2012).

A partire dal 2008, le LTRO divennero la principale tipologia di operazioni di mercato aperto adottate dalla BCE per finanziare il settore bancario: infatti, dato che a partire dal 15 ottobre dello stesso anno il tasso di queste aste divenne fisso e uguale a quello relativo alle MRO, il ricorso ai finanziamenti tramite LTRO divenne più conveniente rispetto ai finanziamenti attraverso le MRO, in quanto le LTRO consentono alle controparti di rimborsare i finanziamenti concessi, a parità di tassi di interesse, in un periodo di tempo più lungo.

1.2.3. Operazioni di fine tuning

Le operazioni di fine tuning rappresentano operazioni di mercato aperto, generalmente di competenza delle banche centrali nazionali, finalizzate a regolare la liquidità del mercato e a controllare l'evoluzione dei tassi di interesse: in questo modo, vengono ridotti gli effetti sui tassi di interesse causati da fluttuazioni impreviste della liquidità nel mercato (BCE, 1998).

A differenza delle MRO e delle LTRO, tali operazioni non vengono effettuate con una frequenza stabilita, ma in base agli obiettivi prefissati dalla banca centrale in tema di liquidità e di tassi di interesse.

A partire dall'inizio della recessione mondiale nel 2008, la maggior parte delle operazioni di fine tuning sono state indirizzate al riassorbimento della liquidità, soprattutto nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento, e a fronteggiare le avversità emerse a seguito del peggioramento del quadro economico globale: infatti, tali operazioni vennero condotte dalla BCE dopo l'aumento degli importi delle MRO e delle LTRO allo scopo di assorbire la liquidità in eccesso derivante dall'incremento di tali operazioni di mercato aperto. Inoltre, nel 2008, parte delle operazioni di fine tuning effettuate dalla BCE furono attuate per fronteggiare le tensioni all'interno dei mercati finanziari sorte dopo il fallimento di Bear Sterns a marzo e all'intensificarsi delle pressioni sul mercato monetario a partire da settembre. Sempre nel 2008, il Consiglio direttivo della BCE decise di ampliare l'accesso alle operazioni di fine tuning a tutte le controparti idonee a partecipare alle operazioni di mercato aperto.

Dal 2010 fino al 2013, allo scopo di riassorbire la liquidità fornita tramite il Securities Markets Programme (SMP), la BCE condusse operazioni di fine tuning al fine di creare un deposito a tempo determinato (una settimana) per un importo pari al valore degli acquisti operati tramite il SMP tramite aste a tasso variabile con tasso massimo pari al tasso prevalente sulle MRO.

A partire dal 14 dicembre 2011, le operazioni di fine tuning finalizzate a compensare squilibri nella liquidità nell'ultimo giorno di mantenimento vennero sospese.

1.2.4. Securities Markets Programme

Per affrontare le tensioni emerse all'interno di alcuni segmenti dei mercati finanziari, la BCE annunciò il 10 maggio 2010 l'adozione del Securities Markets Programme (SMP), ovvero un programma di acquisto di titoli nei mercati obbligazionari. Questo programma, oltre a far fronte alle tensioni emerse, doveva assicurare un appropriato meccanismo di trasmissione della politica monetaria (BCE, 2011).

Attraverso il SMP, la BCE avrebbe comprato titoli di debito dei governi e delle amministrazioni pubbliche degli stati membri dell'UE all'interno dei mercati secondari e titoli di debito di organizzazioni private all'interno dei mercati principali e secondari.

Il SMP si suddivide in due fasi: la prima parte degli acquisti avvenne tra il maggio 2010 e il febbraio del 2011, mentre la seconda coprì il periodo compreso tra l'agosto 2011 e il febbraio 2012. Durante queste tranche, la BCE, come descritto nel paragrafo precedente, avrebbe condotto operazioni di fine tuning allo scopo di riassorbire la liquidità in eccesso derivante da questo programma.

Il SMP si concluse il 6 settembre 2012, ovvero quando la BCE decise di rimpiazzare tale programma con operazioni monetarie definitive (Outright Monetary Transactions, OMTs), dato l'obiettivo comune riguardo la trasmissione della politica monetaria, con un ammontare di acquisti complessivi pari a 219,5 miliardi di euro.

Il riassorbimento della liquidità in eccesso derivante da questo programma proseguì fino al 5 giugno 2014, ovvero quando la BCE decise di sospendere le operazioni di fine tuning destinate allo scopo. L'ultima operazione di questo tipo venne eseguita il 14 giugno dello stesso anno.

1.2.5. Operazioni monetarie definitive

Le operazioni monetarie definitive (OMT) furono annunciate dal Consiglio direttivo della BCE il 6 settembre 2012^[4], in concomitanza con la conclusione del SMP. Come accennato nel paragrafo precedente, l'OMT ha come scopo il raggiungimento di un'adeguata trasmissione della politica monetaria (obiettivo in comune con il SMP).

Le OMT sono simili al SMP: infatti, tali operazioni consistono in acquisti di titoli di stato dei paesi membri dell'UE all'interno dei mercati secondari. Un'ulteriore similitudine con il SMP riguarda l'atteggiamento verso la liquidità in eccesso: infatti, la liquidità fornita attraverso le OMT deve essere completamente sterilizzata.

A differenza del SMP, però, i titoli di debito idonei a essere acquistati tramite le OMT devono avere una scadenza di breve termine, ovvero una vita residua compresa tra uno e tre anni. Inoltre, in caso di attuazione dell'OMT, la BCE avrebbe assunto la posizione di creditore privato.

Le OMT non sono mai state attivate, dato che l'adozione di questo programma è subordinata al rispetto di severe condizioni in tema di riforme strutturali e di disciplina di bilancio, ma hanno contribuito a ridurre significativamente le distorsioni all'interno dei mercati del debito sovrano: infatti, a seguito dell'annuncio dell'OMT, lo spread tra i rendimenti delle obbligazioni con scadenza pari a 10 anni dei paesi membri dell'UE e quelli relativi ai titoli di stato tedeschi con pari scadenza^[5] (Bundesanleihen, solitamente abbreviato in Bund) si è notevolmente ridotto, soprattutto, come evidenziato negli studi di Altavilla, Giannone e Lenza (2014), per il mercato obbligazionario italiano e spagnolo (andamento dello spread dei rendimenti dei titoli di stato francesi, italiani e spagnoli nell'appendice).

⁴ Queste decisioni furono prese dopo il discorso di Mario Draghi alla Global Investment Conference il 26 luglio 2012, nel quale annunciò l'intenzione di salvare l'euro "whatever it takes" (a qualunque costo).

⁵ I Bund vengono utilizzati come benchmark europeo per valutare lo spread, in quanto la Germania rappresenta un paese generalmente affidabile secondo gli operatori finanziari.

2. Il QE della BCE: trasmissione della politica monetaria, programmi di acquisto nell'ambito del QE (APP) e altre politiche monetarie adottate durante il QE

2.1. Il QE della BCE

2.1.1. Il QE: cenni storici e modalità di trasmissione all'interno dell'economia

Il QE rappresenta una politica monetaria espansiva non convenzionale di recente adozione: infatti, il primo caso è stato registrato in Giappone nel 2001, allo scopo di fronteggiare la fase di recessione partita dopo lo scoppio della “bolla delle dot-com” l'anno precedente. In seguito, tale politica monetaria è stata adottata anche nel Regno Unito e negli Stati Uniti con l'obiettivo di far fronte alla crisi economica e finanziaria iniziata nel 2008.

L'adozione del QE da parte della BCE a partire dal marzo 2015 rappresenta il caso più recente nella storia: infatti, le banche centrali del Giappone (Bank of Japan, BoJ), del Regno Unito (Bank of England, BoE) e degli Stati Uniti (Federal Reserve, Fed) avevano già assunto decisioni simili nel 2001 (BoJ) e dal 2008 in poi (BoJ, BoE e Fed). La BCE, a differenza delle altre banche centrali, decise di ricorrere al QE solamente il 22 gennaio 2015, quando annunciò l'Asset Purchase Programme (APP).

Il ritardo nell'attuazione del QE da parte della BCE è principalmente riconducibile a motivazioni di carattere politico: infatti, alcuni paesi avevano timore che una manovra simile potesse finanziare in maniera indiretta i paesi beneficiari del QE.

Questa opposizione di carattere politico, in verità, andava contro lo statuto della BCE e del SEBC: infatti, la BCE ha la facoltà di acquistare titoli pubblici nel mercato secondario (principale mezzo di esecuzione del QE) e le sue decisioni devono essere assunte in maniera indipendente rispetto agli stati membri dell'UE (BCE, 1998).

Il ricorso al QE fu necessario in quanto le banche centrali dovettero affrontare il cosiddetto Zero Lower Bound Problem (ZLBP), ovvero una situazione in cui tali organismi non sono in grado di influenzare l'economia attraverso una politica monetaria espansiva di tipo convenzionale senza cadere nella trappola della liquidità: infatti, nel caso in cui i tassi di interesse a breve termine venissero abbassati a un valore pari o leggermente superiore a zero, ovvero alla loro soglia minima (lower bound), la preferenza degli individui verso la liquidità in un contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse ed eventi avversi (es. recessione) potrebbe indurre a una spirale recessiva all'interno dell'economia.

In un contesto del genere, le banche centrali possono influenzare l'economia attraverso un approccio alternativo, ovvero inducendo una riduzione del tasso d'interesse reale attraverso le aspettative sul tasso di inflazione.

Sapendo che:

$$1 + r_t = \frac{1 + i_t}{1 + \pi_{t+1}^e}$$

o, approssimativamente:

$$r_t \sim i_t - \pi_{t+1}^e$$

nel caso in cui le banche centrali riuscissero ad aumentare le aspettative di inflazione attraverso un incremento del tasso di inflazione atteso (π_{t+1}^e), a parità di tasso di interesse nominale (i_t), esse sono in grado di stimolare l'economia grazie alla riduzione del tasso di interesse reale (r_t).

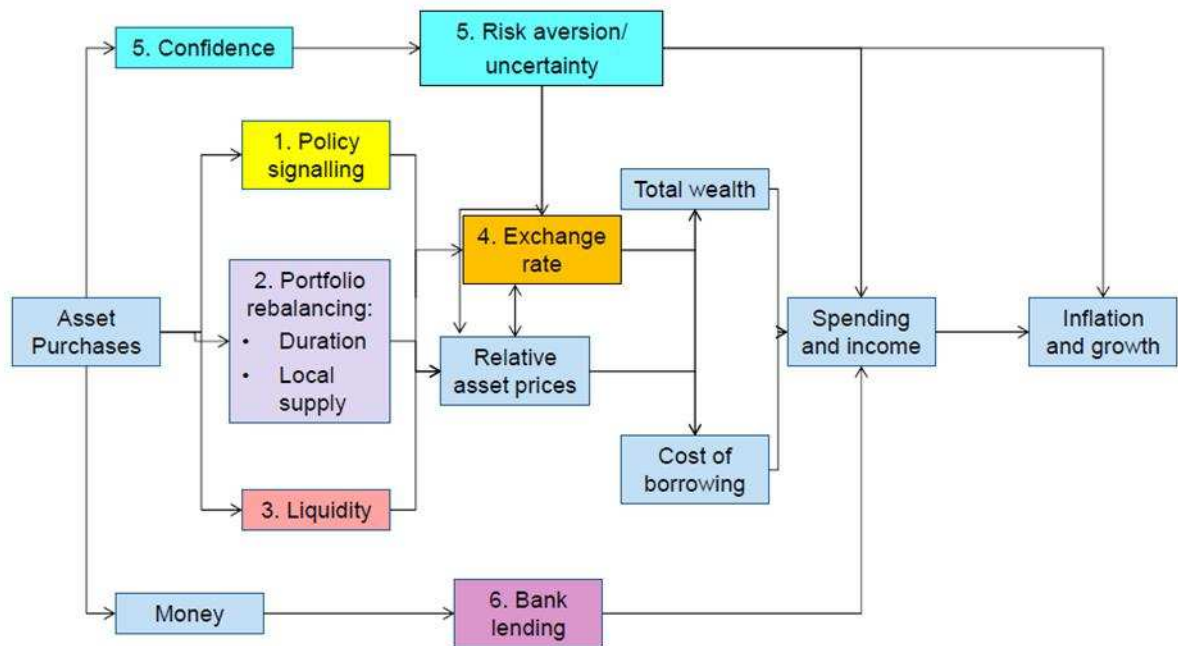


Figura 1: Meccanismo di trasmissione del QE (fonte: Haldane et al., 2016)

Lo stimolo dell'economia mediante la diminuzione del tasso di interesse reale da parte delle banche centrali è possibile attraverso un aumento nello stock di moneta mediante il QE, il quale consiste in un'espansione del bilancio delle banche centrali mediante uno (o più) programmi di acquisto di titoli, solitamente pubblici.

Il QE, come evidenziato nella figura 1, è in grado di influenzare le aspettative riguardo l'inflazione attraverso (BoE, 2016):

- (i) La trasmissione di informazioni aggiuntive riguardo le possibili variazioni future del tasso di interesse a breve termine (monetary policy signalling);
- (ii) Cambiamenti nei portafogli degli investitori, i quali tendono verso titoli più rischiosi (portfolio rebalancing);
- (iii) La riduzione dei premi sul rischio di liquidità di molti titoli (liquidity effects);
- (iv) L'abbassamento dei prezzi dei titoli domestici rispetto a quelli esteri (exchange rate);
- (v) La diminuzione della volatilità nei mercati e dell'incertezza riguardo le previsioni economiche (risk aversion and uncertainty);
- (vi) Uno stimolo per le banche a concedere prestiti (bank lending).

2.1.2. L'adozione del QE all'interno dell'UE

All'inizio del 2015, le previsioni della BCE riguardo l'economia erano preoccupanti: l'inflazione era decisamente minore rispetto alle aspettative precedenti al 2015, la capacità produttiva inutilizzata rimaneva molto elevata e le dinamiche relative alla moneta e al credito si mantenevano su livelli modesti. Di conseguenza, gli indicatori dell'inflazione effettiva e attesa si attestavano su livelli pari o prossimi ai livelli minimi storici (BCE, 2016).

La trasmissione della politica monetaria, nonostante questo scenario, era da ritenersi soddisfacente, dato che la politica monetaria non convenzionale adottata attraverso i programmi di acquisti in esecuzione ha portato alla consistente riduzione dei costi di indebitamento nel settore privato.

In questo contesto, l'obiettivo del 2% di inflazione annuo era arduo da raggiungere solamente con le politiche monetarie espansive attuate: quindi, per adempiere allo scopo, la BCE dovette annunciare l'adozione del QE attraverso il varo dell'Asset Purchase Programme (APP) il 22 gennaio 2015. Oltre a questo, venne annunciato, nello stesso giorno, anche il programma di acquisto di titoli appartenenti al mercato dei titoli del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme).

Nel marzo 2015, il QE rappresentava l'insieme di tre programmi di acquisto di titoli:

- (i) Il nuovo programma di acquisto di titoli pubblici (PSPP)
- (ii) Due programmi di acquisto già esistenti, ovvero il Covered Bond Purchase Programme (CBPP) e l'Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP)

A partire dal giugno 2016, il QE assunse la sua configurazione attuale, quando all'interno di esso venne incluso anche il programma di acquisti dei titoli "corporate" (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP), ovvero quelli facenti parte del mercato dei titoli del settore privato, annunciato il 21 aprile 2016 e operativo dall'8 giugno dello stesso anno, a seguito del peggioramento del quadro economico mondiale.

Il ritmo medio mensile iniziale dell'APP venne fissato a 60 miliardi di euro al mese, ma, dall'aprile 2016, il QE venne aumentato fino a 80 miliardi al mese. Questo cambiamento venne attuato a seguito dei timori riguardo il rallentamento nella crescita economica dei mercati emergenti, in particolar modo in Cina, e dell'aumento del tasso di inflazione minore rispetto ai valori previsti a causa della brusca flessione del prezzo del petrolio e dalla crescita salariale contenuta. Inoltre, si è verificato anche un inasprimento delle condizioni di finanziamento a seguito delle tensioni sui mercati azionari e sui cambi di valuta, mentre la crescita economica mondiale aveva perso slancio. La BCE, in questo contesto, decise anche per una riduzione dei tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e marginali di 5 punti base e del tasso di interesse sui depositi di 10 punti base: in questo modo, i tassi di riferimento registrarono i loro valori minimi storici, rispettivamente pari allo 0% (operazioni di rifinanziamento principali), allo 0,25% (operazioni di rifinanziamento marginali) e al -0,40% (depositi).

La BCE dovette affrontare anche tensioni di carattere geo-politico causate dall'esito del referendum sulla permanenza del Regno Unito all'interno dell'UE del 23 giugno 2016, attraverso il quale la maggioranza dei britannici decise per l'uscita da questa unione, ma, grazie

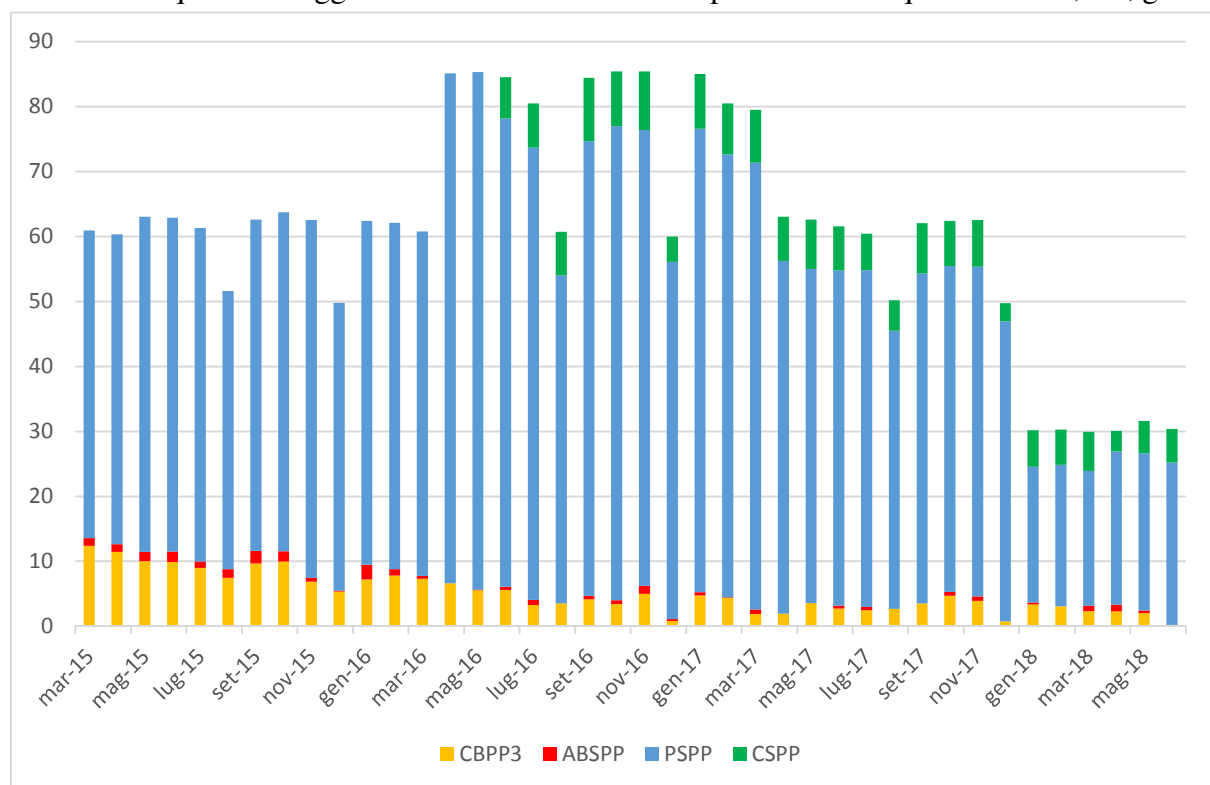


Figura 2: Ammontare mensile degli acquisti nell'ambito dell'APP in miliardi di euro (fonte: BCE)

alla politica monetaria accomodante della BCE, i mercati hanno retto questa situazione di incertezza e il leggero incremento nella volatilità all'interno degli stessi.

Data l'incertezza dovuta alla Brexit e alla crescita economica modesta dei mercati emergenti, il ritmo di acquisti tramite l'APP rimase invariato fino al marzo 2017: infatti, dopo tale periodo, la BCE annunciò la riduzione dell'ammontare medio degli acquisti mensili al valore fissato inizialmente, ovvero a 60 miliardi di euro. Questo allentamento nel QE fu possibile grazie al rafforzamento della ripresa economica, il quale portò a una riduzione estrema dei rischi riguardo la stabilità dei prezzi e quelli correlati alla deflazione: in questo modo, le possibilità che emergano scenari avversi divennero pressoché nulle.

A seguito delle proiezioni macroeconomiche effettuate dalla BCE nel corso del terzo trimestre del 2016, la banca centrale stessa decise per la riduzione del ritmo mensile medio di acquisti nell'ambito dell'APP a 30 miliardi a partire dal gennaio 2018, con l'intenzione di concludere l'APP nel settembre dello stesso anno nel caso in cui le future previsioni economiche confermassero il miglioramento generale della situazione e il raggiungimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Durante la conferenza del 14 giugno 2018 a Riga, in Lettonia, il presidente della BCE Mario Draghi ha annunciato la decisione del consiglio direttivo della BCE di procedere verso una progressiva normalizzazione della politica monetaria attraverso la riduzione dell'ammontare medio mensile degli acquisti nell'ambito dell'APP dalla fine di settembre 2018 fino alla fine dell'anno a 15 miliardi di euro, per poi concludere tale programma nel gennaio 2019. La politica monetaria rimarrà comunque accomodante, dato che il rialzo dei tassi di riferimento non avverrà prima dell'estate 2019 e la BCE si impegnerà ad acquistare titoli tramite la remunerazione dell'interesse dei titoli acquisiti durante l'APP e i rimborsi di quest'ultimi alla loro scadenza per mantenere favorevole la situazione riguardante la liquidità e proseguire una politica monetaria accomodante per un periodo non specificato (BCE, 2018).

Questa decisione venne favorita dalle stime dell'Eurostat, le quali evidenziano una solida crescita economica, seppur moderata dall'incremento dell'incertezza all'interno dei mercati e la debole crescita del commercio internazionale, e un stabile tasso di inflazione atteso (+1,7% nel 2018, 2019 e 2020), vicino al target del 2%, grazie all'aumento del prezzo del petrolio.

2.2. Criteri comuni di idoneità dei titoli da acquistare con l'APP e obiettivi comuni dei programmi di acquisto

Sebbene ciascun programma di acquisto all'interno dell'APP abbia delle caratteristiche peculiari in fatto di obiettivi e modalità di attuazione, essi presentano alcuni punti in comune in tema di criteri da rispettare per l'acquisto dei titoli e di obiettivi.

Innanzitutto, i programmi di acquisto di titoli nell'ambito del QE sono finalizzati, insieme alle MRO e alle LTRO, all'intensificazione della trasmissione della politica monetaria attraverso alcuni obiettivi:

- (i) Facilitare l'approvvigionamento del credito nell'area euro;
- (ii) Rendere più accomodanti le condizioni di prestito alle imprese e alle famiglie;
- (iii) Contribuire alla stabilità dei prezzi nel medio periodo tramite il raggiungimento di un tasso di inflazione stabile pari al 2% annuo.

Tutti i titoli acquisiti nell'ambito dell'APP, come previsto dalla decisione della BCE del 20 settembre 2011 in tema di strumenti di politica monetaria e di procedure dell'Eurosistema (ECB/2011/14), possono essere utilizzabili come strumento collaterale per le operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema.

Inoltre, tutti i titoli acquistati nell'ambito del QE, tranne per gli acquisti compiuti tramite il CSPP3, devono essere considerati "investment grade", ovvero devono avere un rating almeno pari al grado 3 del Credit Quality Step (CSQ)^[6]. Quest'ultimo requisito non è valido per i titoli di Cipro e Grecia, i quali, però, sono soggetti a ulteriori obblighi allo scopo di equiparare il rischio tra questi titoli e quelli degli altri paesi.

Infine, tutti i titoli acquistati nell'ambito dell'APP devono essere denominati in euro e detenuti e regolati nell'area euro.

In tema di iscrizione a bilancio dei titoli, tutti gli acquisti compiuti durante il QE sono valutati al costo ammortizzato: infatti, i titoli detenuti per finalità di politica monetaria sono valutati con questo criterio, data la loro non negoziabilità^[7].

⁶ Il CSQ viene utilizzato come una scala oggettiva di riferimento riguardo i rating utilizzati dalle External Credit Assessment Institution (ECAIs), le quali hanno la facoltà di valutare il rischio di credito e la solvibilità delle istituzioni finanziarie e creditizie (OJ N. L275, 11/10/2016, pp. 19-26). Si considerano titoli "investment grade" quando questi hanno un CSQ compreso tra 0 e 3.

⁷ Secondo lo IAS 39, la mancanza di un mercato attivo rende impossibile valutare gli strumenti finanziari al fair value.

2.3. Programmi di acquisto nell'ambito del QE

2.3.1. Covered Bond Purchase Programme

Il Covered Bond Purchase Programme (CBPP) consiste in un programma di acquisto di obbligazioni garantite (covered bonds) nei mercati principali e secondari istituito il 2 maggio 2009 dal Consiglio direttivo della BCE.

Come scritto nel paragrafo precedente, le obbligazioni garantite di Cipro e Grecia non sono soggette al requisito del rating, ma, per questi due paesi, sono previste delle importanti limitazioni sull'ammontare degli acquisti: infatti, la quota di questa tipologia di titoli acquistabili è decisamente minore rispetto agli altri paesi (30% dell'emissione contro il 70%) (OJ N. 335, 22/10/2014, p. 23).

Il CBPP si suddivide in tre parti (dettagli degli acquisti nella tabella 1, aggiornata al 30 giugno 2018):

- (i) CBPP1: acquisto di obbligazioni garantite per un valore di 60 miliardi di euro tra il luglio 2009 e il giugno 2010, con l'obiettivo di contribuire alla ripresa del mercato di tali strumenti di debito;
- (ii) CBPP2: acquisto di obbligazioni garantite per un valore di 40 miliardi di euro tra il novembre 2011 e l'ottobre 2012, allo scopo di allentare le condizioni di finanziamento per le banche e le imprese e di incoraggiare gli istituti di credito ad incrementare (o, al limite, mantenere stabile) il livello dei prestiti concessi alla clientela
- (iii) CBPP3: acquisto di obbligazioni garantite nell'ambito dell'APP in base al ritmo medio mensile di acquisti di quest'ultimo programma, con obiettivi condivisi con il CBPP2 e, in più, finalizzato a supportare il funzionamento efficiente del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

Tabella 1: Ammontare del CBPP in miliardi di euro

Mercato	Valore acquisti	Quota acquisti nei mercati su totale CBPP
Primario	95,033	37,35%
Secondario	159,389	62,65%

Il CBPP1 fu un successo per la BCE: infatti, all'interno del mercato primario relativo alle obbligazioni garantite, vennero emesse 175 nuove obbligazioni e furono riaperte 55 emissioni

precedenti di tali titoli per un valore totale complessivo di circa 184 miliardi di euro. A seguito di ciò, il CBPP1 venne chiuso, come previsto, il 30 giugno 2010.

Il CBPP2, come previsto, si concluse il 31 ottobre 2012, ma, grazie agli effetti positivi delle LTRO con scadenza pari a tre anni, a differenza del programma precedente, gli acquisti complessivi di obbligazioni garantite furono decisamente minori rispetto a quelli previsti: infatti, a fronte di una previsione di acquisti pari a 40 miliardi di euro, la BCE comprò complessivamente circa 16 miliardi di euro.

Il CBPP3 partì il 20 ottobre 2014, per poi essere inglobato all'interno dell'APP dopo il suo annuncio da parte della BCE il 22 gennaio 2015.

2.3.2. Asset-Backed Securities Purchase Programme

L'Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP) rappresenta un programma di acquisto di strumenti finanziari emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione e garantiti dagli attivi sottostanti (Asset-Backed Securities, ABS) annunciato dalla BCE il 4 settembre 2014 e divenuto operativo il 21 novembre dello stesso anno (ammontare degli acquisti nella tabella 2, aggiornata al 30 giugno 2018).

Tabella 2: Ammontare dell'ABSPP in miliardi di euro (fonte: BCE)

Mercato	Valore acquisti	Quota acquisti nei mercati su totale ABSPP
Primario	13,106	47,75%
Secondario	14,343	52,25%

Oltre ai requisiti comuni previsti per i titoli acquisiti nell'ambito dell'APP, le tranche ABS devono rispettare altri requisiti:

- (i) Almeno il 90% dei debitori (i quali, per almeno il 95% di essi, devono essere residenti nell'area euro) delle attività generatrici di flussi di cassa che garantiscono le ABS devono essere società non finanziarie e/o persone fisiche;
- (ii) Il valore capitale delle attività generatrici di flussi di cassa che garantiscono l'emissione di ABS deve essere denominato in euro per almeno il 95%;
- (iii) Almeno il 95% delle proprietà che garantiscono le attività generatrici dei flussi di cassa a garanzia di un'emissione di Mortgage Backed Securities (MBS), i quali devono essere formati da mutui residenziali o commerciali.

Sono idonee all'acquisto anche le tranche ABS:

- (i) In parte acquistate da un investitore esterno che non presenta uno stretto legame con l'originator, tranne nel caso di parziale acquisto da parte di una banca centrale dell'Eurosistema al di fuori dell'ABSPP;
- (ii) Con attività generatrici di flussi di cassa che garantiscono l'emissione di ABS derivanti da debitori con sede legale/residenza in Cipro e in Grecia: in questo caso, le tranche ABS devono rispettare dei requisiti ulteriori rispetto alle altre.

L'obiettivo principale dell'ABSPP è quello di rendere efficiente il meccanismo di trasmissione della politica monetaria attraverso la diversificazione delle fonti di investimento e l'emissione di nuovi titoli: in questo modo, attraverso nuove operazioni di cartolarizzazione, le banche sono in grado di trovare nuovi fondi per concedere ulteriori prestiti all'interno dell'economia reale.

2.3.3. Public Sector Purchase Programme

Il Public Sector Purchase Programme (PSPP) è il programma di acquisto di titoli del settore pubblico (con scadenza compresa tra due e trent'anni) da parte della BCE, il quale consiste nell'acquisto di:

- (i) Obbligazioni nominali e inflation-linked (capitale e cedole valutati di volta in volta in base all'andamento dell'inflazione) dei governi degli stati membri dell'UE;
- (ii) Obbligazioni emesse da amministrazioni regionali e locali, organizzazioni internazionali e banche internazionali finalizzate allo sviluppo (multilateral development banks, MDBs) all'interno dell'UE.

A differenza degli altri programmi di acquisto, non sono riconosciute deroghe a Cipro e Grecia in tema di rating delle obbligazioni: infatti, tali nazioni sono escluse dal PSPP. Il requisito del rating può essere derogato solamente nel caso in cui il Consiglio direttivo della BCE approvasse l'acquisto di titoli emessi o integralmente garantiti da amministrazioni centrali dell'area euro soggetti a un programma di assistenza finanziaria. L'eventuale acquisto viene sospeso in caso di riesame del programma di assistenza e viene ripreso se tale riesame ha esito positivo. Inoltre, nel caso in cui il PSPP non riesca a produrre gli effetti desiderati, il Consiglio direttivo, su proposta delle banche centrali facenti parte dell'Eurosistema, si riserva di acquistare titoli emessi da società non finanziarie pubbliche (OJ N. 121, 14/05/2015, p. 22).

Per consentire il corretto funzionamento dei mercati dei titoli di debito ed evitare ristrutturazioni del debito, le banche centrali dell'euro zona devono rispettare delle soglie prefissate in tema di acquisto di tali titoli. Questa misura consente di garantire l'acquisto di titoli in misura proporzionale alle finalità del PSPP e di tenere sotto controllo i rischi finanziari derivanti da tale programma di acquisti.

Il PSPP, come evidenziato nella figura 2 nel paragrafo 1.2 di questo capitolo (dettagli degli acquisti per nazione nell'appendice aggiornato al 30 giugno 2018), rappresenta la parte dominante dell'APP e, quindi, del QE: infatti, fino al dicembre 2017, gli acquisti all'interno del PSPP non furono mai inferiori a 43 miliardi di euro fino alla fine del 2017. A partire dal gennaio 2018, ovvero quando il ritmo medio mensile di acquisti nell'ambito dell'APP diminuì fino a 30 miliardi di euro, il rapporto tra PSPP e l'APP non è mai stato minore a 2/3.

2.3.4. Corporate Sector Purchase Programme

L'ultimo programma di acquisti annunciato dalla BCE e incluso all'interno dell'APP è stato il Corporate Sector Purchase Programme (CSPP): infatti, il Consiglio direttivo della BCE decise di adottare il CSPP il 21 aprile 2016, per poi diventare operativo l'8 giugno dello stesso anno. Il CSPP consiste in un programma di acquisti di titoli di debito (con scadenza compresa tra sei mesi e trent'anni) relativi al settore privato (obbligazioni corporate) nei mercati principali e secondari (ammontare degli acquisti nella tabella 3, aggiornata al 30 giugno 2018).

Tabella 3: Ammontare del CSPP in miliardi di euro (fonte: BCE)

Mercato	Valore acquisti	Quota acquisti nei mercati su totale CSPP
Primario	28,954	17,87%
Secondario	133,062	82,13%

Oltre ai requisiti previsti per tutti i programmi di acquisto all'interno dell'APP, i titoli di debito idonei all'acquisto nell'ambito di tale programma devono essere emessi da società non riconducibili agli enti creditizi, cioè quelle società che non fanno parte del settore del credito o che sono escluse dalla vigilanza della BCE. Inoltre, queste società devono avere sede legale all'interno dell'Eurosistema (OJ N. 157, 15/06/2016, p. 29).

Il CSPP viene condotto da sei banche centrali nazionali degli stati membri dell'UE, ovvero dalle banche centrali del Belgio (Banque Nationale de Belgique), della Germania (Deutsche Bundesbank), della Spagna (Banco de España), dell'Italia (Banca d'Italia) e della Finlandia

(Suomen Pankki), le quali sono responsabili degli acquisti per una determinata area dell'UE a loro assegnata, ma il coordinamento di tale programma è ad esclusivo appannaggio della BCE.

2.4. Politiche monetarie non convenzionali al di fuori dell'APP

2.4.1. Operazioni di rifinanziamento mirate a più lungo termine

Le Operazioni di rifinanziamento mirate a più lungo termine (Targeted Longer Term Refinancing Operations, TLTROs), annunciate dalla BCE il 5 giugno 2014 (TLTRO I) e il 10 marzo 2016 (TLTRO II), rappresentano operazioni di finanziamento a lungo termine attraverso le quali le banche possono raccogliere mezzi finanziari a condizioni più vantaggiose rispetto al mercato. In questo modo, secondo le previsioni della BCE, le migliori condizioni di finanziamento offerte alle banche avrebbero portato a un allentamento nelle condizioni di concessione di credito da parte di quest'ultime, contribuendo allo stimolo dell'economia reale attraverso un maggior livello di prestiti concessi.

Questa tipologia di operazioni è stata resa necessaria per effetto del ruolo dominante nella struttura finanziaria del settore bancario nell'economia dell'area euro, dato che la debolezza del credito bancario rappresenta uno dei fattori frenanti della ripresa (BCE, 2015).

Le TLTRO si suddividono in due tranche:

- (i) TLTRO I: tranche composta da due TLTRO condotte nel 2014 (settembre e dicembre) e da operazioni trimestrali nel periodo compreso tra marzo 2015 e giugno 2016;
- (ii) TLTRO II: tranche composta da quattro TLTRO condotte trimestralmente tra giugno 2016 e marzo 2017.

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

Fino al gennaio 2015, il tasso di interesse sulle TLTRO era pari al tasso sulle MRO con uno spread positivo di 10 punti base, per poi essere eliminato per le TLTRO emesse a partire dal marzo dello stesso anno.

Le TLTRO sono del tutto riconducibili alle LTRO, ovvero alle operazioni di rifinanziamento nell'ambito delle operazioni di mercato aperto condotte dalla BCE, ma presentano marcate differenze in tema di importo massimo dei finanziamenti: infatti, l'ammontare delle TLTRO si

basa sull'attività di prestito delle controparti idonee. Inizialmente, l'importo massimo concesso alle banche era pari al 7% del totale dei finanziamenti erogati dalle banche al settore privato non finanziario al netto dei prestiti concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (credito netto), ma, tra il marzo 2015 e il giugno 2016, le banche poterono prendere a prestito tramite le TLTRO fino a tre volte la differenza positiva tra credito netto e il valore di riferimento fissato in base al credito netto concesso al settore privato non finanziario nei 12 mesi precedenti il 30 aprile 2014^[8].

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

Dal 2015, dopo la grande partecipazione alle TLTRO da parte degli istituti idonei nella fase iniziale, le banche hanno cominciato a ricorrere sempre meno a tali operazioni, dato che esse divennero meno appetibili a causa della riduzione dei tassi di mercato e delle scadenze di queste operazioni sempre più brevi (tutte le operazioni giungono a scadenza nello stesso giorno del 2018). Inoltre, sempre a partire dallo stesso anno, le banche non hanno riscontrato le grandi difficoltà a reperire fondi nel mercato tipiche del periodo precedente, rendendo poco convenienti le TLTRO (BCE, 2016).

⁸ In caso di credito netto positivo, il valore di riferimento fissato è pari a zero, mentre, in caso di differenza negativa, il valore di riferimento fino al 30 aprile 2015 era calcolato in base alla media mensile dei prestiti netti concessi nei 12 mesi precedenti al 30 aprile 2014. Dal 30 aprile 2015 al 30 aprile dell'anno successivo, il valore di riferimento fu pari a zero.

3. Impatto del QE sul settore bancario dell'eurozona

Il QE, assieme alle TLTRO operative dal giugno 2014, ha prodotto degli effetti significativi all'interno dell'economia reale (e, come si vedrà successivamente, all'interno del settore bancario) dell'eurozona attraverso tre canali di trasmissione (BCE, 2016):

- (i) Canale di trasmissione diretta: allentamento nelle condizioni di rifinanziamento per le banche, in modo tale da migliorare le condizioni di credito al settore privato non finanziario (imprese e famiglie);
- (ii) Canale di riequilibrio dei portafogli: riduzione dei rendimenti di un'ampia gamma di attività finanziarie;
- (iii) Canale di segnalazione: impegno della BCE nel preservare la stabilità dei prezzi attraverso le politiche monetarie espansive non convenzionali annunciate e varate.

La politica monetaria espansiva non convenzionale attuata dalla BCE ha avuto enormi influenze sul settore bancario dell'Eurosistema, in quanto ha contribuito a:

- (i) Ridurre in maniera consistente i costi di finanziamento del settore, ovvero i costi derivanti dalla raccolta di mezzi finanziari per soddisfare il fabbisogno di liquidità delle banche;
- (ii) Aumentare la quantità e la qualità del credito concesso dalle banche al settore privato non finanziario (aziende e famiglie);
- (iii) Compensare gli effetti negativi sulla redditività del settore derivanti dai bassi tassi di interesse di riferimento;
- (iv) Un riequilibrio nei portafogli degli investitori verso attività più redditizie al di fuori dell'area euro (tendenza riscontrata anche all'interno del settore bancario).

L'impatto di queste misure, in particolar modo del QE, sono spiegate in maniera dettagliata nei prossimi paragrafi riguardanti costi di finanziamento, mercato dei prestiti e redditività del settore bancario.

3.1. Costi di finanziamento del settore bancario

La riduzione dei costi di finanziamento per il settore bancario è dovuta direttamente al varo delle TLTRO, mentre il QE, in questo caso, ha avuto un effetto indiretto su tale diminuzione.

Le TLTRO, come evidenziato nel secondo capitolo, rappresentano operazioni di rifinanziamento considerate dalle controparti che fanno ricorso a tali strumenti vantaggiose rispetto ad altre tipologie di rifinanziamento, in quanto, a parità di scadenza, esse presentano un tasso di interesse decisamente minore rispetto ad altri strumenti di finanziamento. Questo ha indotto le banche a sostituire le provviste con scadenza minore rispetto alle TLTRO con quest'ultime, beneficiando, in questo modo, di un minor costo di finanziamento.

L'APP, a differenza delle TLTRO, non ha comportato effetti diretti sui costi di finanziamento attraverso una sostituzione degli strumenti di raccolta a breve termine utilizzati dalle banche, ma ha contribuito alla riduzione di tali costi attraverso i canali di trasmissione della politica monetaria espliciti nel paragrafo precedente: infatti, l'appiattimento delle curve di rendimento di un'ampia serie di attività finanziarie a seguito dei programmi di acquisto nell'ambito del QE, comportando, di conseguenza, la riduzione dei rendimenti di medio e lungo termine di queste attività, ha contribuito alla riduzione dei costi composti di finanziamento delle banche tramite depositi e obbligazioni (si veda figura 3), in quanto gli effetti della politica monetaria adottata dalla BCE si è trasmessa anche agli strumenti di finanziamento bancario.

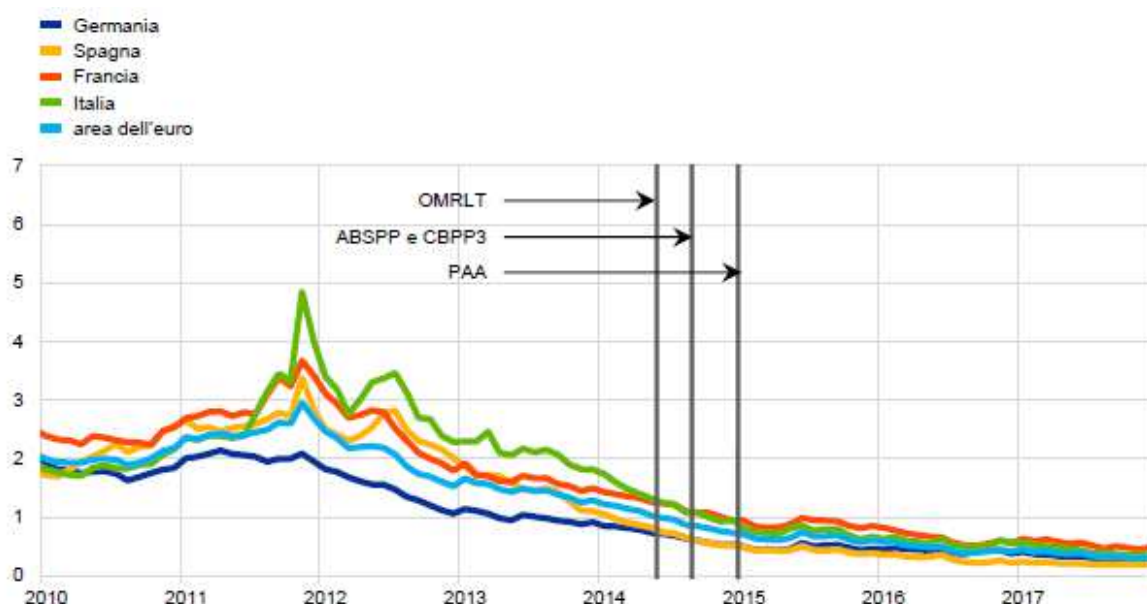


Figura 3: Costo composto del finanziamento del settore bancario tramite strumenti di debito (fonte: BCE)

3.2. Mercato dei prestiti al settore privato non finanziario

Oltre ad avere avuto un impatto indiretto sui costi di finanziamento del settore bancario, il QE ha registrato un effetto diretto sul mercato dei prestiti al settore privato non finanziario: infatti, attraverso i programmi di acquisti facenti parte dell'APP, l'eccesso di liquidità all'interno del settore bancario, il quale ha contribuito alla discesa dei tassi di interesse del mercato monetario (EONIA ed Euribor).

L'eccesso di liquidità rappresenta la liquidità presente all'interno del settore bancario in misura superiore al fabbisogno degli enti all'interno del settore stesso, la quale è detenuta dalle banche all'interno di conti o depositi presso la banca centrale. Sebbene questa eccedenza rimanga depositata presso la banca centrale^[9], essa rappresenta un elemento fondamentale nella redistribuzione della liquidità tramite prestiti interbancari: infatti, nel caso in cui la liquidità fornita attraverso le aste nelle operazioni di mercato aperto fosse limitata, una situazione economica avversa (es. recessione) potrebbe indurre le banche ad avere un atteggiamento concorrenziale aggressivo tra loro per aggiudicarsi la liquidità disponibile, comportando un aumento nei tassi di interesse sui prestiti. Questo non è accaduto grazie al passaggio a un sistema di aste con piena aggiudicazione dell'importo (si veda il primo capitolo nel paragrafo relativo alle operazioni di mercato aperto per i dettagli), in quanto le banche hanno potuto soddisfare il proprio fabbisogno in misura maggiore rispetto al necessario, comportando un eccesso di liquidità. Questo ha consentito di mantenere i tassi di interesse sui prestiti a livelli bassi e, di conseguenza, evitare un aumento negli oneri dei debitori che contraevano prestiti.

Questo eccesso di liquidità, seppur presente all'interno del sistema bancario dell'eurozona fin dall'inizio delle aste con piena aggiudicazione dell'importo, è aumentato decisamente dopo il varo dell'APP: infatti, come evidenziato nella figura 4, l'eccesso di liquidità ha raggiunto una cifra intorno ai 1.700 miliardi di euro verso la fine del 2017, mentre all'inizio del QE tale eccedenza era pari a circa 150 miliardi di euro (BCE, 2018).

Questa eccedenza ha comportato una riduzione dei tassi di interesse del mercato monetario fino a raggiungere un valore negativo già verso la metà del 2015 (si veda grafico dei tassi di interesse del mercato monetario nell'appendice).

Sebbene i tassi di interesse del mercato monetario non siano riferibili direttamente ai costi dei prestiti contratti dal settore privato non finanziario, dato che i tassi del mercato monetario si

⁹ Come spiegato nell'esempio presente su https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/excess_liquidity.it.html, una variazione dell'eccesso di liquidità di una banca non comporta una variazione nell'eccesso di liquidità totale del settore bancario, in quanto un trasferimento di liquidità dal conto di una banca a un altro comporta semplicemente uno spostamento dell'eccesso di liquidità da una banca all'altra.

riferiscono alle operazioni svolte a livello interbancario^[10], essi contribuiscono alla loro formazione, in quanto l'andamento di tali tassi si riflette sui prestiti. La loro progressiva riduzione, infatti, ha comportato anche la diminuzione del costo del finanziamento del settore privato non finanziario tramite prestiti bancari.

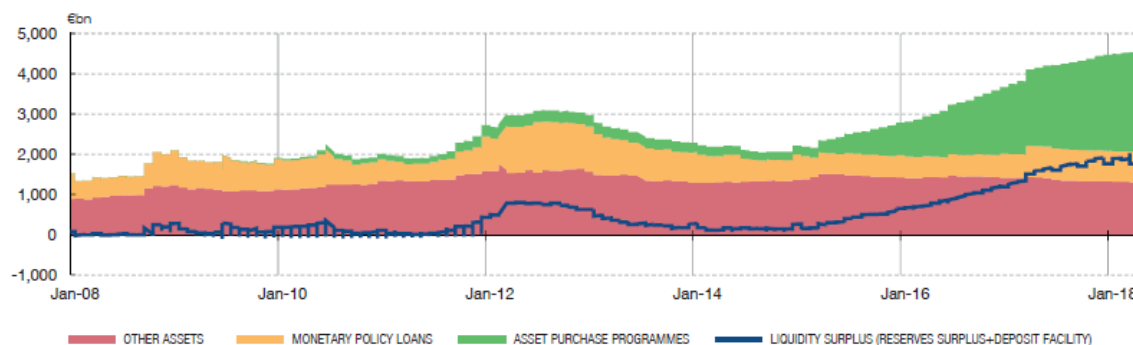


Figura 4: Bilancio consolidato della BCE ed eccesso di liquidità (fonte: Banco de España)

La riduzione dei tassi di interesse del mercato monetario e dei costi di finanziamento delle banche, insieme alle prospettive economiche positive e all'allentamento delle condizioni per nuovi prestiti, hanno contribuito alla crescita del credito, sostenuta anche dall'aumento della domanda di prestiti all'interno del settore privato non finanziario. Inoltre, grazie alla riduzione dei tassi di interesse sui prestiti, la qualità del credito bancario è migliorata: infatti, sia nell'area euro che in altri paesi dell'eurozona (Francia, Germania, Spagna e Italia), i tassi di insolvenza si sono ridotti fino a raggiungere percentuali tra le più basse negli ultimi dieci anni.

L'andamento positivo delle condizioni e della qualità del credito e della domanda di prestiti da parte del settore privato non finanziario (imprese e famiglie) viene studiato nelle indagini sul credito bancario dell'eurozona condotte dalla BCE tra il primo trimestre del 2014 e il primo trimestre del 2018, attraverso le quali vengono evidenziati tutti i fattori che hanno contribuito all'allentamento delle condizioni di credito, all'incremento della qualità del credito e all'aumento della domanda di prestiti in tre settori del mercato del credito bancario, ovvero:

- (i) Prestiti alle imprese;
- (ii) Mutui residenziali;
- (iii) Credito al consumo.

I dettagli sui risultati ottenuti in tema di condizioni e qualità del credito e domanda di prestiti da parte del settore privato non finanziario sono indicati nei prossimi sotto paragrafi.

¹⁰ L'EONIA (Euro Overnight Index Average) è il tasso di interesse medio di riferimento nelle operazioni overnight (a brevissima scadenza), mentre l'Euribor (Euro Inter-Bank Offered Rate) rappresenta il tasso di interesse di riferimento per operazioni interbancarie con scadenza a partire da una settimana fino a un anno, il quale è utilizzato come tasso base per calcolare gli interessi variabili (es. mutui a tasso variabile).

3.2.1 Condizioni e qualità del credito

La riduzione dei costi di finanziamento del settore bancario dell'eurozona e la caduta dei tassi di interesse del mercato monetario hanno avuto un'influenza positiva sulle condizioni di credito: infatti, a seguito di ciò, i tassi di interesse sui prestiti sono diminuiti, raggiungendo i minimi storici. In questo modo, il costo sopportato dal settore privato non finanziario (imprese e famiglie) è diminuito considerevolmente, comportando anche un incremento nella qualità del credito concesso dal settore bancario.

L'aumento della qualità del credito ha condotto a un altro importante cambiamento nei tassi di interesse sui prestiti, in quanto esso ha portato anche a una riduzione nei margini sui prestiti applicati dal settore bancario dei paesi dell'Eurosistema, con importanti diminuzioni nei settori del mercato del prestito in:

- (i) Italia e Spagna per i margini sui prestiti alle imprese;
- (ii) Italia e Francia per i margini sui prestiti finalizzati all'acquisto di abitazioni;
- (iii) Germania e Francia per i margini sui crediti al consumo e sui prestiti di altro tipo.

L'andamento dei margini sui prestiti è stato generalmente positivo per tutti i paesi, ma in alcuni casi i margini sono addirittura aumentati: questo si è verificato in Spagna e in Italia per quanto riguarda i crediti al consumo e altri prestiti e in Italia in tema di prestiti alle imprese. Queste differenze sono dovute all'incremento della domanda di prestiti da parte del settore privato non finanziario, incentivata dai costi minori dei crediti concessi dalle banche (si vedano le tabelle sulle variazioni delle condizioni di credito e della domanda di prestiti nell'appendice).

Le variazioni dei margini sui prestiti, però, non possono essere imputabili esclusivamente al QE, ma anche a:

- (i) La concorrenza intra-settoriale (tra banche) e inter-settoriale (tra banche e istituti monetari e finanziari diversi dalle banche);
- (ii) La percezione del rischio da parte delle banche.

L'incremento della qualità del credito, il quale ha comportato un aumento della domanda di prestiti da parte delle imprese e delle famiglie, ha indotto le banche a ridurre i margini sui prestiti anche per assorbire la crescente domanda attraverso un'offerta basata su ridotti tassi di interesse sui crediti concessi. Inoltre, l'aumento della qualità del credito e la ripresa economica

hanno indotto una riduzione nella percezione del rischio all'interno del settore bancario dell'eurozona.

3.2.2. Domanda di prestiti da parte di imprese e famiglie

La diminuzione dei tassi di interesse del mercato monetario indotta dal QE, come indicato nelle indagini sul credito bancario dell'eurozona condotte dalla BCE dal 2015 in poi, ha contribuito in maniera importante sulla domanda di prestiti da parte del settore privato non finanziario: infatti, il livello generale dei tassi di interesse rappresenta una componente positiva sulla domanda di prestiti per le imprese e per le famiglie.

A differenza dell'andamento delle condizioni di credito, l'incremento della domanda di prestiti da parte del settore privato non finanziario non può essere imputabile quasi esclusivamente al QE, ma anche ad altri fattori differenti settore per settore.

In base alle indagini sul credito bancario condotte dalla BCE, la domanda di prestiti da parte di imprese e famiglie può essere positivamente influenzata anche da alcuni fattori specifici:

- (i) Incremento delle attività di fusione e acquisizione a partire dal 2016;
- (ii) Andamento della fiducia di consumatori e imprese;
- (iii) Aspettative sul mercato immobiliare;
- (iv) Spesa in beni durevoli.

Inoltre, la domanda, come indicato nel paragrafo precedente, può essere stimolata positivamente anche da una diminuzione dei margini sui prestiti, la quale concorre alla riduzione dei tassi di interesse applicati sui prestiti erogati dal settore bancario.

3.3. Redditività del settore bancario

Il contesto economico dell'area euro è caratterizzato dai bassi tassi di interesse di riferimento e del mercato monetario e da una serie di politiche monetarie espansive di carattere non convenzionale. Questo contesto di politica monetaria accomodante potrebbe influire sulla redditività del settore bancario tramite:

- (i) La riduzione dei margini di interesse delle banche a seguito dei bassi livelli dei tassi di interesse;

- (ii) Oneri diretti sull'eccesso di liquidità accumulato derivanti dal tasso negativo sui depositi deciso dal Consiglio direttivo della BCE.

Questi effetti negativi, attraverso il QE e la solida e generalizzata ripresa economica, sono stati compensati attraverso una serie di componenti positive sulla redditività (BCE, 2018):

- (i) L'aumento della qualità del credito dei prenditori grazie al miglioramento delle prospettive economiche e alla riduzione del costo di finanziamento di questi soggetti;
- (ii) L'incremento dei volumi di prestito concessi a seguito del miglioramento delle condizioni del credito e della domanda di prestiti da parte del settore privato non finanziario in un contesto di ripresa economica;
- (iii) Plusvalenze derivanti dall'aumento dei corsi delle attività finanziarie detenute dalle banche;

L'effetto delle componenti negative nell'area euro è stato pressoché completamente contenuto dalle componenti positive negli anni successivi all'adozione del QE (BCE, 2017 e 2018). L'effetto netto registrato per l'eurozona si può considerare pari anche per Germania, Francia, Spagna e Italia, con alcune differenze sulle componenti che hanno agito sulla redditività: infatti, mentre per il settore bancario in Germania e Francia gli oneri sulla liquidità in eccesso hanno avuto un ruolo importante a causa del volume di tale eccedenza detenuto da esso, la redditività delle banche italiane e spagnole è stata negativamente influenzata soprattutto dal calo dei tassi di interesse e, di conseguenza, del reddito netto da interessi (il settore bancario di questi due paesi presentavano redditi da interessi maggiori in termini percentuali sul totale del reddito rispetto alle banche tedesche e francesi).

Queste differenze nell'incidenza delle componenti sulla redditività si è evidenziata anche per i fattori positivi: il settore bancario italiano e spagnolo ha beneficiato del miglioramento della qualità del credito a seguito dell'allentamento delle condizioni di prestito, mentre per le banche tedesche e francesi un ruolo importante è attribuibile alle plusvalenze.

3.4. Effetti sul sistema bancario dell'Eurosistema non imputabili al QE

Sebbene il QE abbia avuto un impatto considerevole su molti aspetti del settore bancario dell'area euro, esso ha comportato impatti nulli o trascurabili su:

- (i) Andamento degli indici azionari del settore;

(ii) Cambiamenti nei modelli di business delle banche;

Riguardo l'andamento degli indici azionari, l'APP ha registrato un impatto sulle azioni bancarie solamente nelle fasi iniziali del QE: infatti, nel primo semestre del 2015, l'appiattimento della curva dei rendimenti delle attività finanziarie ha comportato un minor costo degli strumenti di debito delle banche, comportando un rialzo degli indici del settore bancario. Questo trend si è registrato per tutti i corsi azionari dell'eurozona.

A partire dalla seconda metà del 2015 fino alla metà del 2016, gli indici azionari del settore bancario hanno avuto un forte calo dovuto alla fragilità delle banche in tema di crediti deteriorati (Italia), derivati (Germania) e altri fattori. Inoltre, sempre nel 2016, i mercati finanziari hanno registrato un incremento della volatilità a causa dell'esito del referendum in Gran Bretagna.

I cambiamenti dei modelli di business delle banche, invece, non possono essere imputabili al QE, in quanto la recessione del 2008 e, poi, la caduta dei tassi di interesse di riferimento hanno indotto le banche, se possibile, a ridimensionare l'attività di investment banking a favore di attività tradizionali al dettaglio (BCE, 2017).

Conclusioni

I programmi di acquisto di titoli nell'ambito del QE hanno avuto un effetto positivo per il settore bancario, in quanto la riduzione dei rendimenti di medio e lungo termine e il sensibile aumento della liquidità in eccesso a seguito dell'APP ha consentito di agire positivamente sul mercato dei prestiti al settore privato non finanziario: infatti, la riduzione dei costi di finanziamento per il settore bancario e la riduzione dei tassi di interesse del mercato monetario hanno indotto un alleggerimento delle condizioni di prestito. Da questa riduzione, il maggior beneficiario è stato il settore bancario italiano, il quale, partendo da una situazione di partenza caratterizzata da tassi di interesse sui prestiti più alti rispetto ad altri paesi (Spagna, Germania e Francia), ha visto aumentare la domanda in misura maggiore rispetto ai paesi in confronto grazie alla riduzione degli oneri a carico dei prenditori.

Inoltre, il QE è riuscito a compensare gli effetti negativi dei bassi tassi di interesse di riferimento fissati dalla BCE (in particolar modo quello relativo ai depositi, il quale è addirittura negativo) grazie all'incremento della qualità dei prestiti a seguito del calo degli oneri a carico dei contraenti di prestiti e alle plusvalenze derivanti dalle attività possedute dalle banche.

Tutto questo, però, non può essere attribuito solamente al QE, in quanto l'attuazione delle TLTRO ha avuto un impatto diretto sui costi di finanziamento, la quale ha condotto alla sostituzione delle provviste a breve termine con questa tipologia di rifinanziamento per il settore bancario a causa delle condizioni di finanziamento decisamente più favorevoli rispetto al mercato.

Appendice

A1. L'impatto del contesto economico italiano sulla distribuzione degli effetti positivi del QE nel mercato dei prestiti bancari concessi alle imprese

Come evidenziato nel capitolo 3 di questo lavoro, il QE ha avuto un effetto positivo sul settore bancario italiano per quanto riguarda i costi di raccolta dei mezzi finanziari, le condizioni di offerta di prestiti al settore privato non finanziario, la domanda di prestiti da parte del settore privato non finanziario e la redditività delle banche.

Il settore bancario italiano, però, ha dovuto affrontare alcune problematiche differenti rispetto alle banche degli altri paesi dell'Eurosistema, le quali hanno avuto un impatto sulle conseguenze derivanti dal QE. Queste sono:

- (i) Il rapporto crediti deteriorati/totale prestiti tra i più elevati dell'area euro;
- (ii) La qualità del credito delle aziende in base alla loro struttura (settore e dimensione).

Durante il periodo di recessione iniziato nel 2008, le banche italiane hanno dovuto affrontare un incremento dei crediti deteriorati (non performing loans, NPLs): infatti, a partire da quell'anno, il rapporto NPL/totale crediti è cresciuto fino a raggiungere il 17,24% nel terzo trimestre del 2015. Questo è dovuto al peggioramento della qualità dei crediti concessi a famiglie e imprese durante la crisi economica, la quale ha indotto un aumento nelle difficoltà riscontrate dal settore privato non finanziario a rimborsare (parzialmente o totalmente) i prestiti concessi dalle banche.

Anche la struttura delle imprese, come verrà spiegato successivamente, ha ricoperto un ruolo importante nell'offerta di credito bancario. In base alle indagini condotte dall'Istat per l'anno 2015, la quasi totalità delle imprese possono essere classificate come micro o piccole imprese: infatti, circa il 98% delle imprese presentano un numero di addetti compreso tra 1 e 49^[11].

¹¹ In base agli standard previsti dall'UE (OJ N. 124, 20/05/2003, pp. 36-41), le imprese sono classificate in base al numero di addetti e al fatturato (in euro): micro imprese (numero di addetti minore di 10 e fatturato minore a due milioni), piccole imprese (numero di addetti compreso tra 10 e 49 e fatturato compreso tra due e dieci milioni), medie imprese (numero di addetti compreso tra 50 e 249 e fatturato compreso tra 10 e 50 milioni) e grandi imprese (numero di addetti pari o superiore a 250 e fatturato superiore a 50 milioni). Nelle indagini ISTAT, le imprese vengono catalogate in base al numero degli addetti.

Il prossimo paragrafo è dedicato a una panoramica sul peso dei crediti deteriorati all'interno del settore bancario italiano e l'impatto del QE su questo fattore, mentre nel paragrafo successivo viene analizzata la domanda e l'offerta di prestiti alle imprese in base alla loro struttura.

A1.1. Crediti deteriorati all'interno del sistema bancario italiano

Il peggioramento della qualità del credito di imprese e famiglie durante la crisi economica ha avuto come risultato un incremento nel rapporto NPL/totale crediti, il quale è cresciuto, come scritto precedentemente, fino al terzo trimestre del 2015. Il persistente importo di crediti deteriorati ha avuto effetto sulla percezione del rischio del settore bancario italiano, dato che ha rappresentato un fattore che ha agito negativamente sull'offerta di credito verso alcune tipologie di imprese.

Il QE non ha avuto effetto sul calo del rapporto NPL/totale crediti, in quanto questo è imputabile principalmente al trasferimento degli attivi deteriorati delle banche venete liquidate (Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca) presso la Società per la gestione di attività S.p.A.^[12]. (Banca d'Italia, 2017) e alla cessione delle sofferenze da parte di Unicredit nel corso del 2017 (Banca d'Italia, 2018), ma ha contribuito ad arrestare la crescita di tale rapporto grazie all'incremento della qualità del credito dovuto al calo degli oneri sui prestiti a carico del settore privato non finanziario: infatti, a partire dal secondo trimestre del 2015, il flusso di nuovi prestiti deteriorati in rapporto ai finanziamenti in essere è diminuito fino a raggiungere i livelli pre-crisi nel secondo trimestre del 2017. Il decremento del flusso di nuovi prestiti deteriorati (sempre in rapporto ai finanziamenti in essere) è proseguito anche nei trimestri successivi, raggiungendo l'1,7% nel primo trimestre del 2018 (Banca d'Italia, 2018).

A1.2. Domanda e offerta di prestiti alle imprese

Le politiche monetarie non convenzionali attuate dalla BCE hanno avuto un impatto positivo sul settore privato non finanziario: infatti, a partire dalla fine del quarto trimestre del 2015, l'offerta di prestiti si è stabilizzata (in precedenza, i prestiti concessi al settore privato non finanziario presentavano un andamento negativo), per poi incrementare nei trimestri successivi. Mentre l'offerta di prestiti alle famiglie ha seguito un andamento omogeneo e positivo nel tempo, l'andamento dei crediti bancari concessi alle imprese è stato eterogeneo a causa delle

¹² La Società per la gestione di attività S.p.A. è una società interamente controllata dal Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) specializzata nel recupero di crediti deteriorati (Banca d'Italia, 2017).

differenze riscontrate nel mercato dei prestiti bancari concessi alle imprese in base al settore di appartenenza delle aziende e alla loro dimensione.

Per quanto riguarda la dimensione delle imprese, l'allentamento delle condizioni di credito è stato maggiore per le imprese di medio e grandi dimensioni, mentre per le piccole imprese questo si è verificato in misura decisamente minore, dato che le aziende di maggiori dimensioni sono state in grado di offrire maggiori garanzie sui prestiti rispetto alle imprese di minori dimensioni, le quali presentavano anche una quota maggiore di crediti anomali in rapporto al totale dei finanziamenti.

Un'ulteriore differenza a favore delle medie e grandi imprese è rappresentata dal tasso medio sui nuovi prestiti: attraverso il confronto tra il tasso medio sui nuovi prestiti con importo superiore a un milione di euro (erogati per le medio e grandi imprese) e quello sui nuovi prestiti con importo inferiore al milione di euro (erogati per le piccole imprese), il costo dei prestiti per le imprese di medio e grandi dimensioni è minore rispetto a quelli erogati per le piccole imprese (si veda figura 5).

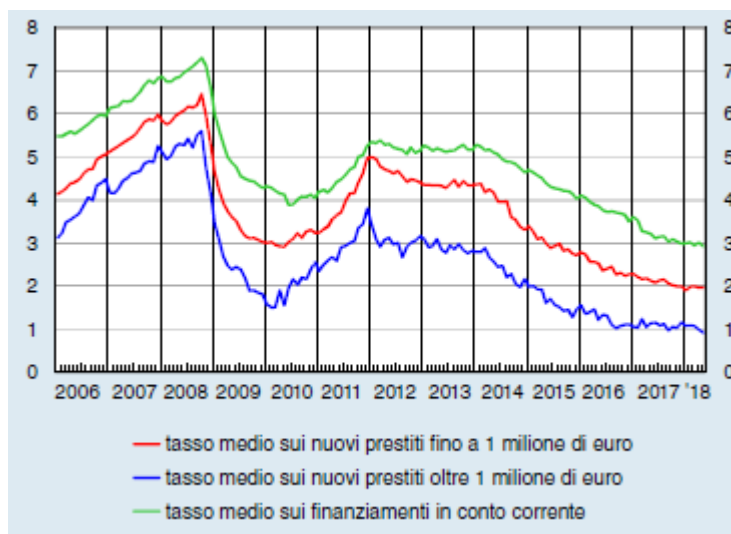


Figura 5: Tasso di interesse medio sui nuovi prestiti (fonte: Banca d'Italia)

Per quanto riguarda il settore in cui operano le imprese, l'offerta di

prestiti bancari ha seguito andamenti decisamente eterogenei tra loro: infatti, mentre i prestiti alle aziende operanti nel settore delle costruzioni sono sempre stati minori rispetto all'anno precedente (nello stesso periodo in cui si è registrato il dato), le imprese manifatturiere e quelle operanti nel settore dei servizi, seppur con ritmi differenti e in periodi diversi, hanno beneficiato



Figura 6: Variazione percentuale annua dell'offerta di prestiti alle imprese per settore (fonte: Banca d'Italia)

di un aumento dei prestiti bancari. Per queste ultime due tipologie di impresa, il rallentamento della crescita dei prestiti concessi evidenziato nella figura 6 non è imputabile a un peggioramento della qualità del credito, ma all'ampia disponibilità di liquidità di queste imprese, la quale ha comportato una riduzione nel

ricorso al prestito bancario come fonte di finanziamento e, di conseguenza, della domanda di prestiti.

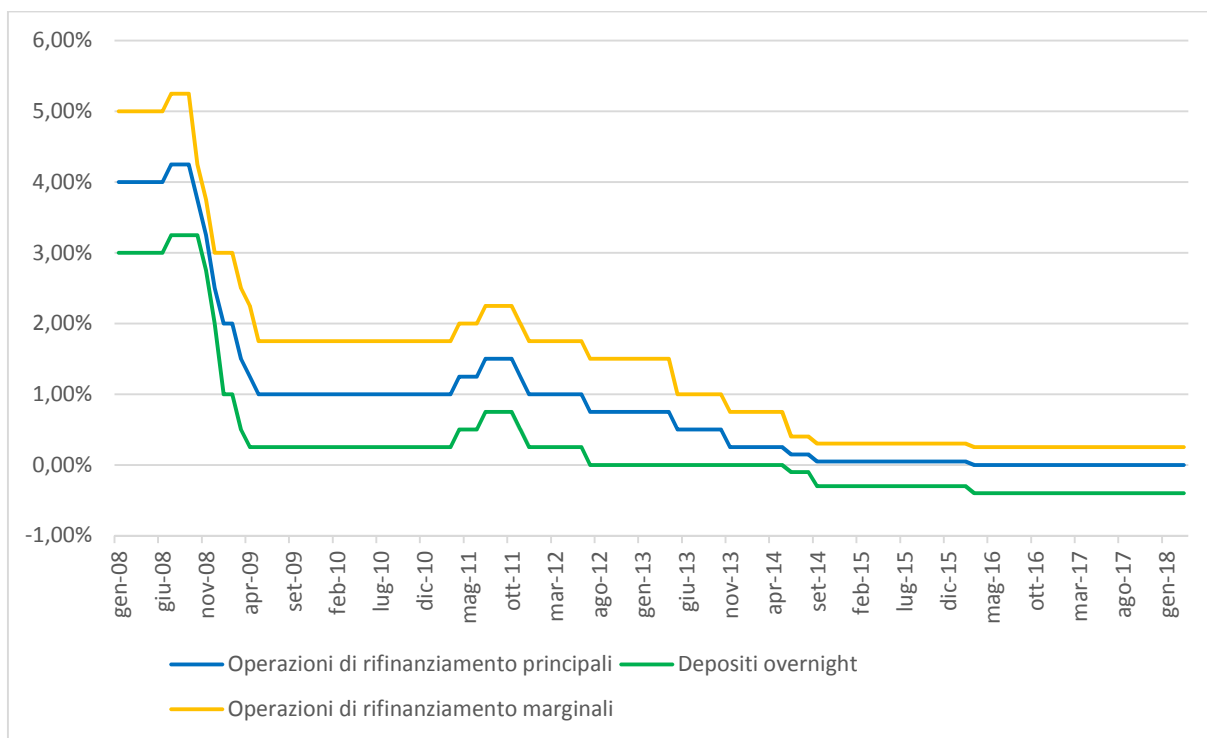
A1.3. Conclusioni

Quindi, per quanto riguarda le imprese, i maggiori beneficiari del QE sono state le imprese di medie e grandi dimensioni all'interno del settore manifatturiero e operanti nel settore dei servizi, mentre le piccole imprese e le aziende facenti parte del settore delle costruzioni sono state penalizzate dalla loro struttura e dal settore in cui operano.

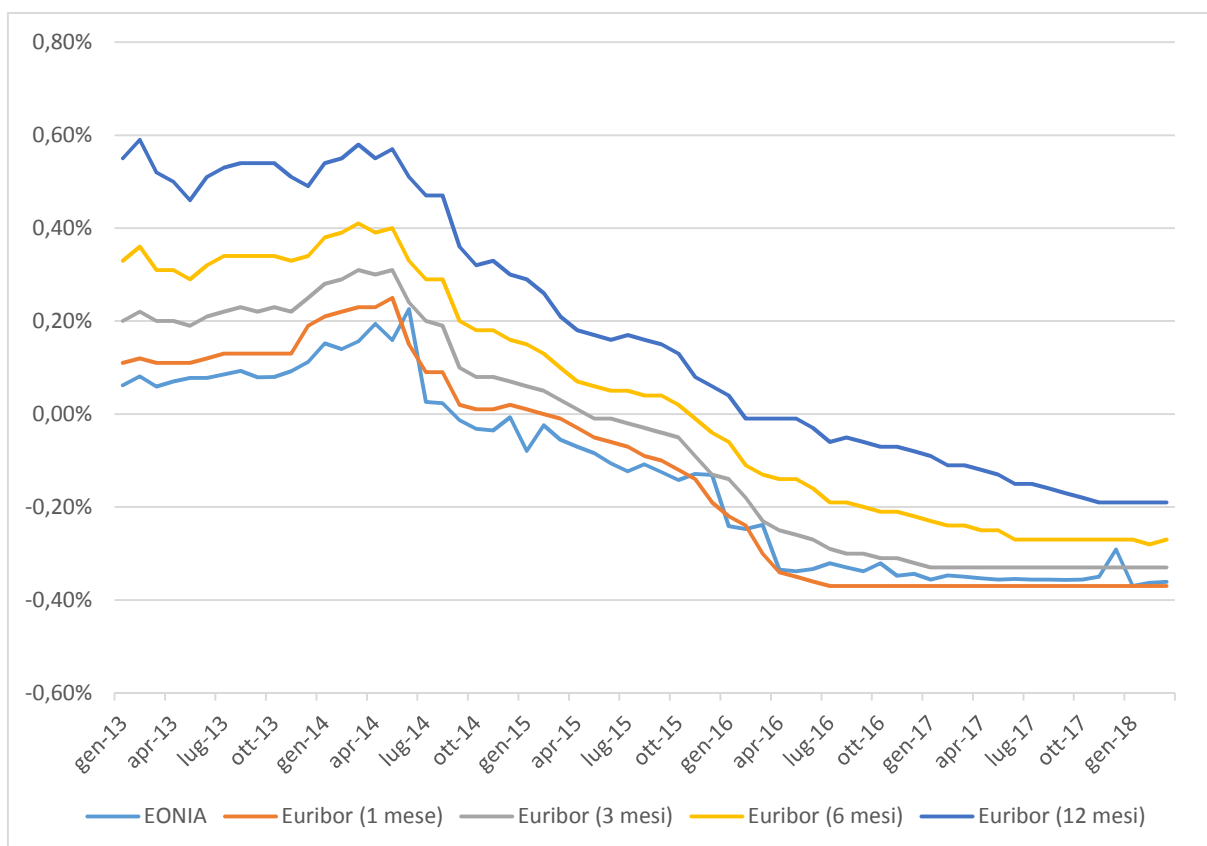
Queste differenze all'interno del settore privato non finanziario sono imputabili alla percezione del rischio del settore bancario per quanto riguarda il mercato dei prestiti: infatti, le problematiche derivanti dalla cospicua quota di NPL sul totale dei crediti concessi ha indotto un atteggiamento prudentiale delle banche verso le tipologie di imprese con una quota di crediti anomali sul totale dei finanziamenti maggiore rispetto alle altre. In questo modo, il miglioramento della qualità del credito si è verificato soprattutto per le medie e grandi aziende, le quali presentavano garanzie più solide rispetto alle piccole imprese, mentre l'allentamento delle condizioni di credito per le aziende di piccole dimensioni è stato decisamente minore. Questo differente andamento nelle condizioni di credito è stato riscontrato anche tra aziende operanti nel settore manifatturiero e nel settore dei servizi e imprese facenti parte del settore delle costruzioni.

A2. Grafici

Tassi di interesse fissati dalla BCE (fonte: Banca d'Italia)



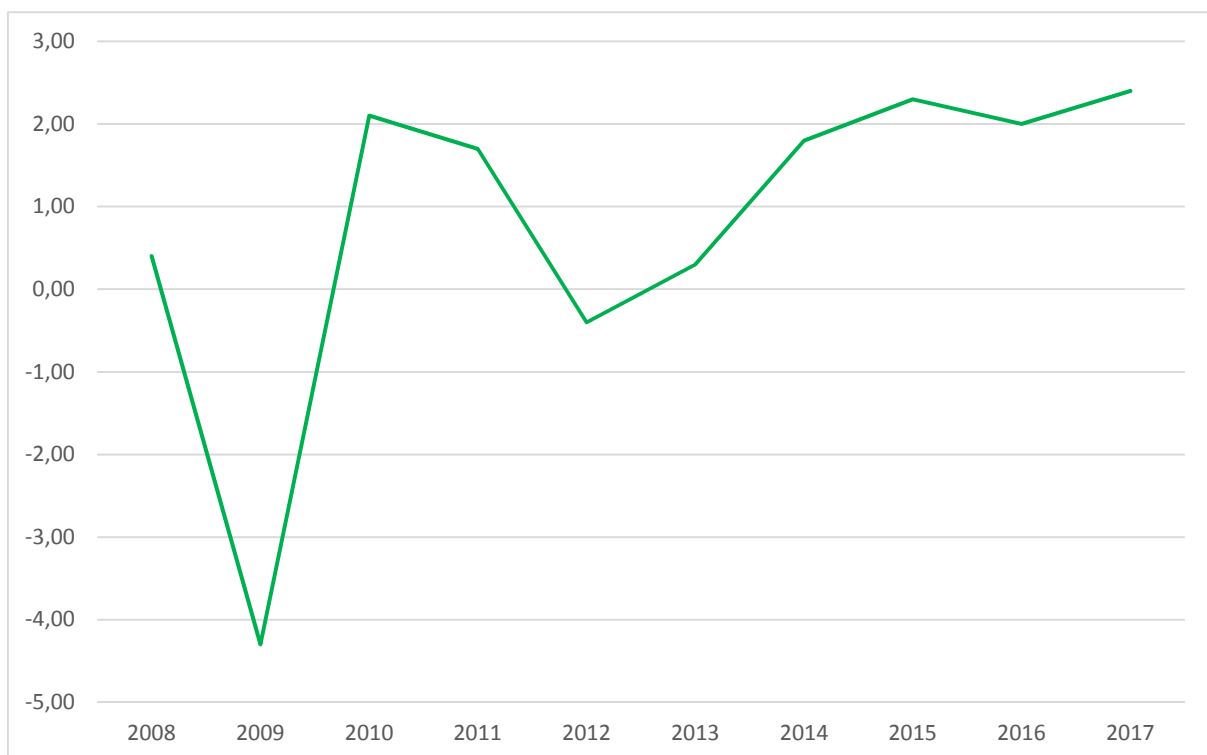
Tassi EONIA ed Euribor (fonte: BCE ed European Money Markets Institute)



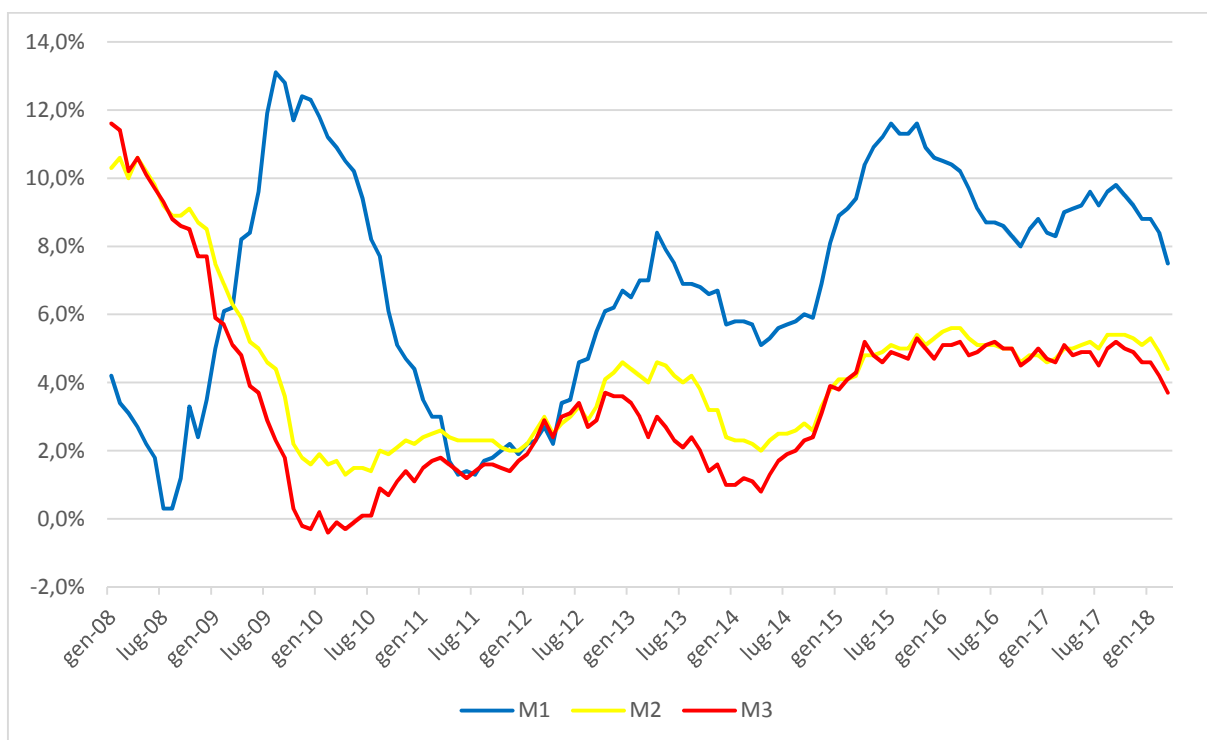
Prezzo del petrolio (Brent) in USD (fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis)



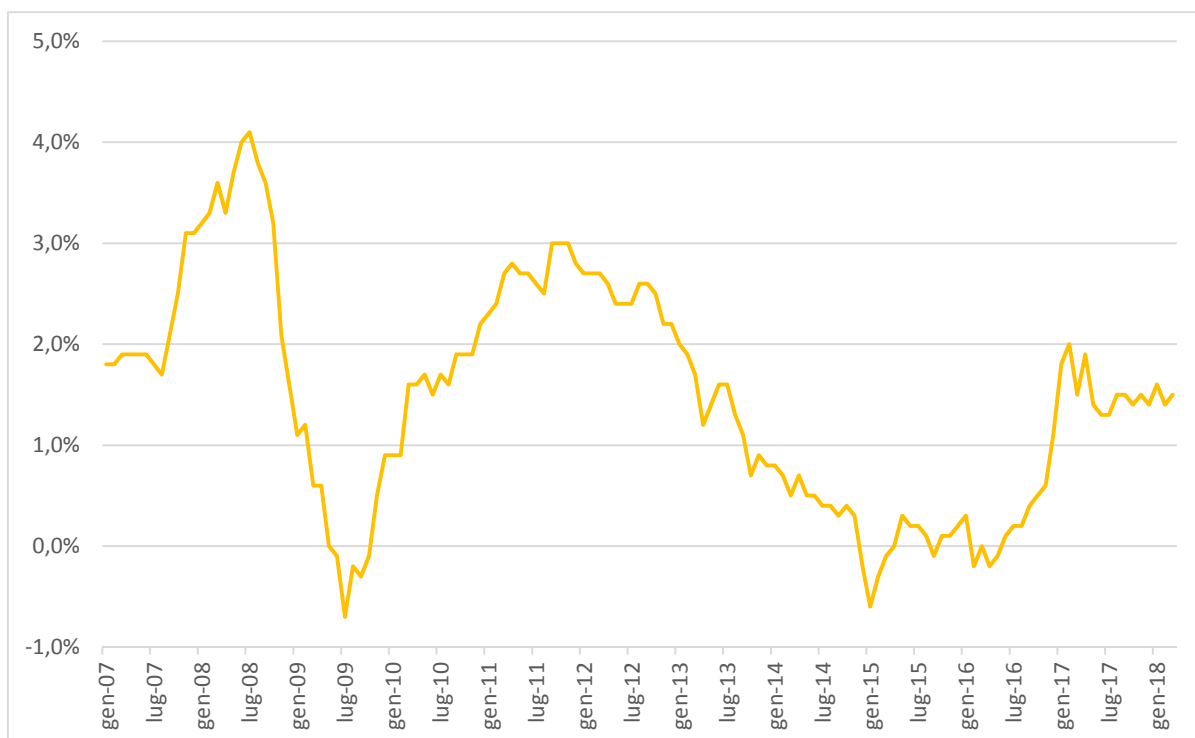
Variazione percentuale del PIL reale dell'UE (fonte: OCSE)



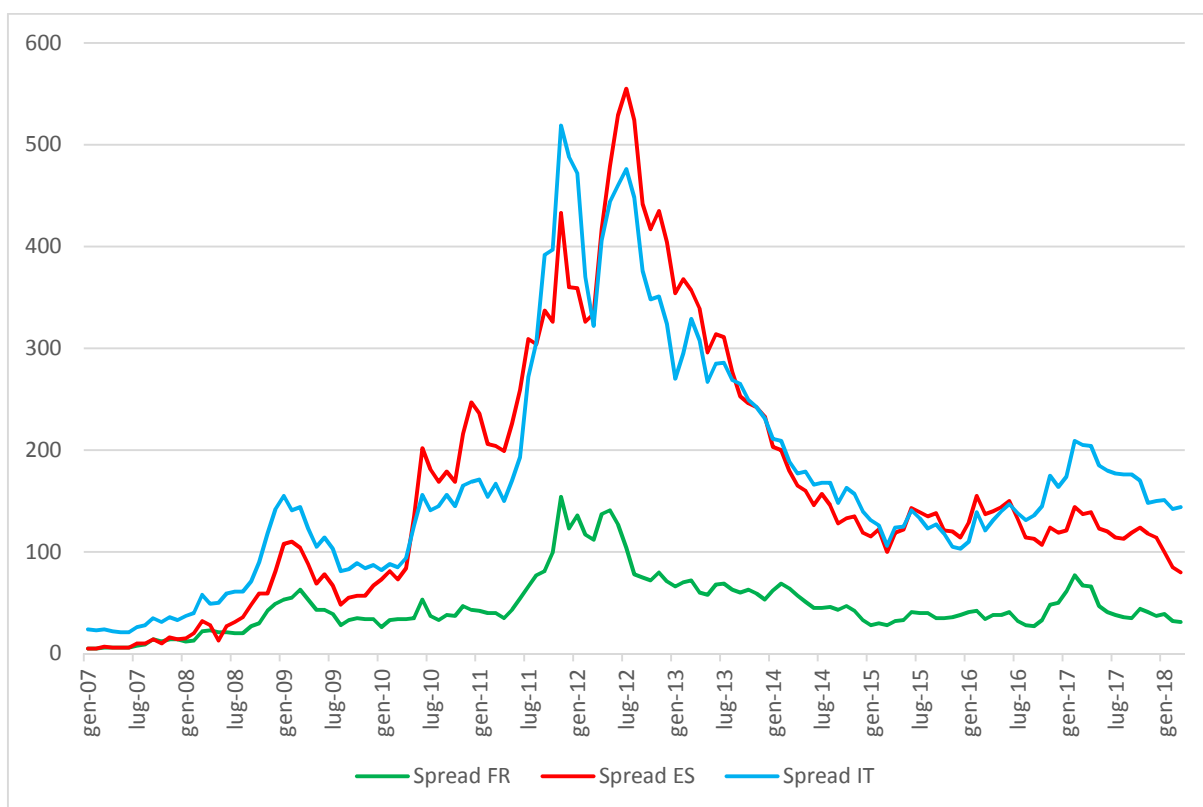
Variazione percentuale degli aggregati monetari M1, M2 e M3 nell'area euro (fonte: BCE)



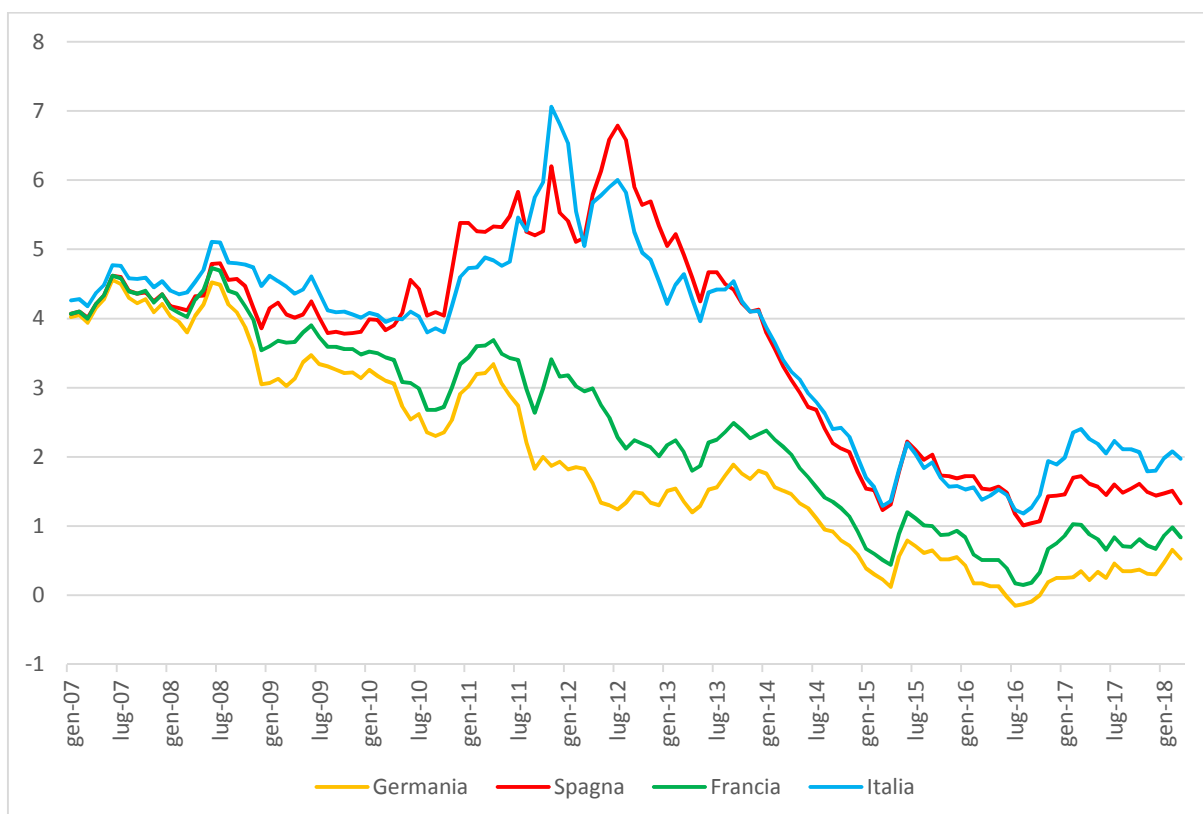
Tasso di inflazione dell'UE (fonte: OCSE)



Spread tra Bund e titoli di stato francesi, spagnoli e italiani con scadenza a dieci anni (fonte: Eurostat)



Rendimento dei titoli di stato tedeschi, spagnoli, francesi e italiani con scadenza a dieci anni (fonte: Eurostat)



Ammontare per nazione degli acquisti di titoli pubblici e obbligazioni sovranazionali nell'ambito del PSPP aggiornata al 30 giugno 2018 (fonte: BCE)

Nazione	Valore acquisti	Quota acquisti su totale PSPP
Austria	55,484	2,684%
Belgio	69,687	3,371%
Cipro	0,214	0,010%
Estonia	0,065	0,003%
Finlandia	31,588	1,528%
Francia	401,229	19,409%
Germania	491,584	23,780%
Irlanda	28,178	1,363%
Italia	348,736	16,870%
Lettonia	2,856	0,138%
Lituania	1,916	0,093%
Lussemburgo	2,519	0,122%
Malta	1,108	0,054%
Olanda	109,772	5,310%
Portogallo	34,286	1,659%
Slovacchia	11,736	0,568%
Slovenia	7,595	0,367%
Spagna	247,52	11,973%
Sovranazionali	221,179	10,699%
Totale acquisti		2067,252

Variazioni delle condizioni di credito (CC) e della domanda (D) di prestiti in punti base (imprese, fonte: Euro area bank lending survey)

Anno e trimestre	Area euro		Germania		Spagna		Francia		Italia	
	CC	D	CC	D	CC	D	CC	D	CC	D
2014Q1	1	2	0	0	0	20	0	7	13	0
2014Q2	-3	4	0	3	0	20	-2	-2	-13	0
2014Q3	-2	6	-3	6	0	20	-4	17	0	-13
2014Q4	-5	18	0	22	0	40	-7	13	-25	0
2015Q1	-9	6	-3	0	0	30	-7	-3	-25	0
2015Q2	-3	13	3	6	0	20	-2	-6	-25	38
2015Q3	-4	16	0	13	0	0	4	8	-38	38
2015Q4	-4	27	0	34	0	40	4	-1	-38	50
2016Q1	-6	17	-6	22	0	-10	4	13	-38	38
2016Q2	-7	16	-3	6	0	0	-14	24	-13	25
2016Q3	0	11	-3	6	0	-20	0	54	0	-13
2016Q4	3	16	0	16	0	-10	0	37	0	13
2017Q1	-2	6	-3	13	10	10	0	0	-14	-14
2017Q2	-3	14	-3	10	0	0	0	10	-10	20
2017Q3	-1	15	-10	19	10	10	0	23	0	10
2017Q4	0	21	-3	9	0	0	0	22	10	50
2018Q1	-8	15	-3	9	0	0	-18	0	-20	30

Variazioni delle condizioni di credito (CC) e della domanda di prestiti (D) in punti base (acquisto di abitazioni, fonte: Euro area bank lending survey)

Anno e trimestre	Area euro		Germania		Spagna		Francia		Italia	
	CC	D	CC	D	CC	D	CC	D	CC	D
2014Q1	-5	13	7	24	0	0	0	-1	-50	38
2014Q2	-4	19	0	10	0	11	0	-17	-25	63
2014Q3	-2	23	7	3	0	0	-14	36	0	50
2014Q4	-4	24	0	21	0	11	-14	0	-13	38
2015Q1	2	29	3	45	0	11	7	-6	6	63
2015Q2	-9	49	3	45	0	0	-15	53	-38	88
2015Q3	5	33	7	41	-11	22	2	-9	-13	75
2015Q4	-7	29	0	7	0	33	-15	9	-25	63
2016Q1	4	32	21	21	-11	-11	0	26	-13	75
2016Q2	-2	30	28	7	-11	-11	-15	40	-38	50
2016Q3	-4	23	10	-10	-11	-11	-24	52	0	63
2016Q4	1	36	0	3	0	0	0	52	0	75
2017Q1	-5	24	-14	4	0	11	0	68	-14	29
2017Q2	-4	19	0	-7	0	11	0	29	-20	10
2017Q3	-11	12	-7	0	-11	11	-2	-21	-20	30
2017Q4	-6	8	-7	0	-11	11	-2	-21	0	10
2018Q1	-11	5	-7	14	-11	22	-14	-40	-10	10

Variazioni delle condizioni di credito (CC) e della domanda di prestiti (D) in punti base (crediti al consumo, fonte: Euro area bank lending survey)

Anno e trimestre	Area euro		Germania		Spagna		Francia		Italia	
	CC	D	CC	D	CC	D	CC	D	CC	D
2014Q1	-2	4	3	13	-10	20	2	13	0	-25
2014Q2	-2	17	-7	6	0	50	0	6	0	13
2014Q3	-7	10	-3	16	0	30	-28	5	0	-13
2014Q4	-3	15	-10	23	0	30	0	-5	0	25
2015Q1	-5	13	0	13	0	20	-14	20	-13	25
2015Q2	-4	41	-3	29	-10	60	1	76	-13	50
2015Q3	-3	19	0	23	0	30	0	0	-25	38
2015Q4	1	21	0	10	0	50	0	-6	0	63
2016Q1	-3	16	3	13	-20	20	0	43	-25	25
2016Q2	-5	21	0	26	-10	0	0	30	-25	25
2016Q3	-4	32	-3	19	-10	0	0	58	-13	63
2016Q4	-3	15	-7	3	-10	-10	0	16	0	50
2017Q1	-7	15	-3	20	-30	10	0	0	-14	43
2017Q2	1	11	3	10	0	10	0	0	0	30
2017Q3	-4	17	-7	20	-10	20	0	0	0	30
2017Q4	-1	11	0	3	8	10	-1	0	7	20
2018Q1	-3	14	-9	9	-10	20	-2	9	0	40

Bibliografia

BANCA CENTRALE EUROPEA, 2018. *Asset purchase programmes* [online]. Francoforte sul Meno, Banca Centrale Europea. Disponibile su: <<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>> [Data di accesso: 7 aprile 2018].

BANCA CENTRALE EUROPEA, 2018. *Long-term interest rate statistics for EU Member States* [online]. Francoforte sul Meno, Banca Centrale Europea. Disponibile su: <https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/long_term_interest_rates/html/index.en.html> [Data di accesso: 30 aprile 2018].

BANCA CENTRALE EUROPEA, 2014-2018. *Euro area bank lending survey* [online]. Francoforte sul Meno: Banca Centrale Europea. Disponibile su: <http://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/index.en.html> [Data di accesso: 10 giugno 2018].

BANCA CENTRALE EUROPEA, 2009-2018. *Rapporto annuale* [online]. Francoforte sul Meno: Banca Centrale Europea. Disponibile su: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/index.en.html>> [Data di accesso: 13 marzo 2018].

BANCA D'ITALIA, 2015-2018. *Bollettino economico* [online]. Roma: Banca d'Italia. Disponibile su: <<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-economico/index.html>> [Data di accesso: 12 agosto 2018].

BANCA D'ITALIA, 2016. *Tassi ufficiali delle operazioni dell'Eurosistema* [online]. Roma: Banca d'Italia. Disponibile su: <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/tassi-eurosistema/tassi_eurosistema_0316_ita.pdf> [Data di accesso: 14 marzo 2018].

Decision of the European Central Bank ECB/2014/34 on measures relating to targeted longer-term refinancing operations (OJ N. 258, 29/08/2014, pp. 11-28)

Decision of the European Central Bank ECB/2014/40 on the implementation of the third covered bond purchase programme (OJ N. 335, 22/11/2014, pp. 22-24).

Decision of the European Central Bank ECB/2015/5 on the implementation of asset-backed securities purchase programme (OJ N. 1, 06/01/2015, pp. 4-7).

Decision of the European Central Bank ECB/2015/10 on a secondary markets public sector purchase programme (OJ N. 121, 14/05/2015, pp. 20-24).

Decision of the European Central Bank ECB/2016/10 on a second series of targeted longer-term refinancing operations (OJ N. 132, 21/05/2016, pp. 107-126)

Decision of the European Central Bank ECB/2016/16 on the implementation of the corporate sector purchase programme (OJ N. 157, 15/06/2016, pp. 28-32).

Raccomandazione della Commissione Europea 2003/361/CE relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese (OJ N. 124, 20/05/2003, pp. 36-41).

EUROPEAN MONEY MARKETS INSTITUTE, 2018. *Benchmark rates* [online]. Bruxelles, European money market institute. Disponibile su: <<https://www.emmi-benchmarks.eu/euribor-org/euribor-rates.html>> [Data di accesso: 14 marzo 2018].

FAWLEY, B. e NEELY, C., 2013. Four stories of Quantitative Easing. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, January/February 2013, 95(1), pp. 51-88.

FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS, 2018. *Crude Oil Prices: Brent – Europe*. St. Louis, Federal Reserve Bank of St. Louis [online]. Disponibile su: <<https://fred.stlouisfed.org/series/DCOILBRETEU>> [Data di accesso: 15 aprile 2018].

HALDANE, A. et al., 2016. *QE: the story so far* [online]. Londra: Bank of England. Disponibile su: <<https://www.bankofengland.co.uk/working-paper/2016/qe-the-story-so-far>> [Data di accesso: 6 marzo 2018].

ORGANIZZAZIONE PER LA COOPERAZIONE E LO SVILUPPO ECONOMICO, 2018. *Inflation (CPI)* [online]. Parigi: Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico. Disponibile su: <<https://data.oecd.org/price/inflation-cpi.htm>> [Data di accesso: 4 maggio 2018].

ORGANIZZAZIONE PER LA COOPERAZIONE E LO SVILUPPO ECONOMICO, 2018. *Quarterly national accounts: Quarterly growth rates of real GDP, change over previous quarter* [online]. Parigi: Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico. Disponibile su: <<https://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=350#>> [Data di accesso: 15 marzo 2018].

Protocollo n. 4 sullo statuto del Sistema Europeo di Banche Centrali e della Banca Centrale Europea (OJ N. C202, 7/6/2016, pp. 230-250).

STATISTICAL DATA WAREHOUSE (BANCA CENTRALE EUROPEA), 2018. *Long-term interest rates data* [online]. Francoforte sul Meno: Banca Centrale Europea. Disponibile su: <<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=bbn4864>> [Data di accesso: 14 aprile 2018].

STATISTICAL DATA WAREHOUSE (BANCA CENTRALE EUROPEA), 2018. *Monetary aggregates* [online]. Francoforte sul Meno: Banca Centrale Europea. Disponibile su: <<https://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9691114>> [Data di accesso: 14 aprile 2018]

Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, versione consolidata (OJ N. C202, 07/06/2016, p. 47-200).