

21 dicembre 2020

Il Sole **24 ORE**

TASSI DUALI E CONTROLLO DELLO SPREAD: LA RIVOLUZIONE SILENZIOSA DELLA BCE

di Marcello Minenna

Lo scorso 10 dicembre la Banca Centrale Europea (BCE) ha varato il nuovo pacchetto di misure espansive, che puntano a mitigare l'impatto recessivo e deflazionistico del secondo *shock* pandemico in meno di 12 mesi.

La parte centrale dei provvedimenti si fonda sul potenziamento del programma pandemico di acquisto titoli (PEPP – *Pandemic Emergency Purchase Programme*) che è stato prolungato fino a marzo 2022 con un tetto teorico di 1.850 miliardi di €, insieme a nuovi *round* di prestiti agevolati alle banche sia condizionali (TLTRO III – *Targeted Long Term Refinancing Operations*) che non (PELTRO *Pandemic Emergency Long Term Refinancing Operations*).

La sensazione degli operatori è che la BCE non abbia spinto troppo sull'acceleratore a fronte di una situazione in netto deterioramento per banche ed imprese, che avrebbe dovuto richiedere più stimoli. Siamo d'accordo, ma con alcuni *caveat*.

Per dare la giusta prospettiva all'entità degli stimoli BCE, non bisogna dimenticare che fino al 2019 questo genere di misure di cui oggi si contesta la "timidezza" erano considerate eretiche, oggetto più che altro di speculazioni teoriche di scarso interesse pratico. In realtà le innovazioni introdotte nel 2020 sono state radicali, soprattutto se si considera la rapidità di adozione da parte di un'istituzione tendenzialmente conservativa come la BCE.

Da un lato il programma pandemico ha stravolto radicalmente la logica del tradizionale *Quantitative Easing* (*APP – Assets Purchase Programme*) fondato sul rispetto rigido del principio della *capital key* (i Paesi che partecipano più al capitale della banca centrale hanno diritto in proporzione a più acquisti) e del livello massimo del 33% di partecipazione ad ogni singola emissione. Il programma pandemico infatti concede alla BCE completa flessibilità nella determinazione del livello di acquisto necessario per ogni Paese e consente di acquistare fino al 50% di ogni emissione.

Dall'altro lato, i nuovi prestiti TLTRO III hanno introdotto l'innovazione dei tassi di interesse duali, attraverso cui si rende il tasso di interesse dei prestiti alle banche – che è attualmente negativo e può raggiungere il -1% – disconnesso dal tasso di interesse a cui la BCE remunera i depositi delle banche. Anche questo tasso è oggi negativo, ma fermo allo -0,5%. In sostanza la logica dei tassi duali è questa: se si rende possibile che il tasso che le banche ricevono sia più alto di quello che pagano, allora si introduce un supporto diretto al sistema bancario che viene finanziato attraverso la riduzione dei profitti potenziali della BCE. Dato che questi profitti vengono poi restituiti ai governi, si tratta di una misura “quasi-fiscale” di finanziamento governativo al sistema bancario via BCE.

Un cambiamento radicale in una cornice normativa comunitaria che vieta gli aiuti di Stato alle banche!

L'analisi dei dati offre supporto a questa “rivoluzione silenziosa”.

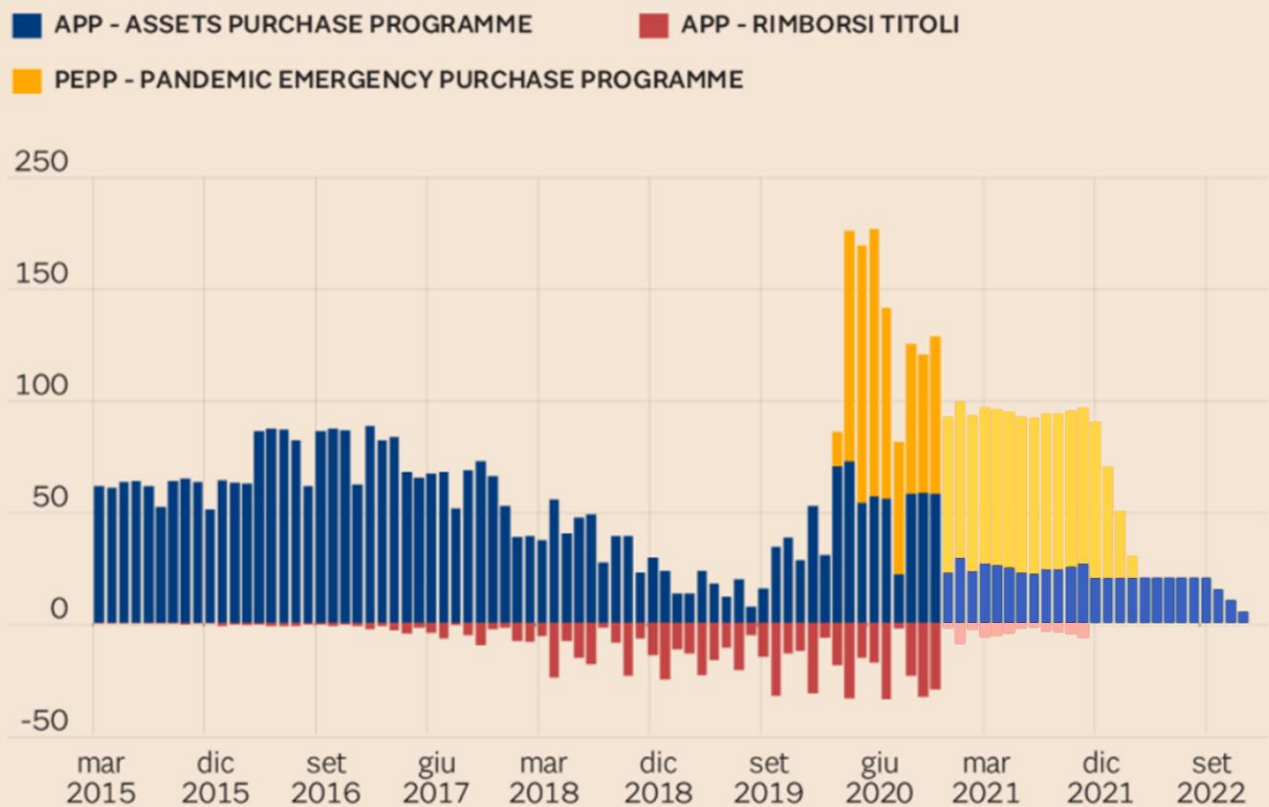
IL PROGRAMMA PANDEMICO DI ACQUISTI PEPP: FLESSIBILITÀ TOTALE

Il PEPP è stato lanciato nella seconda metà di marzo 2020 ed in poche settimane è arrivato a rappresentare l'80% di tutti gli acquisti netti di *assets* mensili effettuati dalla BCE (cfr. Figura 1) con valori superiori ai 100 miliardi per diversi mesi. Dopo il picco primaverile il ritmo si è assestato intorno ai 70 miliardi mensili. A fine novembre gli acquisti totali del programma hanno raggiunto i 700 miliardi di € e si stima che per marzo 2022, ipotizzando un breve periodo di *tapering* sulla falsariga di quanto accaduto per l'APP, si possa arrivare intorno ai 1.700 miliardi, lievemente al di sotto del limite massimo previsto.

Figura 1

BCE - PROGRAMMI DI ACQUISTO TITOLI

Dati in miliardi di euro. (Fonte: Bce)

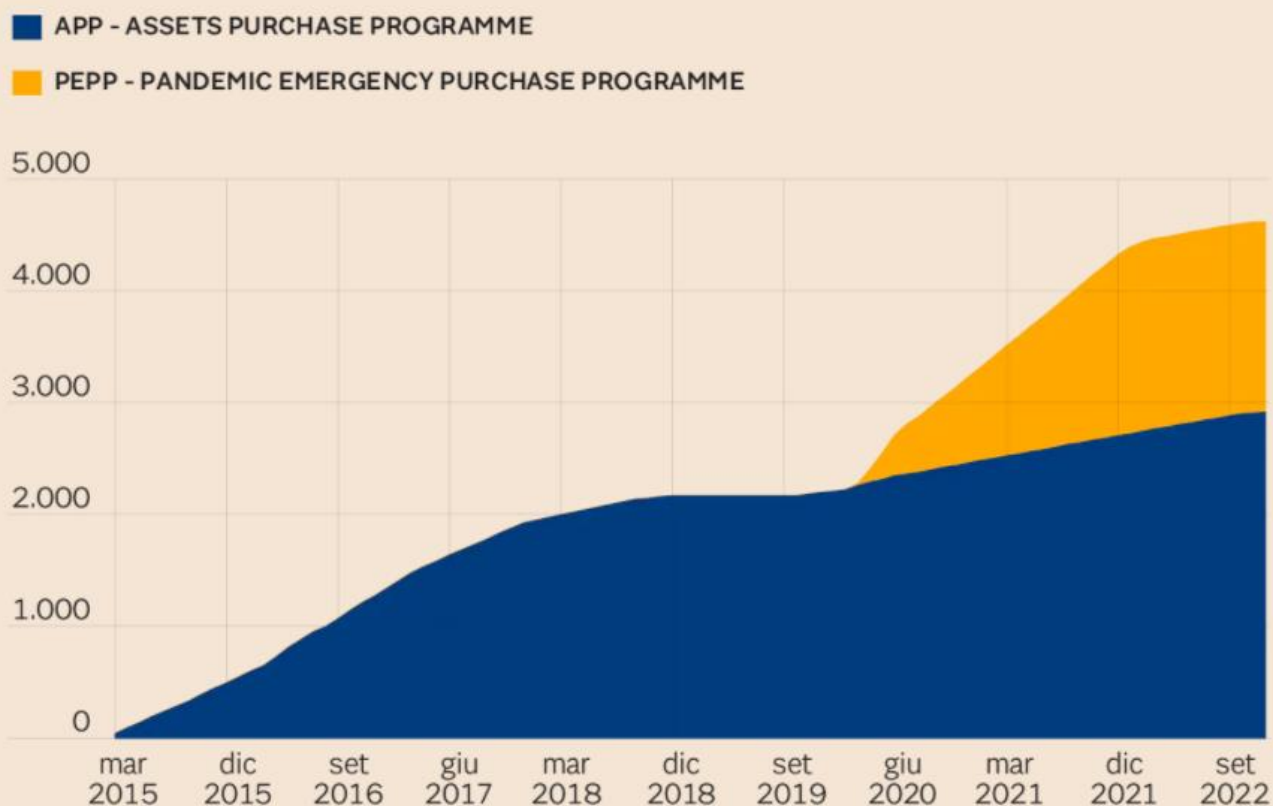


La Figura 2 visualizza gli acquisti cumulati nel tempo per meglio evidenziare la crescente incidenza che assumerebbe il programma PEPP rispetto all'operatività totale BCE sui mercati.

Figura 2

BCE - PROGRAMMI DI ACQUISTO TITOLI

Acquisti cumulati. Dati in miliardi di euro. (Fonte: Bce)



Tramite la Figura 3 è possibile apprezzare la caratteristica chiave del PEPP: la completa flessibilità nella determinazione delle quote nazionali di titoli acquistabili. Anche nell'ambito dell'APP era possibile allontanarsi dalle percentuali di riferimento della *capital key*, ma solo per brevi periodi e per ragioni di carattere "tecnico". Il PEPP invece è progettato per incrementare gli acquisti verso i paesi che hanno più necessità. In Figura 3 si nota con un discreto colpo

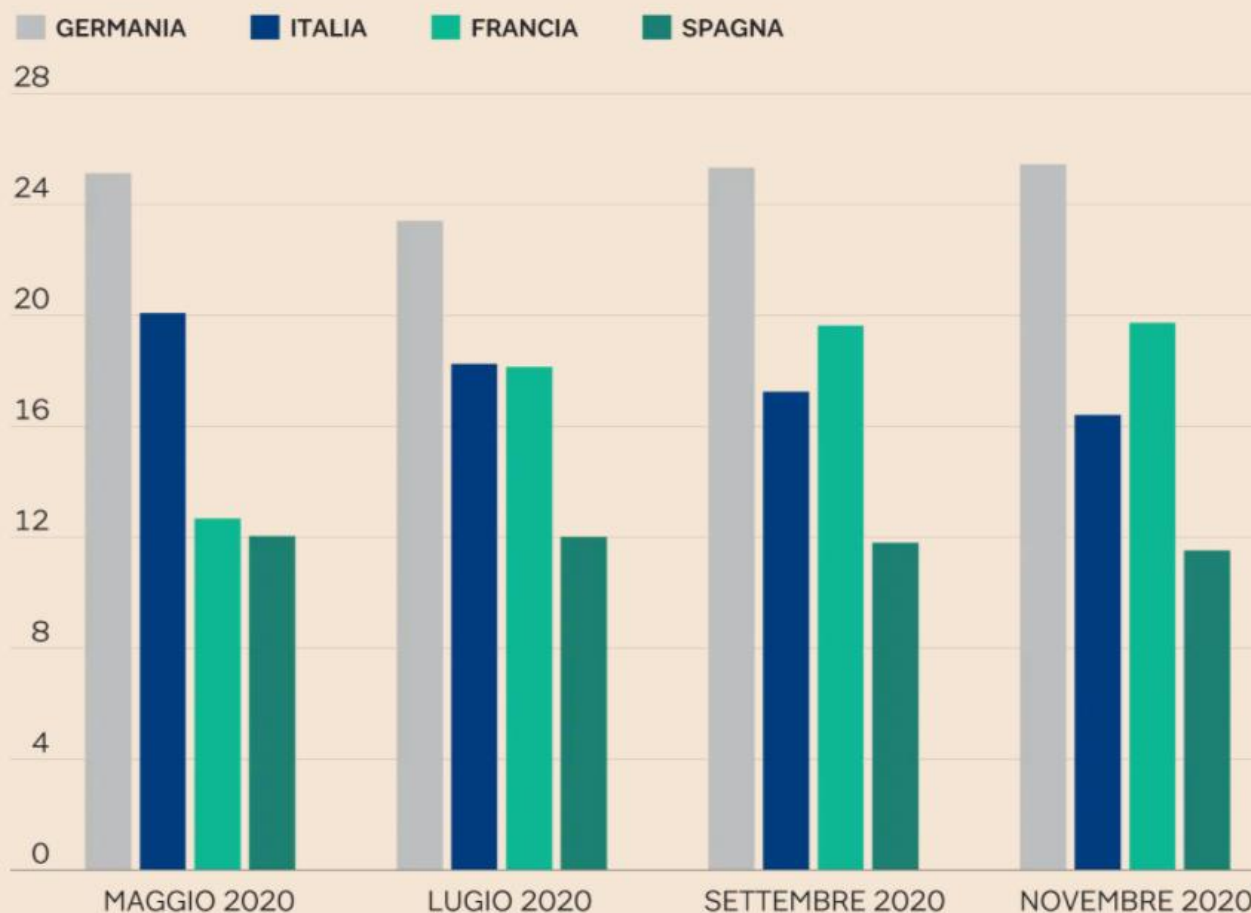
d'occhio la prevalenza della quota assegnata all'Italia (+20%) nei mesi primaverili ben al di sopra del 16,9% ammissibile secondo il criterio della *capital key*. La quota francese invece risultava intorno al 12%, un valore molto al di sotto dello standard (20%). In autunno la situazione si è ribaltata: la quota francese è salita rapidamente al 20% mentre il peso degli acquisti di *assets* italiani si è riallineato poco sopra il 16%.

Le quote per Germania e Spagna invece sono rimaste stabili e sostanzialmente allineate alle rispettive *capital keys*.

Figura 3

PEPP

Quote % di acquisto decomposte per nazionalità. (Fonte: Banca Centrale Europea)

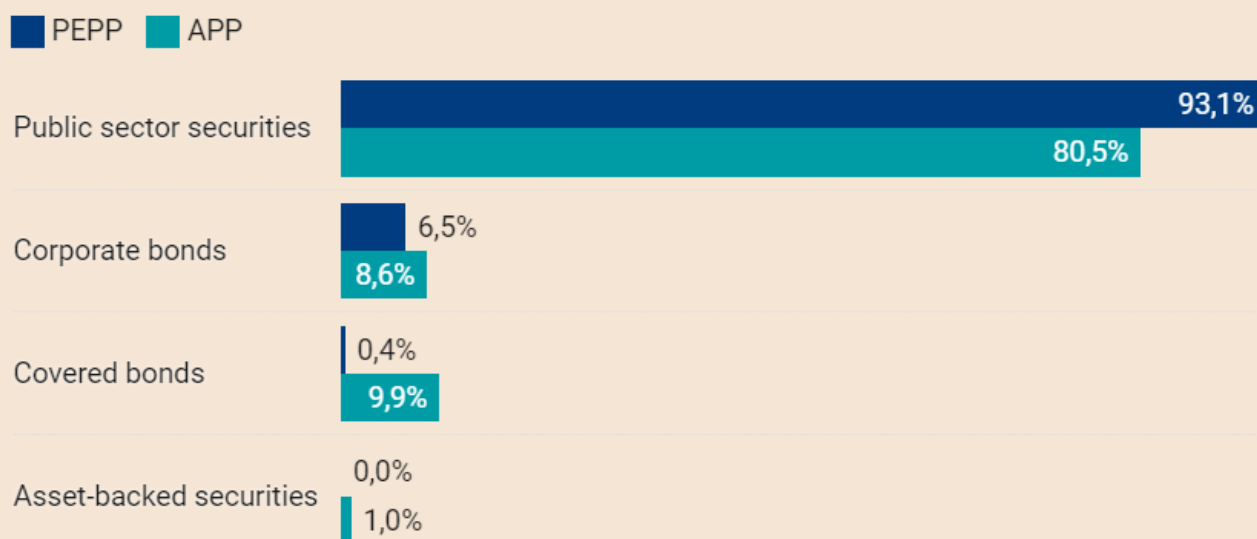


Per quanto riguarda la tipologia di *assets* acquistabili, con il PEPP la BCE ha preferito decisamente i titoli governativi. Infatti (cfr. Figura 4) il peso dei titoli pubblici nel portafoglio complessivo è significativamente più alto (93,1%) rispetto all'APP tradizionale dove la quota è sempre rimasta stabile intorno all'80%. Praticamente ignorati dal PEPP gli *Assets Backed Securities* (ABS) ed i *Covered Bonds* che rappresentano invece una quota importante del programma APP. Appare paragonabile l'incidenza del settore *corporate*, anche se attraverso il PEPP la BCE è in grado di acquistare anche carta commerciale di imprese non finanziarie (per il 50% circa della quota), una facoltà non prevista nel programma *corporate* standard (CSPP) limitato alle obbligazioni societarie.

Figura 4

BCE - PROGRAMMI DI ACQUISTO TITOLI

Decomposizione per tipologia di asset (dati novembre 2020)



Fonte: Banca Centrale Europea • Creato con [Datawrapper](#)

Verosimilmente la BCE ha concentrato il PEPP sul settore governativo per una questione di liquidità e rapidità di esecuzione. L'acquisto di un singolo ABS ad esempio richiede l'apertura di una pratica dedicata e l'analisi dello specifico profilo di rischio del titolo strutturato, una procedura non compatibile con la

situazione di emergenza per cui il PEPP è stato progettato. Anche i *covered bonds* ed in parte i titoli *corporate* richiedono verifiche preliminari di ammissibilità (*eligibility*).

De facto dunque la BCE nel corso del 2020 ha utilizzato la flessibilità del PEPP per implementare una strategia di controllo degli *spread* dei rendimenti dei titoli governativi. Si tratta di un cambio di marcia non indifferente, soprattutto se si considera che solo fino a qualche giorno prima dell'avvio del programma pandemico il Presidente Lagarde aveva dichiarato alla stampa che il ruolo della BCE non è quello di controllare i differenziali di rendimento (“*not here to close spreads*”) tra i titoli di Stato dei diversi paesi membri. Le circostanze hanno imposto altrimenti, ed i risultati non si sono fatti attendere: lo *spread* BTP-Bund è ai livelli minimi dal 2016 intorno ai 100 punti base dopo aver sfondato i 300 nel periodo più acuto della crisi pandemica a marzo. Situazione non dissimile per i BONOS spagnoli che quotano ora un rendimento di circa 50 punti più alto di quello tedesco, in calo dai 150 di marzo, ed in misura minore per i titoli governativi francesi (OAT).

LA RIVOLUZIONE DEI TASSI DUALI

Soltanto un anno fa su queste colonne mi esprimevo a favore di un'adozione da parte della BCE di un [sistema di prestiti/depositi verso il sistema bancario a “tassi duali”](#), ma si trattava di una semplice analisi teorica. Il dibattito aveva preso forma sulla scia dell'adozione del c.d. *tiering* delle riserve bancarie in eccesso, con cui in effetti la BCE aveva cominciato ad introdurre un approccio duale esentando parte dei depositi dal pagamento della “tassa” rappresentata dal tasso di interesse dello -0,5%. Questa esenzione costituiva già a tutti gli effetti un sovvenzionamento diretto al sistema bancario di natura “para-fiscale”.

Con la svolta di marzo 2020 tutto l'impianto dei prestiti agevolati alle banche (ILTRO), già attivo dal 2014, è stato rivisitato secondo un approccio duale, in maniera pervasiva.

I prestiti T-LTRO III sono stati offerti a parità di durata rispetto ai TLTRO II e con un *plafond* maggiore – ulteriormente incrementato a dicembre 2020 – ad un tasso negativo minimo dello -0,5% che, in caso del raggiungimento di determinati *target* di credito all’economia, ad un tasso del -1%.

Allo stesso tempo però la BCE non ha ridotto il tasso di deposito della stessa misura ma lo ha lasciato invariato. In questa maniera le banche hanno potuto ricevere prestiti al -1% con la condizionalità di trasferire gran parte di questo beneficio alla clientela, mentre hanno pagato sulle somme depositate in BCE un tasso più basso.

Figura 5

PRESTITI LTRO

Decomposizione per tipologia. (Fonte: Bce)



In pochissimi mesi (cfr. Figura 5) i prestiti TLTRO III hanno sostituito quasi del tutto la generazione precedente attraverso il meccanismo del “*rolling*”, cioè

l'estinzione anticipata del prestito precedente attraverso l'erogazione del successivo a condizioni più agevolate. Molto limitato è stato invece il ricorso ai prestiti non condizionali PELTRO, che offrivano maggiore flessibilità di utilizzo a fronte di un tasso di interesse meno conveniente (-0,25%), Questo risultato induce a pensare che il meccanismo di incentivo sia stato efficace e che le banche non abbiano trovato difficoltà ad ampliare il credito all'economia reale fino al raggiungimento dei *target* stabiliti dalla banca centrale.

Lo scostamento tra il tasso sui depositi e quello sui prestiti al sistema bancario rimane ancora contenuto ma il meccanismo può essere agevolmente ricalibrato nella direzione di *gap* ben più ampi: l'esperienza cinese ha mostrato come questo divario possa essere ampliato anche oltre 400 punti base in dipendenza dalla necessità di stimolare l'economia.

In definitiva, gli strumenti in campo si sono dimostrati altamente efficaci e con un potenziale molto maggiore rispetto all'utilizzo che se ne è fatto. Si poteva osare di più, ma considerando i punti di partenza di fine 2019 i cambiamenti nella politica monetaria vanno rivalutati come straordinari.

E speriamo restino permanenti, anche dopo la fine di questa lunga emergenza.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali