

Le azioni in campo della BCE

Mario Leone

1. I programmi di acquisto di attività della BCE.

Conformemente a quanto previsto dall'articolo 18.1 dello statuto del Sistema Europeo di Banche Centrali e della Banca Centrale Europea, la BCE, insieme alle Banche Centrali Nazionali della zona euro, ha la facoltà di operare sui mercati finanziari, tra l'altro, comprando e vendendo a titolo definitivo strumenti negoziabili, al fine di realizzare gli obiettivi del Sistema europeo di banche centrali.

La BCE ha un programma ampliato di acquisto di attività (Asset purchase programme APP) comprendente: il programma di acquisto di attività del settore pubblico sui mercati secondari (PSPP), il terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite, il programma di acquisto di titoli garantiti da attività e il programma di acquisto per il settore societario.

APP, coerentemente con l'obiettivo principale della BCE (che, si ripete, è quello di mantenere la stabilità dei prezzi), punta a migliorare la trasmissione della politica monetaria, facilitare l'erogazione del credito all'economia dell'area euro, rendere più accessibili le condizioni di finanziamento di famiglie e imprese e supportare la costante convergenza dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio termine.

Inoltre, APP ha effetti diretti sui rendimenti di mercato dei titoli pubblici e privati. Favorendo il ribasso dei rendimenti di mercato, che si muovono in maniera inversa rispetto ai prezzi delle attività finanziarie, esso produce un miglioramento delle condizioni di offerta del credito e stimola gli investimenti. Inoltre, la liquidità aggiuntiva spinge gli investitori a riequilibrare il proprio portafoglio verso attività finanziarie più redditizie, non direttamente interessate dagli interventi della banca centrale, trasmettendo l'impulso monetario ai diversi strumenti di finanziamento del settore privato. La riduzione dei tassi di interesse, infine, favorisce il deprezzamento del cambio, fornendo un ulteriore stimolo all'attività economica.

La BCE è stata una delle istituzioni dell'Unione europea che ha rilevato la necessità di una "reazione ambiziosa, coordinata e urgente delle politiche su tutti i fronti per sostenere le imprese e i lavoratori a rischio" e che ha voluto introdurre una risposta alla crisi pandemica immediata sul mercato dei titoli in quanto questa "potrebbe compromettere l'obiettivo della stabilità dei prezzi e il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria e richiede un elevato grado di flessibilità nella sua pianificazione e attuazione rispetto ad APP".

Gli acquisti nell'ambito del nuovo programma denominato PEPP sono stati distinti dagli acquisti effettuati nell'ambito di APP e si sono aggiunti a questi ultimi: la dotazione complessiva supplementare è di 750 miliardi di euro fino alla fine del 2020.

2. Il Programma temporaneo di acquisto per l'emergenza pandemica (PEPP).

Gli acquisti di titoli di debito negoziabili idonei emessi dalle amministrazioni centrali, regionali o locali idonee e dalle agenzie riconosciute, saranno condotti in base allo schema per la sottoscrizione del capitale della BCE delle BCN secondo le allocazioni rispettive previste all'art. 29 dello Statuto del SEBC. "Un approccio flessibile alla composizione degli acquisti nell'ambito del PEPP è pur tuttavia essenziale per impedire che le attuali dislocazioni della curva dei rendimenti dei titoli sovrani

aggregata dell'area dell'euro si traducano in ulteriori distorsioni nella curva dei rendimenti privi di rischio dell'area euro, assicurando altresì nel contempo che l'orientamento complessivo del programma comprenda tutte le giurisdizioni dell'area euro. Per rafforzare ulteriormente la flessibilità del PEPP, i titoli di debito negoziabili del settore pubblico con scadenze più brevi di quelli acquistati nell'ambito del PSPP saranno acquistati anche nell'ambito del PEPP”.

Il 18 marzo 2020, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che:

1. devono intendersi superati alcuni limiti autoimposti, perché possono essere d'ostacolo alle misure che l'Eurosistema è chiamato ad adottare, per garantire l'efficacia dell'azione, quindi il consolidamento delle quote non si applica alle quote ai fini del PEPP;
2. i titoli di debito negoziabili, idonei all'acquisto nell'ambito del PEPP devono avere una scadenza residua minima di 70 giorni e massima di 30 anni al momento del loro acquisto da parte della banca centrale dell'Eurosistema competente;
3. i titoli di debito negoziabili denominati in euro emessi dall'amministrazione centrale della Grecia sono idonei all'acquisto nell'ambito del PEPP;

Gli acquisti nell'ambito del PEPP saranno condotti in maniera flessibile, consentendo fluttuazioni nella distribuzione dei flussi di acquisto nel corso del tempo, tra classi di attività e tra giurisdizioni.

3. Le operazioni sul mercato della BCE.

La BCE ha acquistato nel mese di marzo titoli per 66,5 miliardi di euro. Si parla praticamente del triplo rispetto agli acquisti effettuati a febbraio (pari a 23,4 miliardi), un intervento mirato a sostenere i Paesi più coinvolti dalla crisi pandemica.

Infatti, la BCE si è concentrata particolarmente sull'acquisto di titoli di Stato italiani per un importo pari a 15 miliardi nel solo mese di marzo.

Complessivamente la BCE:

- ha acquistato a marzo titoli per 51,1 miliardi attraverso il preesistente programma APP da 20 miliardi mensili,
- ha aggiunto 120 miliardi al termine della riunione del Consiglio del 12 marzo e li messi a disposizione per essere utilizzati entro l'anno;
- ha programmato operazioni legate al PEPP, piano di emergenza da 750 miliardi, che viene considerato a parte, per il quale sono stati compiuti acquisti per 30,3 miliardi nella prima settimana, 15,4 miliardi già a marzo (il resto sarà contabilizzato a partire da aprile).

Il dettaglio degli acquisti Paese per Paese, soltanto per APP riscontra 11,8 dei 37,3 miliardi destinati a marzo ai titoli pubblici italiani. Un'accelerazione rilevante questa, visto che a febbraio erano stati riacquistati BTp e simili per appena 2,2 miliardi.

“E anche se nel calcolo occorre tenere conto dei titoli del Tesoro giunti nel frattempo a scadenza (che la BCE deve ricomprare, ma non in un'unica soluzione e anzi distribuendo le operazioni nel corso dell'anno) – è stato osservato - l'ammontare è più che doppio rispetto a quanto sarebbe stato

raggiungibile se si fosse seguito il criterio delle quote di partecipazione al capitale dell'istituto centrale”.

Dopo 2 mesi di vitalità del programma PEPP (sulla base delle statistiche rese note dalla BCE il 2 giugno) i titoli di stato acquistati sono stati di ammontare pari a 118,811 miliardi in aprile e 115,855 miliardi in maggio.

La deviazione dal *benchmark* della chiave capitale, infatti, è stata confermata anche a livello nazionale. La ripartizione degli acquisti per singolo Paese non è stata basata sul PIL e sulla popolazione nella zona euro e sulla quota azionario nella BCE detenuta dalle Banche nazionali.

A titolo d'esempio, tale deviazione ha favorito l'acquisto dei titoli italiani rispetto a quelli tedeschi: 21,64% per l'Italia (contro una quota del 16,98%) e 27,07% per la Germania (contro una quota del 26,36%).

Complessivamente, la BCE ha acquistato a fine maggio titoli della Germania per 46,7 miliardi, dell'Italia per 37,4 miliardi, della Francia per 23,6 miliardi, della Spagna per 22,4 miliardi, di entità sovranazionali per 13,9 miliardi, dell'Olanda per 10,4 miliardi, del Belgio per 6,5 miliardi, della Grecia per 4,7 miliardi (di altri per un totale di 21 miliardi).

Altro intervento che va registrato è arrivato il 27 marzo scorso, con una raccomandazione eccezionale, che ha stabilito che almeno fino al 1° ottobre 2020, gli istituti di credito non dovranno distribuire dividendi né saranno autorizzati a riacquisti di azioni (buy-back) relativi agli anni 2019 e 2020, finalizzati alla remunerazione degli azionisti durante il periodo di shock economico correlato a COVID-19. Si tratta di un “invito” ma la BCE ha precisato anche che “gli enti creditizi che non sono in grado di conformarsi alla presente raccomandazione perché si ritengono legalmente obbligati a pagare dividendi dovranno immediatamente spiegare le ragioni sottostanti al proprio gruppo di controllo comune”. In questo modo, la BCE conta di trattenere nei fondi delle banche 30 miliardi di capitale aggiuntivo Common Equity Tier 1, patrimonio che darà maggiore capacità di credito “per fare prestiti per 450 miliardi” (come ha affermato Andrea Enria, presidente del Consiglio di vigilanza della BCE).

4. La BCE amplia il programma PEPP.

Il 4 giugno il Consiglio direttivo della BCE ha adottato nuove decisioni di politica monetaria, innanzitutto, ampliando la dotazione del PEPP di 600 miliardi di euro, raggiungendo un totale di 1.350 miliardi di euro.

Questa manovra è in risposta alla revisione al ribasso dell'inflazione connessa alla pandemia nell'orizzonte di proiezione. Infatti, secondo le indicazioni fornite per il mese di maggio, Eurostat ha rilevato un aumento dei prezzi molto contenuto, solo 0,1% annuo, mentre alcuni Paesi hanno avuto forti flessioni (ad esempio l'Estonia -1,8% e Lussemburgo -1,6%). In Italia si è registrato un -0,2%.

Questi dati evidentemente sono condizionati dalla chiusura delle attività e dalla riduzione dei consumi. Eurostat però ha dato indicazione di non modificare il paniere di beni, di considerare i prezzi online degli stessi. Parliamo di una stabilità dei prezzi “artificiale”, con una inflazione core pari a +0,9%, con alcuni settori come i prodotti alimentari con +3,3% e beni non lavorati +6,5%.

Quindi, l'espansione del PEPP, secondo la BCE, allenterà ulteriormente l'orientamento generale della politica monetaria, sostenendo le condizioni di finanziamento nell'economia reale, specialmente per le imprese e le famiglie. Gli acquisti continueranno a essere effettuati in maniera flessibile nel corso

del tempo, fra le varie classi di attività e i vari paesi. Ciò consente al Consiglio direttivo di contrastare efficacemente i rischi per l'ordinata trasmissione della politica monetaria.

Altra manovra della BCE decisa nella stessa riunione del Consiglio direttivo è stato l'allungamento del periodo di acquisti netti: il PEPP sarà esteso almeno sino alla fine di giugno 2021. In ogni caso, il Consiglio direttivo condurrà gli acquisti netti di attività nell'ambito del PEPP finché non riterrà conclusa la fase critica legata al Covid-19.

Sempre nell'ambito del PEPP il capitale rimborsato sui titoli in scadenza sarà reinvestito almeno sino alla fine del 2022. In ogni caso – avverte la BCE - la futura riduzione del portafoglio del PEPP sarà gestita allo scopo di evitare interferenze con l'adeguato orientamento di politica monetaria.

Il 4 giugno, inoltre, la BCE ha confermato il proprio indirizzo sul programma di acquisto APP: gli interventi sul mercato della BCE continueranno a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro, unitamente agli acquisti nel quadro della dotazione temporanea aggiuntiva di 120 miliardi di euro sino alla fine dell'anno. Il Consiglio direttivo “continua ad attendersi che gli acquisti netti mensili di attività nel quadro del programma APP proseguiranno finché necessario a rafforzare l'impatto di accomodamento dei suoi tassi di riferimento e che termineranno poco prima che inizierà a innalzare i tassi di riferimento della BCE”. Anche il capitale rimborsato sui titoli del predetto programma in scadenza “continuerà a essere reinvestito, integralmente, per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui il Consiglio direttivo inizierà a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE, e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario”.