



# **LE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA IN RISPOSTA ALL'EMERGENZA CAUSATA DALLA PANDEMIA DI COVID-19 E IL CONTRIBUTO DELLA BANCA D'ITALIA**

**SALVATORE NASTI, FILIPPO PASQUALONE<sup>1</sup>**

L'epidemia di coronavirus e le misure di *lockdown* messe in atto dai governi per arginarla hanno generato rilevanti contraccolpi sulle prospettive economiche a livello globale<sup>2</sup>. Il crollo dei flussi turistici, la riduzione del commercio internazionale, l'interruzione di un ampio ventaglio di attività produttive e commerciali e il calo della domanda di beni e servizi hanno rappresentato i principali canali di trasmissione degli effetti della pandemia al sistema economico. La recessione che ne è derivata e l'elevata incertezza sulle ripercussioni economiche della pandemia<sup>3</sup> si sono riflesse in un brusco innalzamento della volatilità e dell'avversione al rischio sui mercati finanziari. In tutti i principali paesi le autorità monetarie hanno adottato misure espansive straordinarie per garantire liquidità sui mercati, sostenere il credito a famiglie e imprese e stimolare la domanda di beni, servizi e investimenti.

La Banca d'Italia ha concorso attivamente alla definizione delle misure di politica monetaria introdotte dal Consiglio direttivo della BCE in risposta alla crisi pandemica; inoltre, in ragione del principio di decentramento operativo, la Banca d'Italia ne dà diretta attuazione<sup>4</sup>.

Questa breve nota intende fornire un quadro d'insieme delle misure di politica monetaria introdotte dall'Eurosistema negli ultimi mesi in risposta all'emergenza Covid-19.

---

<sup>1</sup> Banca d'Italia. Le opinioni espresse sono personali e non riflettono necessariamente la posizione della Banca d'Italia.

<sup>2</sup> Si vedano i riquadri "L'impatto della diffusione della pandemia di Covid-19 sull'economia mondiale" nel [Bollettino Economico N.2, Aprile 2020](#) e "L'evoluzione della pandemia e le misure di contenimento nei diversi paesi" nel [Bollettino Economico N.3, Luglio 2020](#)

<sup>3</sup> Per un focus sull'economia italiana si veda "[L'impatto della pandemia di covid-19 sull'economia italiana: scenari illustrativi](#)", Note Covid-19.

<sup>4</sup> Per maggiori dettagli sui compiti svolti dalla Banca d'Italia si veda "[La Banca d'Italia Funzioni e obiettivi](#)".

## Le misure di politica monetaria introdotte in risposta all'emergenza

Le misure introdotte dal Consiglio direttivo della BCE a partire da marzo hanno l'obiettivo di sostenere il credito a famiglie e imprese, garantire condizioni di liquidità accomodanti al sistema bancario e contrastare la frammentazione dei mercati che compromette l'efficace trasmissione della politica monetaria in tutti i settori e paesi dell'area dell'euro<sup>5</sup>.

Di seguito le singole misure vengono presentate in base alle loro caratteristiche e specifiche finalità.

### *Misure volte a migliorare le condizioni di liquidità e a stimolare l'afflusso di credito a famiglie e imprese a condizioni favorevoli*

Nelle riunioni del Consiglio direttivo di marzo e aprile sono state annunciate nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, in aggiunta alla terza serie di operazioni mirate ([TLTRO3](#)) e a quelle [convenzionali](#) con durata trimestrale già esistenti. Più precisamente, sono state introdotte operazioni a più lungo termine aggiuntive ([additional LTRO](#)), condotte con frequenza settimanale a partire dal 16 marzo 2020 e tutte con scadenza il 24 giugno 2020, e operazioni finalizzate a contrastare le conseguenze dell'emergenza pandemica ([PELTRO](#)), condotte a partire dal mese di maggio con frequenza all'incirca mensile e durata variabile (tra 8 e 16 mesi). Con queste tipologie di operazioni è possibile ottenere fondi a tassi di interesse negativi senza la necessità di rispettare particolari condizioni (come invece nel caso delle TLTRO3)<sup>6</sup>. Inoltre, per rafforzare l'incentivo economico a concedere credito a famiglie e imprese a condizioni vantaggiose, è stato aumentato l'importo massimo ottenibile tramite le operazioni [TLTRO3](#) ed è stato ridotto il costo, tra giugno 2020 e giugno 2021, fino a -1% per quelle banche che incrementeranno i finanziamenti concessi oltre un determinato livello di riferimento. Nell'operazione regolata il 24 giugno, la prima alle nuove condizioni, le controparti dell'area hanno raccolto fondi per un ammontare pari a 1.308 miliardi; di questi, 249 sono stati ottenuti da controparti della Banca d'Italia. Nella stessa data è stata anche regolata la seconda PELTRO e sono stati rimborsati i fondi ottenuti con le LTRO aggiuntive<sup>7</sup>.

### *Misure volte a garantire la disponibilità di un adeguato ammontare di attività a garanzia delle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema*

Tutte le operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema prevedono il conferimento, da parte delle banche partecipanti, di [garanzie](#) adeguate a coprire il valore della liquidità erogata. Per evitare che la carenza di attività utilizzabili come garanzie rappresentasse un ostacolo al ricorso alle operazioni della banca centrale, l'Eurosistema ha temporaneamente modificato i criteri di idoneità applicabili a tali attività, consentendo l'utilizzo di una gamma più ampia di attività sia negoziabili (titoli), sia non negoziabili (prestiti). Sono state inoltre introdotte in via temporanea misure volte a evitare che eventuali riduzioni del rating di un emittente possano intaccare sensibilmente l'ammontare di attività utilizzabili come garanzia per il sistema bancario. Per maggiori dettagli si veda la nota "[Le misure di espansione delle attività a garanzia delle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema in risposta all'emergenza da Covid-19](#)".

---

<sup>5</sup> Si veda anche Banca d'Italia, [Bollettino Economico N.2, Aprile 2020 e Bollettino Economico N.3, Luglio 2020](#).

<sup>6</sup> In particolare per 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 PELTRO 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 per cento) nell'arco della durata di ciascuna operazione.

<sup>7</sup> Per maggiori dettagli si veda Banca d'Italia, [Bollettino Economico N.3, Luglio 2020](#).

*Misure volte a fornire stimoli addizionali di politica monetaria e a preservare il funzionamento del meccanismo di trasmissione*

Il [12 marzo 2020](#) il Consiglio direttivo ha rafforzato il programma di acquisto di attività già esistente (Asset Purchase Programme, APP), nell'ambito del quale vengono effettuati acquisti netti di titoli per 20 miliardi di euro mensili, con una dotazione temporanea aggiuntiva di 120 miliardi sino alla fine dello stesso anno.

Nel corso di una riunione straordinaria, il 18 marzo 2020 il Consiglio direttivo ha introdotto un nuovo programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica ([Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP](#)). Inizialmente questo nuovo programma prevedeva acquisti aggiuntivi di titoli pubblici e privati per complessivi 750 miliardi fino alla conclusione della fase critica legata al COVID-19, e in ogni caso per tutto il 2020. Il [4 giugno 2020](#) la dotazione del PEPP è stata incrementata di 600 miliardi, a 1.350 miliardi, e l'orizzonte degli acquisti netti è stato esteso almeno sino alla fine di giugno 2021, e comunque fino a quando il Consiglio direttivo non riterrà conclusa la fase di crisi legata all'epidemia di COVID-19. Gli interventi nell'ambito del PEPP sono condotti in maniera flessibile nel tempo, tra tipologie di attività e tra giurisdizioni; alla scadenza dei titoli il capitale sarà reinvestito almeno sino alla fine del 2022. Tra l'avvio del programma e la fine di maggio gli acquisti di titoli pubblici italiani nell'ambito del PEPP sono stati pari a 37 miliardi, di cui 34 effettuati dalla Banca d'Italia. A questi si sono aggiunti quelli nell'ambito dell'APP, pari a 28 miliardi tra inizio marzo e fine giugno, che hanno portato l'ammontare complessivo di acquisti netti di titoli italiani nell'ambito dell'APP a 399 miliardi, di cui 359 effettuati dalla Banca d'Italia. Per maggiori dettagli si vedano la pagina del sito internet della Banca d'Italia "[Programmi di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema](#)" e l'approfondimento "[Il programma di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema](#)".

*Misure volte ad allentare le tensioni sul mercato del finanziamento in dollari statunitensi e garantire la disponibilità di fondi in valuta*

Nel mese di marzo si è osservato un forte inasprimento delle condizioni di raccolta di dollari statunitensi sui mercati finanziari. Deflussi dai fondi di mercato monetario primari hanno portato a un calo della raccolta per le banche mediante l'emissione di *commercial paper* e di certificati di deposito, e a una significativa riduzione della durata media delle fonti di finanziamento, con un aumento dei relativi costi<sup>8</sup>. Le tensioni sul mercato domestico statunitense si sono riflesse anche su quello internazionale della provvista in dollari, dove gli operatori finanziari raccolgono dollari a fronte di altre valute mediante operazioni di *foreign exchange swap* (FX swap) su diverse scadenze<sup>9</sup>.

Tali tensioni sono progressivamente rientrate dopo gli interventi della Riserva federale e le azioni coordinate delle principali banche centrali, che sono intervenute per evitare ripercussioni negative sulle condizioni di finanziamento all'economia reale. Anche la durata e la frequenza delle operazioni di [finanziamento in dollari dell'Eurosistema](#) sono state aumentate; il relativo costo è stato ridotto<sup>10</sup>.

---

<sup>8</sup> Per maggiori dettagli sul tema si veda [US dollar funding markets during the Covid-19 crisis - the money market fund turmoil](#) (BIS bulletin N. 15, 12/05/2020).

<sup>9</sup> Per maggiori dettagli sul tema si veda [US dollar funding markets during the Covid-19 crisis - the international dimension](#) (BIS bulletin N. 15, 12/05/2020).

<sup>10</sup> Per maggiori dettagli in proposito si rimanda al sito internet della Banca d'Italia ([operazioni di finanziamento in valuta tramite asta - 16 marzo 2020](#), [operazioni di finanziamento in valuta tramite asta - 20 marzo 2020](#)) e della BCE ([press release BCE 15/03/2020](#), [press release BCE 20/03/2020](#)).

Le misure di politica monetaria introdotte in risposta alla crisi da coronavirus si inseriscono in un quadro macroeconomico già caratterizzato da un orientamento monetario particolarmente espansivo contraddistinto, oltre che dalle misure non-convenzionali, dal livello eccezionalmente basso dei tassi ufficiali e dalle indicazioni prospettiche i) sui tassi di riferimento della politica monetaria, ii) sull'andamento degli acquisti netti nell'ambito dell'APP e iii) sulla politica del reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito dell'APP<sup>11</sup>. Tutte queste indicazioni hanno lo scopo di segnalare che la politica monetaria resterà espansiva per un prolungato periodo di tempo. Nell'attuale contesto economico in rapida evoluzione, il Consiglio direttivo ha ribadito che resta pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti, ove opportuno, per assicurare che l'inflazione continui ad avvicinarsi stabilmente al livello perseguito.

---

<sup>11</sup> Si veda al riguardo la [Conferenza Stampa del Presidente BCE del 30 aprile 2020](#).

Allegato

Comunicati stampa e principali documenti rilevanti in merito alle misure adottate in risposta all'emergenza da Covid-19

*Le misure di politica monetaria introdotte in risposta all'emergenza*

- Comunicati stampa dopo le riunioni del Consiglio direttivo della BCE: [12/03/2020](#), [30/04/2020](#), [04/06/2020](#)
- The monetary policy response to the pandemic emergency (P.R. Lane, [Blog BCE 01/05/2020](#))
- La nostra risposta all'emergenza legata al coronavirus (C. Lagarde, [Blog BCE 19/03/2020](#))
- How the ECB is helping firms and households (C. Lagarde, [Blog BCE 09/04/2020](#))
- The ECB's monetary policy during the coronavirus crisis – necessary, suitable and proportionate (I. Schnabel, 27/06/2020)
- Banca d'Italia, [Bollettino Economico N.2 \(aprile 2020\)](#) e [Bollettino Economico N.3 2020 \(luglio 2020\)](#)

*Misure volte a migliorare le condizioni di liquidità e a stimolare l'afflusso di credito a famiglie e imprese a condizioni favorevoli*

- Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine aggiuntive ([press release BCE 12/03/2020](#)).
- Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica ([PELTRO 30/04/2020](#))
- Operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine ([TLTRO 12/03/2020](#), [TLTRO 30/04/2020](#))

*Misure volte a garantire la disponibilità di un adeguato ammontare di attività a garanzia delle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema*

- Sito internet BCE: [press release BCE 07/04/2020](#), [press release BCE 22/04/2020](#)
- Sito internet della Banca d'Italia: [comunicato stampa 08/04/2020](#), [comunicato stampa 20/05/2020](#), [comunicato stampa 09/06/2020](#) e nota ["Le misure di espansione delle attività a garanzia delle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema in risposta all'emergenza da Covid-19"](#)
- Improving funding conditions for the real economy during the COVID-19 crisis: the ECB's collateral easing measures ([L. de Guindos, I. Schnabel, Blog BCE 22/04/2020](#))

*Misure volte a fornire stimoli aggiuntivi di politica monetaria e a preservare il funzionamento del meccanismo di trasmissione*

- Pandemic Emergency Purchase Programme ([PEPP 18/03/2020](#))
- Expanding the pandemic emergency purchase programme (P. R. Lane, [Blog BCE 05/06/2020](#))
- The market stabilisation role of the pandemic emergency purchase programme (P. R. Lane, [Blog BCE 22/06/2020](#))

*Misure volte ad allentare le tensioni sul mercato del finanziamento in dollari statunitensi e garantire la disponibilità di fondi in valuta.*

- Sito internet BCE: [press release BCE 15/03/2020](#) e [press release BCE 20/03/2020](#).
- Sito internet della Banca d'Italia: [operazioni di finanziamento in valuta tramite asta - 16 marzo 2020](#) e [operazioni di finanziamento in valuta tramite asta - 20 marzo 2020](#)