

LA NUOVA STRATEGIA BCE/FED: TASSI DI INTERESSE DUALI CONTRO LA RECESSIONE GLOBALE

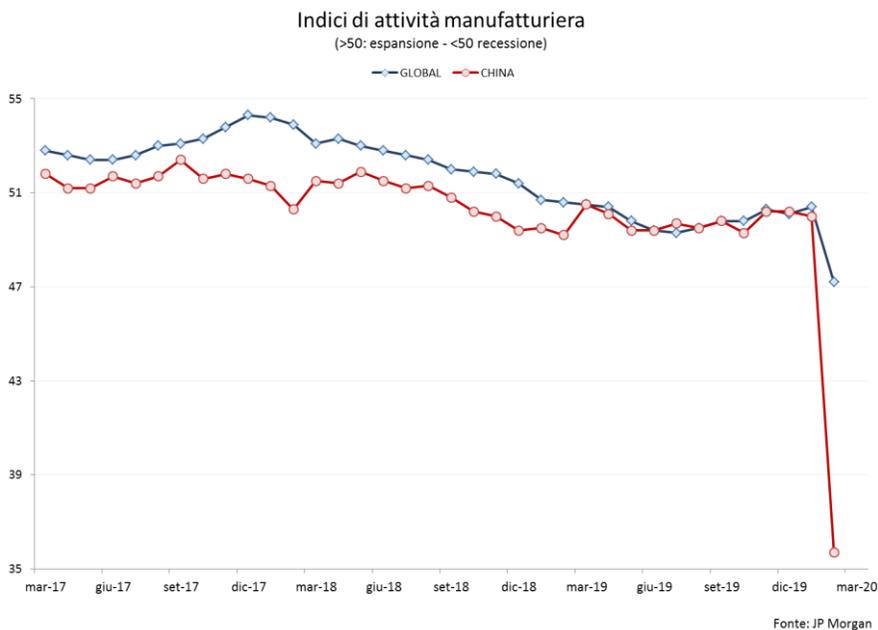
MARCELLO MINENNA

Economista

La risposta delle istituzioni economiche alla minaccia di una forte recessione globale innescata dalla pandemia sta rapidamente cambiando forma. Quasi tutti i principali Paesi europei hanno un piano di espansione fiscale in fase di lancio mentre si attende un massiccio programma di stimoli da parte del governo USA. Nel frattempo, possiamo analizzare le mosse delle principali autorità monetarie: nelle scorse 2 settimane, la *Bank of England* (BOE), la *Federal Reserve* (FED) e la Banca Centrale Europea (BCE) hanno tutte lanciato 1-2 *round* di misure a sostegno dell'economia. È quasi certo che ci saranno altri *round* di allentamento monetario: lo *shock* provocato dalla diffusione del *coronavirus* è troppo intenso e probabilmente destinato a peggiorare.

I primi dati che sono arrivati dalla Cina mostrano una contrazione dell'attività industriale di *magnitudo* paragonabile alla crisi finanziaria del 2008-2009 (cfr. Figura 1), per quanto l'efficacia delle misure di contenimento adottate dal governo cinese abbia già riportato *on-line* il 90% della capacità manifatturiera. Superata la fase post-picco della pandemia, non ci si può ragionevolmente aspettare lo stesso tipo di recupero dal resto delle economie occidentali ed emergenti, visto che l'emergenza potrebbe durare più a lungo e lo *shock* sarà esteso a tutta la rete di distribuzione merci del mondo. Allo stato attuale, dunque è lecito aspettarsi un impatto della stessa misura del 2008 su PIL ed occupazione. Le banche di investimento internazionali hanno già aggiornato le stime per il calo del PIL italiano al -3,6% annuo (nel 2009 il PIL si contrasse largo circa del -6%).

Figura 1



Guardando ai provvedimenti BCE e FED, si può dire che la banca centrale USA abbia già tarato la forza dello stimolo in risposta ad uno *shock* stile 2008: taglio dei tassi di interesse-chiave di 100 punti base (mai successo in un unico *meeting*) e riavvio in grande stile del *Quantitative Easing* (QE) con acquisto di titoli di Stato per 500 miliardi di \$ e di *Mortgage-Backed Securities* (i titoli strutturati che impacchettavano il rischio dei mutui immobiliari *subprime*) per 200 miliardi. Negli stessi giorni, la BCE non è intervenuta sui tassi di interesse (che comunque sono già a livelli negativi molto profondi) ed ha potenziato il QE solo per 120 miliardi di € fino alla fine del 2020. L'autorità monetaria europea ha fatto affidamento su una serie straordinaria di finanziamenti a tassi di interesse negativi al sistema bancario (LTRO – *Longer Term Financing Operations*) sulla falsariga di quanto già fatto all'apice della crisi del 2011.

Si doveva fare di più, ed infatti nella notte del 19 marzo la BCE – dopo un *meeting* telefonico d'emergenza – ha potenziato il QE per altri 750 miliardi varando uno specifico *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP).

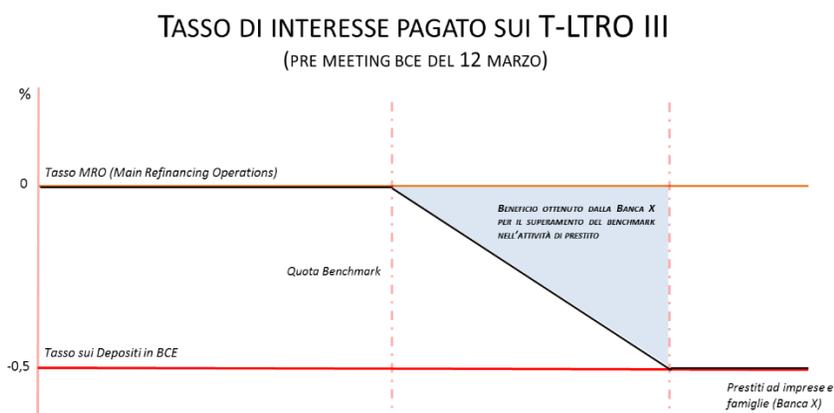
Tuttavia al momento è interessante focalizzarsi sui provvedimenti su cui c'è convergenza tra le due banche centrali, perché evidenziano un approccio innovativo alla gestione delle crisi invocato da tempo. Sia la FED che la BCE infatti hanno ritenuto di sostenere i prestiti all'economia reale

(sostanzialmente in progressivo arresto per i provvedimenti di contenimento dell'epidemia) in maniera prioritaria attraverso un approccio c.d. "duale" nella gestione dei tassi di interesse.

I TASSI DI INTERESSE DUALI

In parole semplici, come avevo già descritto qualche mese fa in un articolo per il Sole, prima del *meeting* del 12 marzo u.s. nell'area Euro era in vigore un tasso di interesse indifferenziato sia per i depositi delle banche commerciali presso la BCE e sia per i prestiti nei confronti delle banche pari allo -0,5% (compresi i prestiti agevolati T-LTRO - *Targeted Long Term Refinancing Operations*, i prestiti T-LTRO III alle banche di durata quadriennale, cfr. Figura 2). Il meccanismo prevedeva come base un tasso dello 0%; se gli istituti erogavano credito all'economia reale in quantità tale da superare dei livelli *benchmark* tarati sulla loro struttura patrimoniale, potevano ottenere di "pagare" (ricevere) un tasso di interesse fino allo -0,5%, un livello pari a quello cui vengono tutt'ora tassati i depositi bancari in BCE.

Figura 2

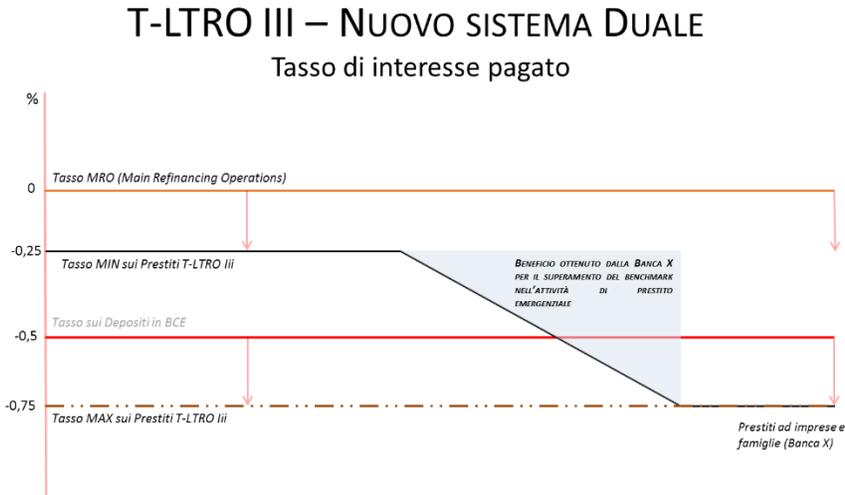


Tasso T-LTRO III MAX = Tasso sui Depositi in BCE

Questo schema è stato trasformato dai provvedimenti del 12 marzo in un sistema duale che sperabilmente amplificherà le capacità espansive dei prestiti T-LTRO. Ora i prossimi *round* di prestiti T-LTRO III (cfr. Figura 3) - sono offerti a parità di durata e con un *plafond* maggiore ad un tasso negativo minimo dello -0,25% che può arrivare, in dipendenza dal raggiungimento dei livelli *benchmark*, ad un tasso dello -0,75%. 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 potranno ricevere prestiti allo $-0,75\%$ con la condizionalità di trasferire gran parte di questo beneficio alla clientela, mentre pagheranno sulle somme depositate in BCE un tasso più basso. Si conservano quindi i benefici di uno stimolo espansivo alla crescita del credito e si limitano allo stesso tempo i principali effetti negativi della *policy* in vigore in termini di profittabilità delle banche.

Figura 3



Lo scostamento tra il tasso sui depositi e quello sui prestiti al sistema bancario è ancora contenuto, ma per la prima volta c'è; l'esperienza cinese ci mostra come questo divario possa essere ampliato di parecchio (anche oltre 400 punti base) in dipendenza dalla necessità di stimolare l'economia. Di quanto si possa intervenire nel breve termine lo mostra la FED attraverso una misura analoga: il taglio dei tassi per 150 punti base sui prestiti a brevissimo termine alle banche attraverso l'utilizzo della c.d. *discount window*, cioè per 50 punti base in più rispetto ai tassi di interesse-chiave (-100 bps). Inoltre i prestiti, che generalmente hanno una durata settimanale, sono stati estesi fino a 3 mesi proprio per incoraggiare le banche ad erogare prestiti-ponte ad imprese con problemi urgenti di liquidità.

Questo sistema duale indubbiamente implica un trasferimento di risorse finanziarie dalla BCE al sistema economico. La natura del supporto è "quasi" fiscale, perché l'erosione del margine di utile della BCE si riflette in minori profitti restituiti ai governi dell'area Euro nell'esercizio successivo. Secondo i

calcoli dell'economista britannico Christopher Marsh, i 400 miliardi di prestiti T-LTRO II ancora in essere verranno sostituiti da 785 miliardi di nuovi e più convenienti prestiti T-LTRO III ed il totale dei T-LTRO arriverà alla soglia di 1.000 miliardi. Se questi prestiti verranno trasferiti in pieno all'economia reale dell'area Euro come si spera, l'Eurosistema delle banche centrali nazionali (BCN) vedrebbe i propri utili azzerati (nel 2018 erano circa 4,5 miliardi), un evento mai successo nella storia dell'Unione monetaria. Se l'ammontare di prestiti dovesse essere maggiore di tale soglia, la BCE dovrebbe registrare addirittura delle perdite a bilancio.

LA LOGICA SOTTOSTANTE AL "PANDEMIC EMERGENCY PURCHASE PROGRAMME"

I cambiamenti posti in essere sono dunque assai rilevanti e si muovono con decisione verso una logica di maggiore *risk-sharing* tra le BCN dei Paesi membri. Meno innovazione si è vista tuttavia nella presentazione del programma di potenziamento del QE. La BCE già prevedeva l'acquisto da parte delle BCN di titoli governativi, sovrnazionali e *corporate* per una misura di 20 miliardi al mese, senza una data di chiusura prefissata del programma. Il 12 marzo è stato introdotto l'acquisto di ulteriori 120 miliardi fino alla fine del 2020, con un incremento di più del 50% dei titoli acquistabili mensilmente. Il 19 marzo, a causa del peggioramento drastico rilevato sui mercati secondari dei titoli di Stato italiani e periferici (con riflessi sulla Francia), sono stati aggiunti altri 750 miliardi, per un totale non indifferente di 1.070 miliardi di acquisti nei prossimi 9 mesi.

In generale la BCE non ha rinunciato al criterio di ripartizione degli acquisti attraverso la c.d. *capital key*, cioè la quota di partecipazione delle BCN al capitale della BCE, ma pare che la regola debba essere rispettata solo in termini tendenziali. *De facto*, la BCE ha autorizzato a deviare dal criterio delle *capital key* nel breve termine, consentendo di acquistare massicciamente i titoli pubblici italiani e di altri Paesi periferici che sono al momento maggiormente colpiti dalla crisi sanitaria.

Da quanto si apprende pubblicamente, la Banca d'Italia è già all'opera sui mercati secondari per ridurre gli *spread* tra i titoli italiani ed il resto dell'area Euro, e questo è opportuno e necessario. Tuttavia occorre rimarcare che potrebbe trattarsi di un semplice *frontloading*, cioè di un acquisto anticipato della quota concessa di titoli per singolo Paese. Secondo il criterio della *capital key* infatti, la Banca d'Italia avrebbe diritto all'acquisto ulteriore di 162 miliardi circa di BTP entro la fine del 2020.

Se questa quota dovesse essere superata per necessità di contenere lo *spread* e normalizzare le operazioni di rifinanziamento del debito pubblico, Banca d'Italia dovrebbe acquistare meno titoli dal 2021 per rientrare tendenzialmente nei limiti imposti dalla *capital key*. Addirittura se l'Italia per ragioni di necessità nei prossimi mesi dovesse assorbire oltre il 25% degli 870 miliardi aggiuntivi messi a disposizione dalla BCE, nel 2021 dovrebbe *vendere* BTP per tornare a rispettare la *capital key*. Per capire il funzionamento del meccanismo del *frontloading*, ho effettuato alcune simulazioni puramente esemplificative, ipotizzando una fine del QE corrente a dicembre 2020 (cfr. Figura 4).

Figura 4



Dall'analisi di Figura 4, si evince come un aumento degli acquisti di BTP di circa 20 miliardi al mese per 10 mesi corrisponda ad un utilizzo delle risorse messe in campo dalla BCE di circa il 25%. A questo *frontloading* dovrebbe successivamente seguire una vendita di BTP per circa 1,2 miliardi al mese nel corso del 2021 al fine di tornare a rispettare il criterio della *capital key*. In scenari più estremi, al 40% di impegno delle risorse comuni il QE per l'Italia finirebbe sostanzialmente a fine 2020 con successiva vendita di 12 miliardi al mese di BTP, mentre ipotizzando un impegno al 30% con acquisti mensili nel periodo di massima crisi al di sotto dei 30 miliardi, rimarrebbero nel 2021 circa 5 miliardi al mese da liquidare.

Il senso di questa simulazione *naif* è quello di evidenziare la fallacia della logica di utilizzare un *plafond* limitato per contenere la crescita incontrollata degli *spread* tra i titoli governativi dei Paesi membri, come d'altronde mostrato dai risultati deludenti del *Securities Market Programme*, con 220 miliardi di titoli governativi periferici acquistati durante la crisi del debito sovrano italiano del 2011-2012. Le forze di mercato potrebbero sempre superare le risorse messe a disposizione, per quanto consistenti possano apparire in prima battuta.

È necessaria la copertura incondizionata della BCE con potenziale di acquisto illimitato, con sblocco del programma OMT per ragioni di particolare emergenza a prescindere dall'opportunità o meno dell'intervento del Fondo Salva-Stati (MES). In un secondo momento post-crisi il Fondo potrebbe essere trasformato in un'istituzione specificatamente preposta a garantire il debito degli Stati sovrani. Se c'è un momento per invocare una presa di posizione della BCE così netta, è questo.