

STIMOLI E PANDEMIA**LA FORZA
EFFICACE
E TRANQUILLA
DELLA BCE**di **Marcello Minenna**

Il 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 12 mesi.

Il cuore dei provvedimenti resta il potenziamento del programma pandemico di acquisto titoli (PEPP - *Pandemic Emergency Purchase Programme*), 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 sull'acceleratore a fronte di una situazione in netto deterioramento per banche ed imprese, che avrebbe richiesto più stimoli.

LA RIVOLUZIONE SILENZIOSA DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA

Gli strumenti in campo si sono dimostrati molto efficaci e con un potenziale maggiore rispetto all'utilizzo che se ne è fatto

Per dare la giusta prospettiva non bisogna dimenticare che fino al 2019 queste misure erano oggetto più che altro di speculazioni teoriche. Le innovazioni introdotte nel 2020 sono state radicali, soprattutto se si considera la rapidità di adozione da parte di un'istituzione conservativa come la BCE.

Da un lato il programma pandemico ha stravolto 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). Il PEPP infatti concede alla BCE completa flessibilità nella determinazione del livello di acquisto necessario per ogni Paese.

In Figura si nota la prevalenza della quota assegnata all'Italia (+20%) nei mesi primaverili ben al di sopra del 16,9% ammissibile

secondo la *capital key*. La quota francese invece risultava al 12%, un valore molto al di sotto (20%). In autunno la quota francese è salita rapidamente al 20% mentre il peso degli acquisti di *assets* italiani si è riallineato intorno al 16%.

De facto la BCE ha utilizzato la flessibilità del PEPP per implementare una strategia di controllo degli *spread* dei titoli governativi. 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 un rendimento di circa 50 punti più alto di quello tedesco, in calo dai 150 di marzo, e per i titoli governativi francesi.

Dall'altro lato, i nuovi prestiti TLTRO III hanno introdotto i 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. Anche questo tasso è oggi negativo, ma fermo allo -0,5%. Se il tasso che le banche ricevono è 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 restituiti ai governi, si tratta di una misura "quasi-fiscale".

In pochi mesi i prestiti TLTRO III hanno sostituito 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%).

In definitiva, gli strumenti in campo si sono dimostrati altamente efficaci e con un potenziale maggiore rispetto all'utilizzo che se ne è fatto. Considerando i punti di partenza di fine 2019, i cambiamenti nella politica monetaria vanno rivalutati come straordinari. E speriamo siano permanenti, anche dopo questa lunga emergenza.

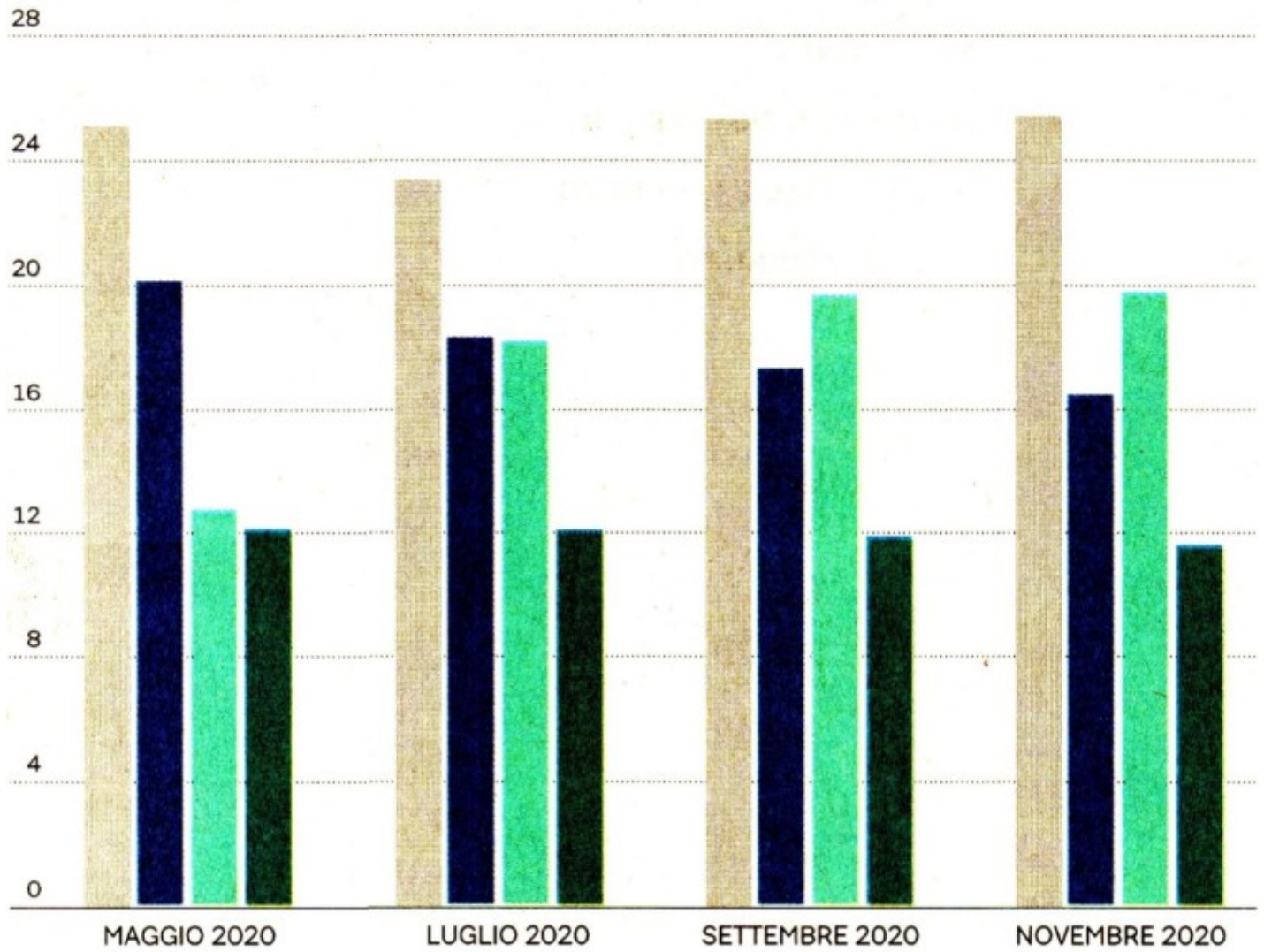
Direttore Generale dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli
 @Marcello Minenna
 Le opinioni espresse sono strettamente personali

© RIPRODUZIONE RISERVATA

L'emergenza sanitaria e l'acquisto di asset nei principali Paesi europei

PEPP - Quote % di acquisto decomposte per nazionalità

GERMANIA ITALIA FRANCIA SPAGNA



Fonte: Banca Centrale Europea