



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**  
**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI**  
**"M. FANNO"**

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA TRIENNALE (TREC)**

**PROVA FINALE**

**"Aiuti di stato al sistema bancario dell'Unione Europea "**

**RELATORE:**

**PROF. BRUNOMARIA PARIGI**

**LAUREANDO: MARCO MARTINELLI**

**MATRICOLA N. 1139513**

**ANNO ACCADEMICO 2019 – 2020**

Il/La candidato/a, sottoponendo il presente lavoro, dichiara, sotto la propria personale responsabilità, che il lavoro è originale e che non è stato già sottoposto, in tutto o in parte, dal/dalla candidato/a o da altri soggetti, in altre Università italiane o straniere ai fini del conseguimento di un titolo accademico. Il/La candidato/a dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati ai fini della predisposizione dell'elaborato sono stati opportunamente citati nel testo e riportati nella sezione finale 'Riferimenti bibliografici' e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo al documento originale

## Sommario

Introduzione.....	4
CAPITOLO I: SCOPPIO DELLA CRISI E INTERVENTO INIZIALE DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA E INTERVENTI PUBBLICI NELL'ECONOMIA .....	5
Situazione pregressa .....	5
Scoppio della pandemia.....	5
Il quadro temporaneo per gli aiuti di stato.....	8
Aiuti forniti dal governo italiano:.....	10
Aiuti forniti dal governo tedesco:.....	12
Aiuti forniti dal governo francese:.....	13
Aiuti forniti dal governo spagnolo: .....	14
CAPITOLO II: PROGRAMMA DI SOSTEGNO AL REDDITO SURE (support to mitigate unemployment risk during an emergency) .....	16
Considerazioni generali .....	16
Scopi generali del piano: l'importanza di un piano per il lavoro a tempo ridotto. ....	17
Meccanismo di funzionamento.....	21
CAPITOLO III: INTERVENTI DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA .....	24
Obiettivi della politica monetaria europea .....	24
Il programma di acquisti per l'emergenza pandemica (PEPP).....	24
Operazioni di rifinanziamento a lungo termine (TLTRO III E PELTRO).....	27
Effetti sui mercati finanziari .....	29
Effetti della politica economica e sulla trasmissione all'economia reale.....	30
Conclusioni.....	33
Riferimenti Bibliografici .....	34

## Introduzione

La presente tesi ha lo scopo di illustrare le azioni intraprese dalle istituzioni europee (in particolar modo, la commissione europea e la banca centrale europea) e nazionali (governi e banche centrali nazionali) per supportare il sistema bancario europeo durante la crisi sanitaria dovuta alla pandemia legata al virus SARS-COV-2 e alle conseguenze sul sistema bancario delle misure di contenimento al contagio.

Per fare fronte alla situazione, in un primo momento, durante i mesi di marzo ed aprile, visto l'impatto molto forte e ed evidente delle conseguenze dei vari "lockdown" sui consumi delle famiglie e di un drastico deteriorarsi delle previsioni economiche a medio e lungo termine, la banca centrale ha inizialmente adeguato degli strumenti (APP e TLTRO di seguito analizzati nel capitolo 1 e 3) già approvati e implementati negli anni precedenti. Successivamente sono stati studiati e stabiliti dei piani di acquisti sia di titoli pubblici che di titoli privati, specifici a gestire la crisi in corso e di un piano di rifinanziamento per le banche specifico per la pandemia (PEPP e PELTRO entrambi descritti nel capitolo 3).

Durante la raccolta di informazioni al candidato è emersa la chiara volontà delle istituzioni governative ed europee di concentrarsi principalmente a fare in modo che gli aiuti erogati, sia sottoforma di prestiti sia sottoforma di garanzie su prestiti, si orientassero all'economia reale permettendo al sistema bancario di essere in grado di continuare a finanziare imprese e famiglie.

Il capitolo 2 invece è stato dedicato all'analisi del SURE, piano di finanziamento ai governi allo scopo di erogare dei piani di cassa integrazione e sussidi di disoccupazione. Anche se ciò non si configura come aiuti al sistema bancario, indirettamente consente ai clienti delle banche (aziende, lavoratori autonomi e famiglie) di poter onorare i propri debiti con le banche evitando il generarsi di crediti deteriorati.

# **CAPITOLO I: SCOPPIO DELLA CRISI E INTERVENTO INIZIALE DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA E INTERVENTI PUBBLICI NELL'ECONOMIA**

## **Situazione pregressa**

Dopo la crisi dei titoli di stato del 2011, nel periodo che va dal 2012 fino ai primi mesi del 2020, l'unione europea ha conosciuto una modesta seppur continua crescita con riduzione dei tassi di disoccupazione. L'inflazione, in questo periodo, si è mantenuta insolitamente bassa nonostante la politica monetaria espansiva messa in atto in questo periodo e le istituzioni europee, ormai già da anni, si interrogavano sul motivo.

Ad inizio 2020, prima del diffondersi della pandemia le istituzioni europee erano quindi impegnate nella definizione del “*Green deal*” il quale, riguardando importanti investimenti nell'ambito dello sviluppo di tecnologie a basso impatto ambientale, avrebbe potuto cambiare il sistema produttivo europeo (Commissione Europea, 2020a)

## **Scoppio della pandemia**

A partire dalla fine del mese di gennaio 2020 alcuni paesi europei hanno iniziato a implementare alcune misure per il contenimento del contagio del virus SARS-COV-2. Poiché inizialmente tali misure erano limitate ad una riduzione dei voli da e per la Cina e al tracciamento delle persone in arrivo da questo paese (Commissione Europea, 2020b), le conseguenze della pandemia sull'economia inizialmente non furono chiare perché non modificarono il comportamento dei consumatori europei e di conseguenza l'economia reale.

Tuttavia, nei mesi febbraio e marzo, visto il diffondersi dell'epidemia anche nel vecchio continente, vennero chiuse alcune attività che implicavano il non rispetto del distanziamento sociale e la limitazione alla circolazione delle persone. La conseguenza della riduzione della mobilità delle persone determinò un brusco quanto inaspettato calo dei consumi.

Apparve subito evidente che la gestione della pandemia avrebbe implicato un fortissimo shock economico a causa, tra l'altro, di un blocco di alcune attività e di un crescente peggioramento delle previsioni economiche. (Chen, et al., 2020)

Le banche europee si videro così aumentare improvvisamente la richiesta di prestiti da parte di imprese e famiglie causato da un calo, in certi casi anche totale, dei flussi di cassa.

Ovviamente anche gli enti pubblici europei si videro costretti a fare fronte contemporaneamente a una riduzione delle entrate (a causa delle accise sul carburante e al gettito legato alle attività soggette alle misure di contenimento) e ad un contestuale incremento della spesa pubblica per l'assistenza sanitaria, e per l'erogazione di sussidi compensativi per le attività commerciali maggiormente colpite.

Data l'urgenza di intervento e della mole delle risorse necessarie per fare fronte alla situazione in corso, i governi dei vari paesi europei non hanno potuto fare altro che finanziarsi sui mercati con il rischio che ciò avrebbe potuto portare, in assenza di un intervento della banca centrale, all'esplosione delle curve dei tassi di rendimento dei titoli di stato. (Blanchard, 2020)

Il 10 marzo, la commissione europea, una volta compresa la necessità di un suo intervento, decise di finanziare degli studi specifici sulla situazione epidemiologica e sulle conseguenze economiche che ne sarebbero derivate nei mesi seguenti. Nella stessa seduta venne anche deciso di riorientare, a favore della gestione della pandemia, un fondo inutilizzato per la politica di coesione del valore di 60 miliardi di euro. (Commissione Europea, 2020c).

Due giorni dopo la banca centrale europea, avvertendo il rapido deteriorarsi della situazione, intervenne invece modificando un importante piano di politiche monetarie varato nel 2014: il piano di acquisti APP.

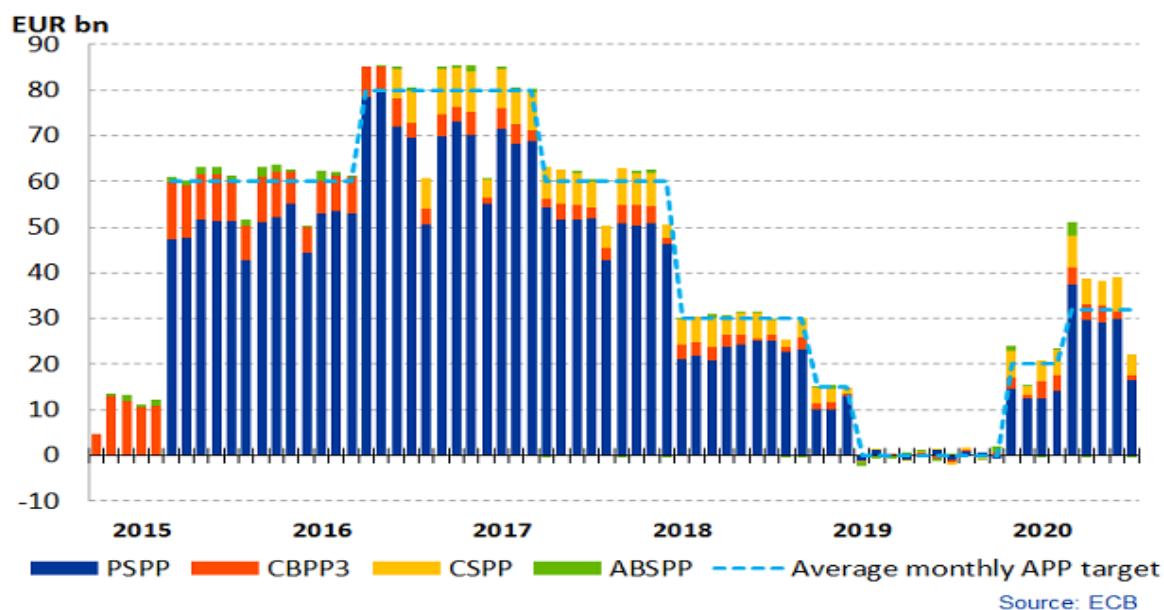
Questo programma, concepito per sostenere la trasmissione della politica monetaria e garantire le condizioni di mercato necessarie per assicurare la stabilità dei prezzi, è composto a sua volta da 4 sottoprogrammi in base alla natura dei titoli a cui sono dedicati (Banca d'Italia, 2020a):

- CBPP3(covered bond purchase programme): relativo all’acquisto di obbligazioni bancarie garantite;
- ABSPP (asset-backed securities purchase programme): per l'acquisto di titoli emessi in seguito alla cartolarizzazione di prestiti bancari;
- PSPP (public sector purchasing programme): relativo all’acquisto di titoli emessi da paesi membri dell’area euro, da alcuni emittenti riconducibili alla sfera pubblica ed alcune istituzioni europee;
- CSPP (corporate sector purchasing programme): per l’acquisto di obbligazioni di qualità elevata e, a partire da marzo 2020, di “commercial paper” (carte commerciali o cambiali) emesse da imprese.

L’intervento in questione permise di incrementare il valore degli acquisti, precedentemente limitato a 20 miliardi di euro al mese (come stabilito a fine 2019), di 120 miliardi di euro fino a fine 2020 (di seguito in FIG 1.1 sono riportati gli importi mensili degli acquisti). In attesa della definizione di un più ampio piano di interventi sono state così assicurate condizioni di finanziamento favorevoli per banche e amministrazioni pubbliche nazionali.

FIG 1.1

AMMONTARE DEGLI AQUISTI DI TITOLI COMPLESSIVO NELL’AMBITO DEL PROGRAMMA APP



FONTE: ECB

Questo intervento unitamente all'avvio del piano di acquisti per l'emergenza pandemica (PEPP: pandemic emergency purchasing program descritto nel capitolo 3), ha determinato una forte riduzione delle tensioni sui mercati finanziari e ha contrastato i rischi che minacciavano la regolare trasmissione della politica monetaria in tutte le giurisdizioni dell'area euro. Successivamente al suo annuncio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono scesi significativamente per tutti gli stati europei (Banca d'Italia, 2020a).

In questo modo è stato possibile scongiurare il rischio default di alcuni stati i quali possono continuare beneficiare dei tassi d'interesse particolarmente bassi degli ultimi anni non ostante la situazione pandemica.

### **Il quadro temporaneo per gli aiuti di stato (Temporary European Framework)**

In questa situazione di profonda incertezza è fondamentale che i governi dei vari paesi europei forniscano gli aiuti necessari e applichino una politica fiscale adeguata. All'inizio di marzo 2020 però le rigide condizioni imposte dal Trattato di funzionamento dell'unione europea (TFEU) non permettevano agli stati di fornire aiuti adeguati.

Per poter mettere in pratica una modifica agli accordi del TFEU necessaria per far fronte a situazioni simili, analogamente a quanto accaduto nel 2008, la commissione europea, nella prima metà di marzo del 2020 iniziò a valutare la possibilità di emanare un "quadro temporaneo" che, pur rispettando la disciplina degli aiuti di stato, dia modo agli stati membri di poter aiutare la propria economia senza particolari condizioni.

Il 19 marzo venne quindi approvata, dopo pochi giorni di lavoro, una modifica al trattato denominata "Temporary European Framework" (Commissione Europea, 2020d).

Unitamente a molte altre misure di supporto, il Temporary European Framework permette agli stati membri di garantire che le attività produttive non restino senza sufficiente liquidità durante la gestione dell'emergenza sanitaria. Grazie all'erogazione di finanziamenti o tramite la copertura di prestiti bancari (sottoforma di specifiche garanzie) in favore di famiglie e imprese che richiedono prestiti le banche potranno quindi concedere prestiti con maggiore facilità.



Il piano dunque permette agli stati una ampia autonomia d'azione per implementare i propri piani di aiuti nazionali derogando dai limiti imposti dal TFEU in quanto, come stabilito dall'articolo 107 dello stesso trattato, si è di fronte ad una situazione in cui tutti gli stati si trovano "in condizioni eccezionali". (Commissione Europea, 2012)

Per riassumere, gli aiuti all'economia reale sono categorizzabili in 5 diversi tipi di sostegni: (Commissione Europea, 2020d):

1. **Garanzie dirette, sgravi fiscali e pagamenti anticipati:** Allo scopo di garantire immediata liquidità alle imprese fino a 800.000€. Tale assistenza permetterebbe quindi alle imprese di continuare la propria attività senza dover fare i conti con riduzioni improvvise dei ricavi che possano compromettere la propria capacità di fare fronte ai debiti precedentemente contratti;
2. **Garanzie di stato per prestiti sottoscritti con le banche:** Gli stati membri garantiscono i prestiti sottoscritti dalle imprese o ai consumatori che ne necessitano assicurando le banche finanziatrici. Il quadro temporaneo limita però le garanzie al 90% del prestito erogato.
3. **Sussidi pubblici alle imprese:** Gli stati possono prestare denaro direttamente alle imprese a tassi vantaggiosi tramite l'utilizzo di fondi pubblici creati "ad hoc" per supportare specifici settori economici particolarmente penalizzati dalle misure di contenimento e modifica dei consumi. Tali prestiti possono avere lo scopo di coprire spese immediate o per finanziare investimenti necessari.
4. **Salvaguardie per le banche nella linea di fornitura degli aiuti di stato all'economia reale:** gli stati possono costruire dei piani di garanzia pubblica ampliando le esistenti capacità di prestito permettendo quindi alle banche creditrici di non interrompere le linee di credito con le aziende in particolar modo per le piccole e medie imprese. Tali fondi, quindi, si intenderebbero degli aiuti diretti ai clienti delle banche e avrebbero come scopo secondario quello di ridurre al minimo le distorsioni della competizione tra le banche.
5. **Assicurazione di breve periodo alle esportazioni:** il Framework introduce una maggiore flessibilità sulla dimostrabilità di solidità finanziaria alle imprese che, basando buona parte dei propri ricavi sulle esportazioni si trovano, a fare i conti con incertezze sulle previsioni dei risultati futuri. (Commissione Europea, 2020d)

La commissione europea, con l'approvazione di questo quadro temporaneo e in virtù del trattato TFEU, pur togliendo vincoli molto limitanti lascia agli stati membri l'onere delle misure e degli aiuti erogati evitando di rivestire (almeno in questo contesto) il ruolo di unico ente erogante. Ciò non ostante, il quadro generale in questione inoltre si propone di mitigare anche un altro annoso problema caratteristico dell'unione europea: le asimmetrie tra i vari stati dell'unione.

A questo scopo è necessario che i finanziamenti concessi alle aziende non devono distorcere il mercato unico europeo ed evitare di generare vantaggi competitivi a favore di aziende di un particolare paese. È stato quindi necessario normare il provvedimento al fine di evitare che aziende di alcuni paesi possano utilizzare questo tipo di aiuti per rifinanziarsi a tassi d'interesse inferiore a quello di mercato precedentemente applicato o per effettuare determinati investimenti pagando un premio al rischio più basso (moral hazard).

Data la straordinarietà degli aiuti che possono essere erogati in questo contesto il quadro è stato emanato con scadenza 31 dicembre 2020, ma non si esclude che la commissione possa estendere il periodo di applicazione qualora lo ritenga necessario.

Il 3 aprile tale piano è stato poi emendato allo scopo di permettere agli stati di finanziare le imprese che hanno convertito la produzione allo scopo di produrre dispositivi medici necessari per la gestione della pandemia. Alcune aziende precedentemente non impegnate alla realizzazione di dispositivi medici hanno potuto così riconvertire la produzione e occuparsi di questo "nuovo" business. (Commissione Europea, 2020e)

In virtù del quadro temporaneo, di seguito vengono riportate le misure economiche introdotte dai governi dei quattro maggiori stati europei nei primi mesi dello scoppio dell'emergenza sanitaria.

### **Aiuti forniti dal governo italiano:**

L'Italia è stato il primo paese europeo ad effettuare delle misure di contenimento al contagio (Lockdown). Conseguentemente è stato il primo paese europeo che ha visto ridursi il gettito fiscale e, contemporaneamente, crescere la spesa pubblica dovuta all'aumento della spesa sanitaria e ai sussidi per la disoccupazione. Dato l'elevato debito pubblico del paese ed il rating non ottimale, in assenza di un intervento della banca centrale europea, questa situazione

avrebbe velocemente portato ad un innalzamento dei tassi d'interesse sul debito pubblico. La situazione venne efficacemente gestita come descritto nel capitolo 3 dalla banca centrale con l'introduzione dei piani di acquisto PEPP e con l'estensione del piano APP. Durante una prima fase di incertezza la Bce, vista la situazione particolarmente turbolenta, assume quindi il ruolo di prestatore di ultima istanza.

L'efficacia delle misure prese si può facilmente dedurre dall'andamento della curva dei rendimenti sui titoli di stato a scadenza decennale i quali, dopo un estemporaneo aumento, si sono ridotti al di sotto dei rendimenti di fine 2019.

Il governo italiano al fine di mitigare le conseguenze socio/economiche del lockdown ha emanato, in data 8 aprile 2020 il decreto curaitalia (DL 8 aprile 2020 23/20) che introduce misure urgenti in materia di accesso al credito e rinvio di adempimenti per le imprese, nonché di poteri speciali nei settori di rilevanza strategica e di giustizia.

Il decreto interviene in sostegno alle imprese in difficoltà con misure specifiche su cinque principali ambiti: accesso al credito, sostegno alla liquidità, sostegno all'esportazione, all'internazionalizzazione e agli investimenti e misure per garantire la continuità delle aziende (Governo Italiano, 2020).

Gli aiuti vengono concessi a seguito di approvazione da parte di SACE (istituto assicurativo facente parte del gruppo cassa depositi e prestiti), tramite istituzioni finanziarie e banche, alle imprese colpiti dall'epidemia di coronavirus. L'istituto assicurativo si trova perciò nella posizione di valutare come verranno investiti i 200 miliardi di euro che il governo italiano ha stanziato per fare fronte alla situazione, parzialmente riducendo il compito delle banche di valutare la solidità finanziaria delle aziende che richiedono dei prestiti. (Commissione Europea, 2020e)

Il programma di aiuti del governo italiano ha un duplice scopo: da un lato limita i rischi legati all'emissione di prestiti a società gravemente colpite dall'impatto economico della pandemia, (le quali potrebbero non essere in grado in futuro di ripagare i debiti contratti) e dall'altro aiuta le imprese a coprire le spese e gli investimenti, al fine di garantire il proseguimento delle loro attività. Sebbene questi finanziamenti non si configurino come aiuti bancari permettono alle banche di valutare la solvibilità di un loro cliente con maggiore facilità.

La Commissione europea ha riscontrato che la misura è in linea con le condizioni stabilite nel Temporary framework e che l'importo è coerente con le necessità dell'economia del paese. In virtù del quadro temporaneo, la commissione ha però sottolineato che dovranno essere rispettate le seguenti condizioni:

- Le garanzie possono essere fornite solo fino alla fine dell'anno in corso (limite poi esteso fino a marzo 2021);
- I crediti erogati devono essere rimborsati entro un tempo massimo di sei anni;
- Le garanzie devono essere in linea con i livelli (in percentuale sul debito complessivo) previsti dal quadro temporaneo;
- Le misure comprendono anche salvaguardie per garantire che gli aiuti siano effettivamente convogliati dalle istituzioni finanziarie ai soggetti che ne avranno necessità.

Avendo specificato queste condizioni, la Commissione ha approvato le misure ai sensi delle norme UE sugli aiuti di Stato (Commissione Europea, 2020f).

### **Aiuti forniti dal governo tedesco:**

La federazione tedesca ha implementato da subito (marzo 2020) un piano di stimoli basato sulla riduzione delle tasse sui consumi e incrementato gli investimenti pubblici, destinati alle attività produttive.

Nell'ambito del regime, gli aiuti federali alle imprese potranno assumere la forma di:

- garanzie su prestiti bancari (l'importo totale stanziato dal governo ammonta a 400 miliardi di euro),
- strumenti di debito agevolati sotto forma di prestiti subordinati,
- strumenti di ricapitalizzazione (in totale fino a cento miliardi di euro), in particolare strumenti di capitale (acquisto di azioni ordinarie e privilegiate di nuova emissione o altre forme di partecipazione) e ibride;
- strumenti di capitale (ovvero obbligazioni convertibili e partecipazioni tacite).

(Commissione Europea, 2020g)

Nel complesso il governo tedesco ha varato quindi in totale un piano da 500 miliardi di euro suddivisi tra 100 miliardi di euro destinato a strumenti di ricapitalizzazione per le aziende in difficoltà e 400 milioni di euro a garanzia dei prestiti erogati dalle banche a queste aziende.

Anche per le aziende tedesche che ne faranno richiesta, viste le previsioni, verranno concessi dei tempi di rimborso conformi a quanto specificato nel quadro temporaneo: le imprese avranno cinque anni di tempo per rimborsare i prestiti ottenuti. Nel caso la ripresa dei consumi dovesse farsi più lenta le istituzioni pubbliche tedesche (governo nazionale e dei singoli lander) si sono già rese comunque disponibili ad erogare ulteriori 100 miliardi di euro a supporto degli strumenti di ricapitalizzazione (Commissione Europea, 2020g).

La Commissione ha concluso che gli aiuti di stato qui descritti contribuiscono in maniera adeguata alla mitigazione delle conseguenze della pandemia, rispettano le norme del quadro temporaneo e non costituiscono fonte di vantaggio competitivo per le aziende tedesche che ne beneficeranno.

Per quanto riguarda il sostegno al reddito dei lavoratori invece la Germania è intervenuta potenziando la sua cassa integrazione. Nel caso in cui la riduzione dell'orario di lavoro è dovuto a una chiusura forzata dell'attività dell'azienda sulla base di un decreto governativo, lo Stato coprirà il 60% della retribuzione netta persa (67% se si ha un figlio a carico) (Caratta, 2020).

I dati di questo lockdown vedono 751.000 aziende tedesche coinvolte nelle richieste di cassa integrazione di 10,1 milioni di dipendenti tra marzo e aprile. Il livello è di tre volte superiore rispetto all'intero 2009, anno in cui si fecero sentire gli effetti della grande recessione (Caratta, 2020).

### **Aiuti forniti dal governo francese:**

Per quanto riguarda l'economia francese, il governo transalpino ha emanato tre schemi diversi di aiuti di stato per supportare l'economia reale durante la crisi.

Questi schemi sono poi stati approvati dalla commissione europea in rispetto alla dichiarazione dello stato emergenziale e delle norme del temporary framework adottato dalla commissione stessa il 19 marzo 2020.

Due di questi piani permettono alla banca di investimenti pubblici francese Bpifrance di garantire crediti commerciali precedentemente ottenuti dalle aziende e linee di credito dirette per aziende fino a 5000 dipendenti.

A questo va aggiunto anche un piano che mira a fornire garanzie statali alle banche su portafogli di nuovi prestiti per tutti i tipi di aziende. (Commissione Europea, 2020h)

Le banche francesi saranno quindi nella posizione di valutare i prestiti richiesti in modo diverso vedendosi coperti almeno parzialmente i prestiti richiesti da aziende e consumatori.

Nel complesso il piano francese dovrebbe mobilitare oltre 300 miliardi di euro di sostegno alla liquidità per le aziende colpite dall'impatto economico dell'epidemia di Coronavirus.

### **Aiuti forniti dal governo spagnolo:**

Fin dalla dichiarazione dello stato di emergenza in Spagna il 14 marzo per mezzo del decreto reale 463/2020, sono state imposte restrizioni alla mobilità sia in ingresso che in uscita dal regno da parte del governo spagnolo con relative conseguenze sull'economia spagnola.

Gli aiuti economici emessi dal governo per mitigare le conseguenze sono poi successivamente stati forniti in seguito ad ulteriori decreti. Ulteriori supporti e finanziamenti straordinari alla sanità sono continuati poi nei mesi successivi, a causa delle crescenti spese sanitarie e dell'impatto delle misure di contenimento del contagio.

I dispositivi legali che contengono la disciplina degli aiuti di stato sono stati:

- Decreto-legge 8/2020 del 17 marzo riguardanti misure urgenti e straordinarie allo scopo di mitigare le conseguenze socio/economiche dovute alle misure di contenimento del contagio;

- Decreto-legge 9/2020 del 27 marzo che adottava ulteriori misure di sostegno al reddito per i lavoratori;
- Decreto-legge 10/2020 del 29 marzo che adotta misure supplementari a protezione dei lavoratori che non forniscono servizi essenziali.

L'insieme dei decreti sopra citati, come per gli altri paesi, si configura come un aiuto all'economia reale piuttosto che come aiuti al sistema bancario. Tuttavia, riducendo significativamente il rischio che le banche devono correre per concedere i prestiti, consentono al sistema bancario iberico di poter supportare l'economia spagnola.

La Spagna ha poi notificato alla commissione nell'ambito del quadro temporaneo un fondo da dieci miliardi di euro attraverso il bilancio statale che fornirà sostegno al credito alle imprese strategiche attive in Spagna colpite dall'epidemia di coronavirus. Come per altri stati, nell'ambito del regime, il sostegno può assumere la forma di strumenti di debito, di ricapitalizzazione o semplicemente di garanzia a copertura parziale dei crediti contratti con le banche (Commissione europea, 2020e).

Per quanto riguarda gli aiuti sotto forma di strumenti di debito subordinato, laddove gli interventi del fondo superino i limiti di pertinenza del fatturato o della busta paga dei beneficiari se persone fisiche, l'aiuto dovrà rispettare integralmente le condizioni più rigorose stabilite per le misure di ricapitalizzazione, in linea con il framework temporaneo (Commissione europea, 2020i).

Questo eviterà che le aziende che ne beneficiano possano trarre un eccessivo vantaggio competitivo.

## **CAPITOLO II: PROGRAMMA DI SOSTEGNO AL REDDITO SURE** **(support to mitigate unemployment risk during an emergency)**

### **Considerazioni generali**

Fin dall'introduzione dell'EMU (European Monetary Union), negli anni 90 del secolo scorso, l'economia dell'unione europea, è stata caratterizzata da una particolare separazione ed indipendenza tra la principale autorità di politica monetaria e le autorità fiscali dei singoli paesi. Benché inizialmente fu prevista e progettata una naturale integrazione dei vari sistemi economici nazionali, la graduale soppressione del cambio monetario fra i vari paesi incrementò la movimentazione dei flussi finanziari all'interno della comunità.

Tali flussi, non furono però regolati da una politica fiscale atta a ristabilizzare le asimmetrie. Questa rilevanza venne ampiamente discussa ben prima dell'introduzione dell'euro (Andor, 2016).

La perdita di un importante strumento di bilanciamento come la variazione dei cambi non è stata però sostituita con altri strumenti di stabilizzazione efficaci.

Già durante la i primi anni 2000 tale assenza preparò il terreno per una marcata asimmetria delle conseguenze allo shock finanziario dovuto alla grande recessione: i paesi con un deficit marcato furono costretti a compensare gli effetti e le imprese furono penalizzate mentre i paesi in surplus poterono applicare delle misure fiscali più favorevoli e furono in grado di attutire il colpo in maniera più efficace preservando la propria occupazione. (Andor, 2016)

L'asimmetria dei vari sistemi economici nazionali provocò un drastico calo dei flussi finanziari, durante la crisi del 2009, all'interno dell'unione causando una drammatica divergenza dei tassi di disoccupazione dei vari paesi.

Questa divergenza, sviluppatasi all'interno dell'area euro rappresenta la principale minaccia all'unicità della moneta unica europea (Andor,2016) la quale di conseguenza richiede una riforma fondamentale ed unitaria dei piani di politica sociale dell'unione.



È quindi necessario che le politiche di riduzione dell'orario lavorativo e sostegno al reddito siano quanto più omogenee ed efficaci in tutti i paesi dell'unione al fine di garantire che pressioni sociali e politiche non diventino più intense minacciando la tenuta dell'unione europea (Andor, 2016).

### **Scopi generali del piano: l'importanza di un piano per il lavoro a tempo ridotto.**

Le asimmetrie sopra citate, sono ancora più marcate nell'ambito dei sussidi di disoccupazione (Vandenbroucke, 2020).

Per ovviare a queste disparità e permettere a tutti gli stati dell'unione di avere le stesse condizioni di credito per finanziare i propri ammortizzatori sociali il consiglio europeo, è stato varato un piano che ha lo scopo di supportare gli stati che necessitano di fondi per finanziare i piani di sostegno al reddito. Tale piano è stato denominato SURE (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency).

L'assistenza finanziaria nel quadro dello strumento SURE assumerà la forma di un prestito concesso dall'UE agli Stati membri che ne fanno domanda. Per poter permettere che tutti gli stati possano finanziarsi allo stesso tasso d'interesse per la prima volta nella storia la commissione ha deciso di emettere titoli di debito pubblico comunitario per reperire i fondi da destinare al programma. (Commissione Europea, 2020j,2020k)

È evidente che, in caso di contrazione della domanda interna di un paese colpito da uno shock finanziario, le aziende siano costrette a tagliare i costi tra cui ovviamente il costo del lavoro. La scelta per ridurre i costi aziendali ricadrà inevitabilmente per le aziende che dovranno scegliere se tagliare i posti di lavoro o l'orario di lavoro. Tagliando le ore di lavoro pro-capite, anziché tagliando "i posti" di lavoro, vengono però preservate le capacità produttive dei dipendenti i quali, non essendo estromessi dal tessuto produttivo, dovranno fare i conti con conseguenze sociali ed economiche di minor entità. (Giupponi, 2020)

I dipendenti, a loro volta, ricevono dal governo un sussidio proporzionale alla riduzione dell'orario. Pertanto, il deterioramento delle competenze lavorative viene mitigato, i costi di licenziamento e di assunzione futuri vengono ridotti e i crediti già erogati a queste famiglie (ad esempio i mutui sulla casa) risentiranno nei prossimi anni di un deterioramento minore.

Questo permetterà in un secondo momento, di fare in modo che la ripresa al termine della crisi sia più rapida e vigorosa.

Tale schema dovrebbe limitarsi al medio termine poiché potrebbe spingere delle aziende operanti in mercati ormai improduttivi (le quali in assenza di sussidi sarebbero destinate a chiudere le attività) ad affidarsi a questi ammortizzatori sociali senza licenziare il personale in eccesso. (Giupponi, 2020)

La forte contrazione causata dalle misure di contenimento del contagio da COVID-19 è un caso esemplare per il ricorso a regimi di lavoro ridotto: in questo contesto, il lavoro a tempo ridotto può essere molto più efficiente di altre forme di sussidi salariali. Inoltre, le ragioni per un'azione collettiva a livello dell'UE per sostenere il lavoro a orario ridotto sono molto forti: se un paese dovesse introdurre misure più efficaci di altri paesi si creerebbero delle disparità molto forti tra i vari paesi facendo riemergere le criticità del sistema produttivo europeo. (Giupponi, 2020)

Certamente, nel contesto dei normali movimenti del ciclo economico, questo tipo di azioni congiunte potrebbero essere limitanti per un equilibrato sviluppo delle economie nazionali europee e di relativa mobilità dei lavoratori, poiché le esternalità tra i vari paesi di adeguati regimi di indennità di disoccupazione potrebbero limitare un naturale sviluppo delle relazioni e delle capacità produttive delle risorse umane. Quando però le economie nazionali europee sono colpite da shocks che distruggono la produttività del capitale umano e filiere produttive su larga scala in alcune economie nazionali, l'impatto esterno su altre economie nazionali può essere enorme.

Usando un'espressione metaforica, "Vaccinare" tutti gli stati contro il rischio di calo della produttività è, di conseguenza, una questione di interesse comune per tutte le economie del mercato unico. (Vandenbroucke, 2020)

Il SURE si pone come obiettivo più la conservazione del maggior numero di posti di lavoro riducendo invece l'orario di lavoro possibile piuttosto che un piano di sostegno al reddito per le famiglie in difficoltà.

Il fine ultimo del programma, di conseguenza è quello di far in modo che il tessuto produttivo dell'eurozona si preservi il più possibile durante la crisi permettendo alle aziende dei vari

distretti economici di non compromettere le relazioni con i propri fornitori evitando il formarsi di una spirale disoccupazionale che potrebbe accentuare la recessione dell'eurozona.

È probabile che se il SURE contribuisce a ridurre il numero di disoccupati effettivi, i governi nazionali saranno comunque nella posizione di poter fornire sussidi alla disoccupazione con maggiore facilità avendo a che fare con un numero di disoccupati minore (Vandenbroucke, 2020).

La fonte normativa del SURE trova luogo nell'articolo 122 del TFEU il quale dà la possibilità al consiglio europeo, su proposta della commissione e sotto certe condizioni di fornire "assistenza finanziaria comunitaria" agli stati che sono "seriamente minacciati da disastri naturali o fenomeni naturali incontrollabili (beyond control)".

Evitando di ricorrere ad altri strumenti come l'ESM (European stability mechanism) inoltre, la Commissione evita di interferire con il dibattito (controverso) sull'opportunità o meno che l'utilizzo dell'ESM rappresenta per gli stati in difficoltà. L' ESM è infatti stato fortemente criticato per le pesanti condizionalità che vengono imposte agli stati che ne richiedono il ricorso. Il rischio sarebbe quello di avere stati in grado di ripagare il proprio debito e fornire sussidi alla disoccupazione, ma costretti ad aumentare la pressione fiscale per ripagare il debito contratto, impedendo una sana ripresa. (Vandenbroucke, 2020)

Per garantire che siano disponibili risorse finanziarie sufficienti anche quando tutti i paesi vengono colpiti contemporaneamente, SURE sarà in grado di contrarre prestiti dai mercati finanziari; la logica di base di SURE è quindi vicina al funzionamento simile al meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (EFSM: European Financial Stabilization mechanism), ma quasi il doppio della portata (100 miliardi di euro contro 60 miliardi di euro). (Vandenbroucke, 2020)

Dopo aver identificato una serie di ragioni per supportare le caratteristiche principali del SURE, si devono anche prendere in considerazione importanti avvertimenti, oltre all'effettivo importo del prestito che sarà erogato (una parte dei fondi stanziati potrebbero non essere erogati se la situazione dovesse evolversi in modo più favorevole).

Essendo uno strumento "nuovo" è necessario fare delle dovute considerazioni:

In primo luogo, il SURE sarà in grado di “spalmare” gli effetti della crisi su un periodo di tempo più ampio (Giupponi, 2020).

Dato il fatto che il SURE prevede che le risorse vengano erogate come prestiti e non sussidi a fondo perduto, è inoltre necessario prestare particolare attenzione al fatto che il prestito non vada ad accentuare ulteriormente il problema di sostenibilità dei debiti pubblici nazionali di alcuni paesi (si sottolinea che gli aiuti stanziati per l'Italia ammontano a 27.4 miliardi di euro mentre quelli stanziati per la Spagna ammontano a 21.3).

In secondo luogo, se si vuole che il piano sia quanto più efficace bisogna considerare alcune raccomandazioni, quali:

- Rimborsi alle aziende che anticipano i pagamenti;
- Condizioni sull'impiego del personale coinvolto (ad esempio obbligare le aziende a impiegare le persone coinvolte facendo in modo che mantengano la propria posizione);
- Inclusione dei lavoratori stagionali tra i lavoratori coperti da tale programma (i quali potrebbero non essere più riassunti nei prossimi anni aumentando la disoccupazione);
- Incentivare il ricambio generazionale (le aziende potrebbero essere spinte a licenziare personale giovane dotato di meno garanzie contrattuali e mantenere inalterato l'orario di lavoro dei lavoratori più anziani) ed inoltre;
- È necessario estendere la durata del programma fino a quando la perturbazione non sia passata completamente (sarà probabilmente necessario quindi estendere e rifinanziare il SURE ben oltre il 2021) (Giupponi, 2020)

Questo elenco segnala perciò un difficile compromesso politico per la Commissione europea, vista la situazione attuale e che i sussidi dei vari stati membri sono molto eterogenee.

SURE coprirà quindi i costi direttamente correlati alla creazione o all'estensione di programmi nazionali di lavoro a tempo ridotto e altre misure simili che hanno messo in atto per i lavoratori autonomi, in risposta a la crisi attuale. D'altra parte, viene indicata come una guida, non come una direttiva. In altre parole, la qualità delle politiche interne e la condivisione dei rischi derivanti da una crescita non omogenea dell'area euro (rischio tra le varie nazioni dell'unione) dovrebbero spingere gli stati a sostenersi a vicenda. Tuttavia, discutere e imporre condizioni relativamente dettagliate comporterà ritardi.

Ritardi che non ci si può permettere in questo contesto di emergenza. (Vandenbroucke, 2020)

Un altro aspetto da tenere in considerazione riguarda le lacune nella copertura dei lavoratori autonomi e dei lavoratori precari in molti Stati membri. La loro situazione sottolineano l'urgente necessità di stabilire l'accesso universale a un'adeguata assicurazione sociale, compresa l'assicurazione contro la disoccupazione, per tutti i lavoratori nell'UE, di qualunque tipo di rapporto di lavoro.

Questo è uno dei principi chiave del pilastro europeo dei diritti sociali, proclamato nel 2017. Come evidenziato dalla raccomandazione europea del 2019, tale forma di assistenza, in questo contesto, è di un'urgenza estrema. (Vandenbroucke, 2020)

L'attuazione di questo principio in tutti gli Stati membri dovrebbe avere un posto di rilievo nella tabella di marcia verso un efficace programma di (ri)assicurazione contro la disoccupazione nell'area dell'euro. La creazione di SURE è un importante passo avanti nell'organizzazione della solidarietà europea, ma non ci esime dal compiere progressi verso un vero e proprio sistema europeo di sussidi alla disoccupazione e assistenza al reddito. L'uniformarsi delle politiche assistenziali contribuirà alla riduzione delle asimmetrie dell'area euro permettendo una ripresa più equilibrata.

La creazione di SURE è perciò un importante passo avanti nell'organizzazione della solidarietà europea.

È quindi un primo ed importante tassello di un piano di riassicurazione occupazionale europeo che dovrà essere studiato e introdotto successivamente (Vandenbroucke, 2020).

### **Meccanismo di funzionamento**

Le modalità di erogazione di questi fondi hanno suscitato profondi dibattiti all'interno del consiglio europeo in parte anche a causa del fatto che, emettendo per la prima volta dei titoli obbligazionari, la commissione europea sarà in grado di chiedere in prestito fondi direttamente al mercato finanziario. Gli stati che ne necessitano saranno quindi in grado di beneficiare del buon rating dell'Unione riducendo di conseguenza i costi di interesse sui prestiti contratti.

Ciò nonostante il SURE deve rispondere ai criteri di celerità per i quali è stato progettato.

Le garanzie fornite, in base a quanto stabilito nello stesso SURE, devono corrispondere almeno al 25% del finanziamento totale richiesto. Questo permetterebbe alla Commissione, nel rispetto degli accordi sottoscritti con tutti gli stati di erogare il totale ammontare delle risorse destinate al SURE (100 miliardi di euro) senza che si generino dei favoritismi tra gli stati richiedenti: alcuni stati potrebbero approfittare di questi prestiti per aiutare delle aziende in difficoltà tramite degli aiuti di stato “non previsti” e sleali nei confronti delle aziende di altri stati. L’aver stabilito delle regole ex ante di erogazione degli aiuti di stato fa in modo da evitare una concorrenza sleale tra aziende di diversi stati europei: vi sarà perciò omogeneità tra gli aiuti di stato dei diversi paesi (Motta, 2020).

SURE sarà gestito sulla base delle richieste degli Stati membri e l'erogazione del sostegno dipenderà dagli accordi bilaterali e dovrà essere vagliato, caso per caso dal consiglio europeo. Questa clausola è stabilita come rete di sicurezza al fine di evitare che il supporto (SURE) finisca con il finanziare gli stati in maniera indiscriminata introducendo quindi una distorsione eccessiva.

Un regime europeo di assicurazione contro la disoccupazione, affinché funzioni efficacemente e abbia un impatto sul mantenimento della forza lavoro e sulla capacità produttiva del capitale umano, deve basarsi sulla solidarietà tra i vari stati, dando il ruolo alla commissione europea di mero erogatore diretto di questi fondi (Commissione Europea, 2020j).

Il meccanismo di funzionamento prevede che, a seguito dello stato di crisi, le aziende richiedano l’accesso ai piani di riduzione dell’orario lavorativo (Cassa integrazione in Italia, Kurzarbeit in Germania, “chomage partiel” in Francia, ecc.).

Tali richieste, se molto diffuse, portano inevitabilmente gli enti pubblici ad una maggiore spesa.

Valutate la propria situazione finanziaria, i governi decidono autonomamente se richiedere l’accesso al SURE per fare fronte a questo aumento di spesa oppure finanziarsi con l’emissione di debito o con l’aumento del cuneo fiscale.

Una volta consultata la richiesta avanzata dal singolo governo, la commissione elabora i termini di erogazione del prestito inteso come tempi di rimborso e condizioni su come deve essere investiti.

A questo punto, al fine di garantire che le misure proposte siano proporzionali al piano di supporto al reddito e non generino elementi di distorsione al mercato del lavoro, spetta al consiglio europeo l'approvazione del prestito alle condizioni specificate dalla commissione europea.

In sintesi, SURE può essere visto come un supporto finanziario ai normali piani di cassa integrazione e sussidi alla disoccupazione dei singoli stati e aggiunge un ulteriore fonte di finanziamento nel contesto di una specifica emergenza temporanea (Vandenbroucke, 2020).

Così concepito, il SURE potrebbe essere utilizzato quindi anche in caso di altri shock, anche asimmetrici, che in futuro potrebbero colpire l'intera unione o singoli stati. I sussidi ricevuti dai lavoratori beneficiari dei ritorsi erogati dagli stati a seguito del prestito legato al SURE permettono perciò alle banche una maggiore facilità di concedere credito alle famiglie durante le emergenze.

## **CAPITOLO III: INTERVENTI DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA**

### **Obiettivi della politica monetaria europea**

L'attività della banca centrale europea e dell'eurosistema, per gestire la pandemia, è principalmente orientata a 3 diversi obiettivi:

- Evitare distorsioni nei mercati monetari che possano minacciare eccessivamente l'economia reale, considerando anche le asimmetrie economiche dell'unione europea.
- Assicurare una adeguata liquidità al sistema bancario, alle aziende e ai governi dell'area euro assolvendo il ruolo del prestatore di ultima istanza.
- evitare dannosi circuiti di feedback tra i mercati monetari e finanziari e l'economia reale, assicurando che gli effetti della politica monetaria si trasmettano a tutti i settori dell'economia. (Panetta, 2020)

Su questo ultimo punto bisogna anche tenere conto inoltre che fin dalla sua costituzione il sistema economico e finanziario europeo è sempre stato caratterizzato, come specificato precedentemente, da una marcata diversità tra i vari paesi. In periodi di crisi, come già visto in passato, questa asimmetria può portare alcuni paesi ad essere più vulnerabili di altri accentuando a sua volta gli effetti della pandemia stessa.

### **Il programma di acquisti per l'emergenza pandemica (PEPP)**

Per poter placare la tempesta sul mercato dei titoli di stato e permettere agli stati di incrementare il proprio debito senza che questo faccia aumentare i rendimenti sui titoli è necessario che la BCE e l'eurosistema si comportino come prestatori di ultima stanza: devono comprare sul mercato secondario una quantità importante di titoli pubblici (Banca Centrale Europea, 2019). Allo scopo di ottemperare a questa necessità il 18 marzo 2020 è stato varato il Piano di Acquisti per l'emergenza pandemica (PEPP pandemic emergency purchasing programme), piano straordinario che consente alle banche centrali nazionali e alla BCE di acquistare strumenti di debito, principalmente, titoli di stato.



Dato il fatto che tutti i titoli validi per il programma APP saranno anche validi per il programma PEPP, il piano pandemico permetterà anche l'acquisto di obbligazioni bancarie garantite e di obbligazioni corporate. La differenza tra i 2 programmi sta nell'importo disponibile.

Inizialmente il programma di acquisti specifico per l'emergenza prevedeva l'acquisto di titoli per un importo massimo di 750 miliardi di euro ma, visto che però gli effetti della pandemia e delle misure al contenimento del contagio si facevano più severe, il 4 giugno, il consiglio direttivo della BCE ha deciso di aumentare la dotazione di tale programma a 1350 miliardi di euro. (BCE, 2020a)

Sono stati anche tolti alcuni vincoli di accesso: la Bce può ora quindi acquistare titoli con limiti di scadenza molto variabili: da un minimo di 70 giorni ad un massimo di 30 anni di scadenza al momento dell'acquisto.

Per quanto riguarda la diversa distribuzione degli acquisti bisogna ricordare che il piano PEPP non potrà eseguire degli acquisti differenziati sul territorio europeo: dovrà essere sempre rispettato il limite imposto dal capital key, ovvero il rapporto di possesso in termini percentuali di detenzione del capitale sociale della banca centrale europea da parte delle banche centrali nazionali dei diversi paesi. La decisione della BCE 2020/440 che istituisce il programma, all'articolo 4 infatti riporta chiaramente che gli acquisti netti cumulativi dei titoli negoziabili devono essere condotti, in base allo schema per la sottoscrizione del capitale della banca centrale europea da parte delle rispettive banche centrali nazionali in rispetto a quanto specificato all'articolo 29 dello statuto della SEBC.

Il successivo comma 2 indica però che è possibile variare i flussi di acquisto nel corso del tempo tra diverse classi di attività e tra diverse giurisdizioni (BCE, 2020b,2020d)

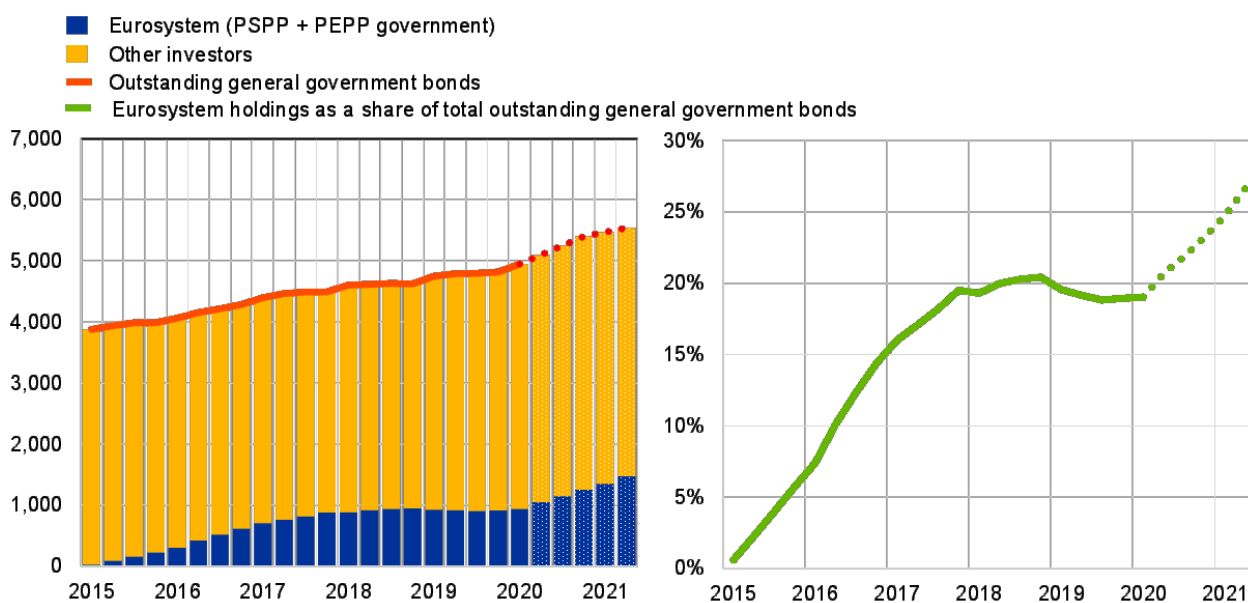
Con queste norme si cerca quindi di evitare che la banca centrale e l'eurosistema possano, attraverso l'acquisto di titoli di diversi paesi in modo sproporzionato, agevolare un particolare stato distorcendo i mercati finanziari.

Per quanto riguarda invece il limite di stock di debito pubblico il PEPP non dovrà rispettare il limite precedentemente imposto dal programma APP del 33% per gli emittenti nazionali e del 50% dei titoli emessi da enti sovranazionali (art.5 decisione BCE n 2020/440).

Questo permette alla BCE di potersi comportare come prestatore di ultima istanza sia per i titoli emessi dalla commissione europea per il finanziamento del piano SURE sia per eventuali ulteriori titoli di debito pubblico comunitario: i così-soprannominati Eurobonds.

In FIG3.1 si evince che attualmente la BCE detiene il 19% dello stock di debito pubblico delle quattro principali economie dell'area euro e che prevede di portare tale rapporto entro il 2022 al 27%. (Lane, 2020). Ciò significa che l'eccesso di titoli di debito pubblico che si verrà a generare per aumento del deficit verrà probabilmente assorbito dagli acquisti del PSPP e dal PEPP mantenendo stabili le curve dei rendimenti.

FIG3.1 RAPPORTO TRA LO STOCK DI DEBITO PUBBLICO DETENUTO DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA E DALL'EUROSISTEMA E QUELLO DETENUTO DA INVESTITORI



FONTE: ECB, SECURITIES HOLDING STATISTICS

Note: Il grafico mostra lo stock di titoli di debito emessi da ciascuna amministrazione pubblica delle quattro maggiori giurisdizioni dell'area dell'euro e gli importi di tali titoli detenuti dall'Eurosistema (ai sensi dei programmi PSPP e PEPP) e altri investitori in termini di equivalenti decennali. Gli "altri investitori" comprendono tutti gli altri investitori finanziari e non finanziari. Le colonne piene (linee) indicano i dati storici e le colonne con motivi (linee tratteggiate) indicano le previsioni. Le ultime osservazioni sono per 2020Q1 (dati storici) e 2021Q2 (dati proiettati).

Il Consiglio direttivo della BCE terminerà gli acquisti di attività nette nell'ambito del PEPP una volta che riterrà che la fase di crisi del COVID-19 sia terminata, ma in ogni caso non prima della fine di giugno 2021. I pagamenti del capitale in scadenza dai titoli acquistati nell'ambito del PEPP saranno reinvestiti almeno fino alla fine del 2022. Verrà valutata come reinvestirla per non alterare gli effetti della politica monetaria stabilita al momento della scadenza (BCE, 2020c).

### **Operazioni di rifinanziamento a lungo termine (TLTRO III E PELTRO)**

Un altro strumento molto importante introdotto nel 2014 fare fronte alla crisi di liquidità del sistema bancario riguarda le “operazioni di rifinanziamento a lungo termine” denominate TLTRO (Targeted Long Term Refinancing Operations). Esse furono avviate allo scopo di consentire alle banche e agli istituti di credito di avere liquidità a sufficienza per fare fronte alla crisi del 2011 ed erano finalizzate a sostenere unicamente i prestiti bancari alle imprese e alle famiglie.

In linea di principio, questo piano di operazioni è simile al Piano di rifinanziamento a Lungo Termine (LTRO – Long term refinancing operations) precedentemente varato dalla banca centrale europea. La differenza tra le 2 operazioni (LTRO e TLTRO) riguarda l’obiettivo che si pongono: se le LTRO avevano come obiettivo quello di versare liquidità nel sistema bancario, le TLTRO sono invece “mirate” (targeted) al supporto creditizio di imprese del settore non finanziario (“economia reale”).

Alla fine del 2019, la BCE ha varato un ulteriore terzo pacchetto delle operazioni di rifinanziamento denominate TLTRO III al fine di preservare condizioni creditizie favorevoli per l'economia reale (Banca d'Italia, 2020b). Visto il dilagare dell’epidemia però, a marzo 2020, sono stati ridefiniti alcuni requisiti e i tassi d’interesse.

Le TLTROIII sono consentite alla BCE di erogare crediti alle banche caratterizzati da:

- Tasso di interesse ridotto di 25 punti base al di sotto del tasso medio sui depositi durante il periodo da giugno 2020 a giugno 2021 per tutti i prestiti nell’ambito delle operazioni TLTRO III;

- aumentato il finanziamento massimo ottenibile al 50 per cento dello stock di prestiti idonei al 28 febbraio 2019;
- nessun limite di partecipazione alle singole aste;
- possibilità di rimborso anticipato fino ad un anno dalla data regolamentare di chiusura (Banca d'Italia, 2020b).

In aggiunta alle TLTROIII il consiglio direttivo della Banca centrale alla fine del primo quadrimestre del 2020 ha anche introdotto ulteriori strumenti di rifinanziamento. Oltre alle operazioni già descritte e a quelle convenzionali di durata trimestrale sono state introdotte delle operazioni addizionali (denominate “additional LTRO” condotte con cadenza settimanale a partire da metà marzo 2020 e scadenza 24 giugno 2020) e di un nuovo e specifico programma per gestire gli effetti della crisi sanitaria: il programma PELTRO (Pandemic Emergency Long Term Refinancing Operation).

Queste operazioni di finanziamento sono condotte a partire dal mese di maggio con frequenza all'incirca mensile e durata variabile (tra 8 e 16 mesi) (Nasti, 2020).

Le operazioni PELTRO prevedono che gli acquisti vengano eseguiti con sette diverse aste. A maggio vi è stata la prima asta 2020 mentre l'ultima è fissata per dicembre 2020 ma in una dichiarazione della BCE, ha dichiarato un possibile estensione qualora si renda necessario supportare il sistema bancario dell'eurozona con ulteriore liquidità. (BCE, 2020c)

Per quanto riguarda le additional LTRO il costo è pari a al tasso medio applicato ai depositi presso la banca centrale (attualmente pari a -0,5 per cento) nell'arco della durata di ciascuna operazione. Per le operazioni PELTRO il tasso d'interesse è pari a un tasso di interesse inferiore di 25 punti base rispetto a quello medio delle operazioni di rifinanziamento principali (attualmente pari allo 0 %) nell'arco della durata di ciascuna operazione.

Vista la straordinarietà della situazione le operazioni PELTRO permettono all'eurosistema di effettuare acquisti a piena aggiudicazione (Full allotment): viene così quindi concessa tutta la liquidità richiesta dalle controparti qualificate.

Durante la prima operazione alle nuove condizioni, datata 24 giugno, le banche dell'area hanno raccolto fondi per un ammontare pari a 1.308 miliardi; di questi (249 miliardi solo dalla

banca d'Italia). Nella stessa data è stata anche regolata la seconda PELTRO e sono stati rimborsati i fondi ottenuti con le LTRO aggiuntive. (Nasti, 2020)

### Effetti sui mercati finanziari

Dopo il brusco inasprimento di marzo, le condizioni finanziarie per l'intera area dell'euro si sono da allora allentate. Lo si può facilmente intuire dalla FIG 3.2 qui sotto in cui è rappresentata la curva dei rendimenti sovrani ponderati per il PIL dell'eurozona. Ciò ha salvaguardato la trasmissione della politica monetaria. I tassi del mercato monetario che fanno da riferimento per i tassi di riferimento della BCE e i rendimenti sovrani che si ricollegano ai tassi privi di rischio (risk-free) vengono convenzionalmente approssimati al tasso OIS (overnight index swap) (Panetta, 2020). I tassi reali dell'area dell'euro sono ora tornati vicini ai livelli pre-pandemia il che indica che gli strumenti messi in campo hanno avuto successo nel placare la volatilità e l'incertezza sui mercati

FIG 3.2 - TASSO OIS A 10 ANNI (OVERNIGHT INDEX SWAP)



FONTE: ECB e REFINITIV

Note: Il tasso reale è ottenuto sottraendo il tasso di swap agganciato all'inflazione dai tassi nominale a 10 anni OIS. Le linee verticali si riferiscono al 18 e 19 febbraio 2020. Ultima osservazione: 18 Settembre 2020.

In questa crisi, come sottolineato da Fabio Panetta (membro del comitato esecutivo della ECB), la politica monetaria europea consentirà agli stati di sostenere delle politiche fiscali altrettanto espansive che aumenteranno la fiducia dell'eurozona e amplificheranno gli effetti

sull'economia reale. Il rapporto deficit pil aggregato dell'area euro si stima essere del 8.8 % nel 2020. Ciò non ostante la curva dei rendimenti dovrebbe mantenersi in territorio negativo fino ai titoli con scadenza a 10 anni. Questo è l'opposto di ciò che si è verificato durante la crisi del debito sovrano del 2011 quando la curva dei rendimenti crebbe significativamente insieme al rapporto deficit/pil (Panetta, 2020).

Da sottolineare anche l'effetto che questa politica monetaria agevola una politica fiscale espansiva permettendo anche aiuti di stato e sgravi fiscali che rendono le condizioni a cui vengono erogati crediti più accomodanti. (ad esempio, come mostrato nel capitolo 1 in riferimento al quadro temporaneo, gli stati possono ora garantire fino al 90% dei debiti di imprese e lavoratori autonomi).

### **Effetti della politica economica e sulla trasmissione all'economia reale**

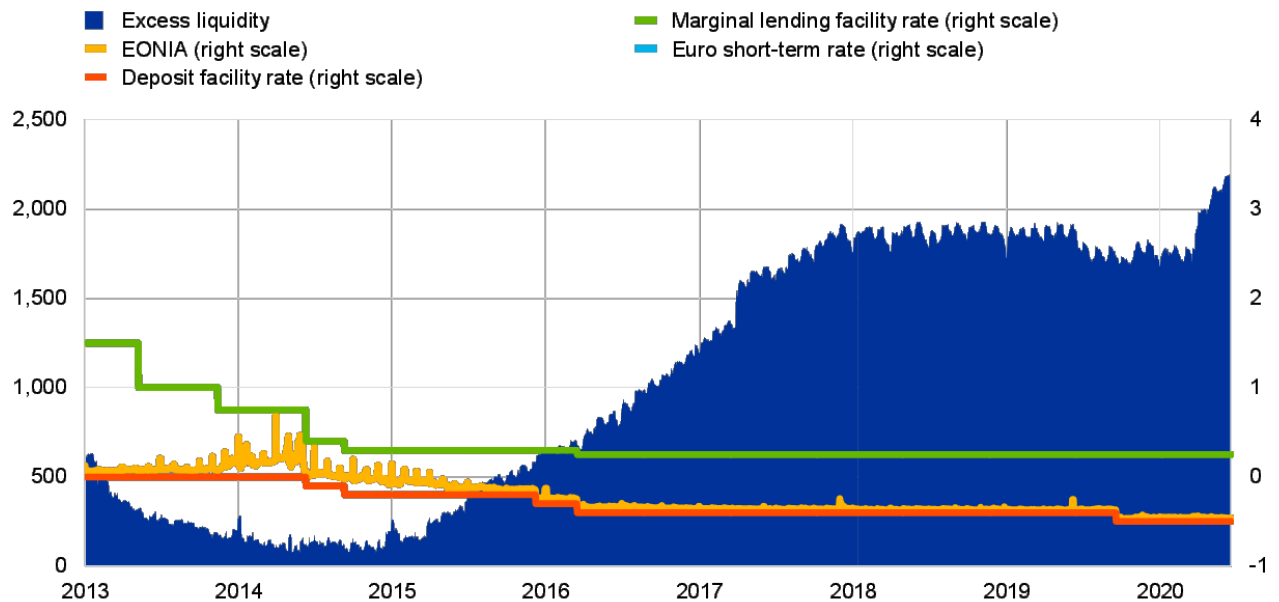
Come mostrato in FIG3.2 a partire dal 2015 le TLTRO e APP hanno permesso un accumularsi di eccesso di liquidità nel sistema bancario europeo portando contemporaneamente i tassi d'interesse al loro minimo storico. (Lane, 2020)  
Questo ha permesso ai mercati monetari (mercati in cui vengono scambiati prestiti monetari con durata inferiore a 12 o 18 mesi) dell'area euro di mantenere una discreta resilienza permettendo al tasso EONIA (european overnight index average) cioè al tasso interbancario di breve periodo dell'area euro, di rimanere in territorio negativo.

Dato il fatto che il tasso eonia è definito come la media ponderata dei tassi overnight applicati su tutte le operazioni di finanziamento non garantite sul mercato interbancario, esso indica in un qualche modo la fiducia che le banche hanno nel prestarsi denaro a vicenda.

Il fatto che questo tasso sia rimasto a livelli negativi (paragonabili all'OIS) indica che le banche hanno un certo livello di fiducia nel prestarsi denaro tra di loro. Non vi sono quindi i segnali che possano far prevedere una crisi di liquidità (Lane, 2020).

#### **FIG 3.2: TASSO EONIA (EURO OVERNIGHT INDEX AVERAGE) ED ECCESSO DI LIQUIDITA' NELL'EUROSISTEMA**

(scale: a sinistra: miliardi di Euro, a destra: punti percentuali annui))



Fonte: ECB

Note: dati giornalieri. L'eccesso di liquidità è calcolato come la somma dei depositi degli istituti di credito presso la banca centrale europea e presso le banche centrali nazionali dell'eurosistema meno le riserve legali minime.

Questa dinamica di mercato del mercato monetario riflette il comportamento degli agenti di mercato i quali fanno da feedback per la banca centrale che collega saldamente il comportamento delle banche sui mercati monetari alle previsioni del tasso d'inflazione. Le revisioni delle prospettive di inflazione ufficiali influenzano a loro volta direttamente le aspettative di mercato sui tassi di riferimento futuri e quindi innescano degli aggiustamenti delle condizioni finanziarie e dei tassi d'interesse (Lane, 2020).

Resta da chiedersi ora se le operazioni di rifinanziamento, i piani di acquisto pandemici e la fiducia sui mercati interbancari faranno in modo che la politica monetaria introdotta avrà effetti sui prestiti alle imprese e famiglie.

A tal proposito, l'uso come riferimento della curva dei rendimenti dei titoli considerati privi di rischio a livelli eccezionalmente bassi è una condizione necessaria ma non sufficiente per garantire che l'orientamento generale della politica monetaria sia appropriato: è essenziale che le variazioni della curva dei rendimenti riescano a fare da riferimento per i tassi per le obbligazioni di società non finanziarie e credito bancario. (Lane, 2020)

Un'ultima considerazione deve essere fatta anche nei confronti dei titoli pubblici. Nell'area dell'euro, i rendimenti dei titoli di stato di ogni paese membro svolgono un ruolo fondamentale nella trasmissione della politica monetaria all'economia reale. In particolare, fare in modo che i rendimenti dei titoli di stato si mantengano bassi ha effetti importanti non solo per i costi di finanziamento che devono affrontare i governi, ma contengono anche i costi di finanziamento che le banche applicano per i prestiti erogati a famiglie e piccole imprese (Lane, 2020).

Date le condizioni a cui sono erogati i prestiti all'economia reale si può quindi affermare che, almeno per il 2020, la politica monetaria europea ha efficacemente contrastato, il panico che sui mercati si sarebbe potuto generare in situazioni di crisi.



## Conclusioni

Attualmente è difficile stabilire se le misure prese durante l'anno saranno sufficienti a permettere al Sistema bancario europeo di poter svolgere il suo ruolo e di poter finanziare adeguatamente una futura ripresa economica.

Ad ogni modo la banca centrale europea ha già reso noto che intende continuare con la politica monetaria espansiva illustrata nel terzo capitolo per tutto il tempo necessario e che se servirà verranno studiate misure aggiuntive. Si può quindi scongiurare il rischio di una futura crisi di liquidità.

La commissione europea e la definizione di nuovi strumenti, come ad esempio l'emissione titoli emessi collettivi europei, permetteranno inoltre ai governi dell'eurozona di essere in condizione di poter erogare aiuti di stati all'economia reale mantenendo, durante la gestione della crisi sanitaria, i consumi a livelli sostenibili.

Tuttavia, l'evolversi dell'epidemia, il cambiamento dei consumi e delle preferenze dei consumatori renderanno per i prossimi anni molto difficile per le banche capire la capacità dei clienti di ripagare i prestiti sottoscritti. Ciò potrebbe rappresentare un grosso problema per le banche le quali potrebbero trovarsi in futuro ad avere a disposizione liquidità sufficiente ma non essere in grado di valutare a chi erogare i prestiti e a quali condizioni.

## Riferimenti Bibliografici

Alessandro Caratta, M. M., 2020. Cassa integrazione: cosa può insegnarci il modello tedesco. *Il sole 24 ore (Orizzonti Politici)*, 22 Giugno.

Andor, L., 2016. *Towards shared unemployment insurance in the euro area*. [Online]  
Available at: <https://izajoels.springeropen.com/articles/10.1186/s40174-016-0060-7>

Banca Centrale Europea, 2019. *Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve*. [Online]  
Available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2293~41f7613883.en.pdf>

Banca Centrale Europea, 2020d. *Asset purchase programm*. [Online]  
Available at: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>

Banca Centrale Europea, 2020. *DECISIONE (UE) 2020/440 DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA*. [Online]  
Available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32020D0440&from=EN>

Banca Centrale Europea, 2020c. *ECB announces new pandemic emergency longer-term refinancing operations*. [Online]  
Available at:  
[https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200430\\_1~477f400e39.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200430_1~477f400e39.en.html)

Banca centrale europea, 2020d. *Pandemic emergency purchase programme (PEPP)*. [Online]  
Available at: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>

Banca Centrale Europea, 2020b. *Pandemic emergency purchase programme (PEPP) Questions & Answers*. [Online]  
Available at: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/pepp-qa.en.html>

Banca Centrale Europea, 2020a. *Pandemic emergency purchase programme (PEPP) Questions & Answers*. [Online]  
Available at: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/pepp-qa.en.html>

Banca d'Italia, 2020a. *I programmi di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema*. [Online]  
Available at: <https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2016/titoli-pubblici/index.html>

Banca d'Italia, 2020b. *Operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine*. [Online]  
Available at: <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/iltro/>

Blanchard, O., 2020. *Italy, the ECB, and the need to avoid another euro crisis*. [Online]  
Available at: <https://www.piie.com/system/files/documents/blanchard-2020-03-18.pdf>

Commissione Europea, 2012. *Consolidated versions of the Treaty on European Union and the Treaty on the Functioning of the European Union - Consolidated version of the Treaty on the Functioning of the European Union*. [Online]  
Available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A12012E%2FTXT>

Commissione Europea, 2020f. *Aiuti di Stato: approvato dalla Commissione il regime di garanzia dell'Italia a sostegno dell'economia nell'emergenza del coronavirus*. [Online]  
Available at: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip\\_20\\_655](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_20_655)

Commissione Europea, 2020c. *Cronistoria dell'azione dell'UE*. [Online]  
Available at: [https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/health/coronavirus-response/timeline-eu-action\\_it](https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/health/coronavirus-response/timeline-eu-action_it)

Commissione Europea, 2020k. *Domande e risposte: La Commissione propone SURE, un nuovo strumento temporaneo del valore di 100 miliardi di EUR per aiutare a proteggere i posti di lavoro e i lavoratori*. [Online]  
Available at: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/qanda\\_20\\_572](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/qanda_20_572)

Commissione Europea, 2020a. *Green Deal europeo*. [Online]  
Available at: [https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal\\_it](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_it)

Commissione Europea, 2020b. *Policy measures taken against the spread and impact*. [Online]  
Available at:  
[https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/coronavirus\\_policy\\_measures\\_28\\_may\\_0.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/coronavirus_policy_measures_28_may_0.pdf)

Commissione Europea, 2020d. *State aid: Commission adopts Temporary Framework to enable Member States to further support the economy in the COVID-19 outbreak*. [Online]  
Available at: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_20\\_496](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_20_496)

Commissione europea, 2020i. *State aid: Commission approves €10 billion Spanish fund to provide debt and capital support to companies affected by the coronavirus outbreak*. [Online]  
Available at: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_20\\_1426](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_20_1426)

Commissione Europea, 2020h. *State aid: Commission approves French schemes to support economy in Coronavirus outbreak*. [Online]  
Available at: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_20\\_503](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_20_503)

Commissione Europea, 2020g. *State aid: Commission approves German fund to enable up to €500 billion of liquidity and capital support to enterprises affected by the coronavirus outbreak*. [Online]  
Available at: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_20\\_1280](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_20_1280)  
[Consultato il giorno 8 Giugno 2020].

Commissione europea, 2020j. *SURE Supporting Member States to help protect people in work and jobs*. [Online]  
Available at: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/sure\\_factsheet.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/sure_factsheet.pdf)

Commissione Europea, 2020e. *Temporary Framework for State aid measures to support the economy in the current*. [Online]  
Available at: [https://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/what\\_is\\_new/sa\\_covid19\\_temporary-framework.pdf](https://ec.europa.eu/competition/state_aid/what_is_new/sa_covid19_temporary-framework.pdf)

Daniel Hollò, M. K. L. D., 2020. *CISS - A COMPOSITE INDICATOR OF SYSEMIC STRESS*. [Online]  
Available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1426.pdf>

Frank Vandenbroucke, L. A. R. B. B. G. F. T. K. C. L. F. N., 2020. *The European Commission's SURE initiative and euro area unemployment re-insurance*. [Online]  
Available at: <https://voxeu.org/article/european-commission-s-sure-initiative-and-euro-area-unemployment-re-insurance>

Giulia Giupponi, C. L., 2020. *Building effective short-time work schemes for the COVID-19 crisis*. [Online]  
Available at: <https://voxeu.org/article/building-effective-short-time-work-schemes-covid-19-crisis>  
[Consultato il giorno 1 Aprile 2020].

Governo Italiano, 2020. *decreto CuraItalia, misure a sostegno di famiglie, lavoratori e imprese*. [Online]  
Available at: <http://www.governo.it/it/curaitalia-misure-economiche>

Massimo Motta, M. P., 2020. *EU state aid policies in the time of COVID-19*. [Online]  
Available at: <https://voxeu.org/article/eu-state-aid-policies-time-covid-19>

Panetta, F., 2020. *Asymmetric risks, asymmetric reaction: monetary policy in the pandemic*. [Online]  
Available at:  
<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200922~d158475fe0.en.html>  
[Consultato il giorno 22 Settembre 2020].

Philip R. Lane, 2020. *The ECB's monetary policy response to the pandemic: liquidity, stabilisation and supporting the recovery*. [Online]  
Available at:  
<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200624~d102335222.en.html>  
[Consultato il giorno 24 Giugno 2020].

Salvatore Nasti, F. P., 2020. *LE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA IN RISPOSTA ALL'EMERGENZA CAUSATA DALLA PANDEMIA DI COVID-19 E IL CONTRIBUTO DELLA BANCA D'ITALIA*. [Online]  
Available at: <https://www.bancaditalia.it/media/notizie/2020/misure-polmon-Eurosistema-pandemia.pdf>

Sophia Chen, e. a., 2020. *Tracking the Economic Impact of COVID-19 and Mitigation Policies in Europe and the United States*. [Online]  
Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2020/07/10/Tracking-the-Economic-Impact-of-COVID-19-and-Mitigation-Policies-in-Europe-and-the-United-49553>  
[Consultato il giorno 10 Giugno 2020].