

POLITICA MONETARIA**I NODI IRRISOLTI
DEL NUOVO
BAZOOKA BCE**di **Marcello Minenna**

A dieci anni dal whatever-it-takes di Mario Draghi, luglio è ritornato un mese storico per la Bce.

Francoforte ha alzato i tassi di 50 punti base e ha presentato

il nuovo scudo anti-spread, il cosiddetto Transmission Protection Instrument o TPI. L'Eurosistema potrà effettuare acquisti mirati di titoli per salvaguardare la trasmissione della politica monetaria se questa sarà pregiudicata dal

deterioramento delle condizioni di finanziamento di un paese membro. Gli acquisti riguarderanno titoli con vita residua da 1 a 10 anni del settore pubblico (eventualmente anche privato) del paese interessato, senza limiti ex ante.

POLITICA MONETARIA**I NODI IRRISOLTI DEL NUOVO BAZOOKA DELLA BCE**

In economia però non esistono pasti gratis e il Tpi non fa eccezione. Anzitutto il peggioramento delle condizioni di funding del Paese beneficiario dovrà dipendere da dinamiche di mercato disordinate e non giustificate dai suoi fondamentali. Poi ci sono i criteri di ammissibilità: nessuna procedura per disavanzi o altri squilibri macro-economici eccessivi, rispetto degli impegni presi per accedere al Recovery Fund e timbro Bce sulla sostenibilità del debito pubblico. I criteri sono rivedibili: quindi, in teoria, se dovessero rivelarsi troppo rigidi, Francoforte potrebbe allentarli un po' (ma è possibile anche l'opposto). In più, per evitare lo stigma dei mercati, l'attivazione del Tpi non richiederà la sottoscrizione di un programma di aggiustamento macroeconomico, come previsto invece per l'altro scudo anti-spread, le Omt.

A decidere sull'attivazione sarà il Consiglio Direttivo in base a una valutazione complessiva degli indicatori di mercato e di trasmis-

sione, dei criteri di ammissibilità e a un giudizio sulla proporzionalità dell'intervento rispetto all'obiettivo della stabilità dei prezzi. Di fatto, dunque, con ampia discrezionalità. Si noti anche il richiamo al principio di proporzionalità, chiaramente teso a rassicurare i paesi core che il nuovo strumento sarà usato con la massima prudenza. Tanto più che il Tpi viola apertamente la capital key, il criterio che commisura gli acquisti di titoli di ciascun paese alla quota della rispettiva Banca Centrale Nazionale nel capitale della Bce.

Gli acquisti saranno interrotti a obiettivo raggiunto ma anche ove si reputi che i problemi di funding del paese beneficiario dipendano dai suoi fondamentali, e comunque non dovranno avere un impatto persistente sul bilancio complessivo dell'Eurosistema.

E poi c'è il tema della condivisione dei rischi (risk sharing) sui titoli acquistati: anche se non è trapelato nulla è difficile che l'assetto sia molto diverso da quello dei pro-

grammi recenti dove il risk sharing era residuale. La Bce ha peraltro precisato che il Tpi affiancherà la flessibilità nel reinvestimento dei rimborsi sui titoli del Pepp e le Omt. I dati sui reinvestimenti diffusi in settimana mostrano, in effetti, una netta prevalenza dei Paesi periferici (9,8 mld € per l'Italia) a scapito di quelli core. Quanto alle Omt, la Lagarde ha detto che serviranno contro eventuali minacce per la trasmissione della politica monetaria dovute a rischi di ridenominazione e specifiche di un Paese.

In concreto, però, i problemi di finanziamento di un Paese derivano spesso da un mix di fattori idiosincratici e reazioni disordinate e incontrollate dei mercati. Come sceglierà allora la Bce quale scudo usare? La risposta a questa domanda avrà di certo implicazioni rilevanti per l'efficacia del suo nuovo bazooka.

*Direttore Generale dell'Agenzia delle Accise,
Dogane e Monopoli*

📧 @MarcelloMinenna

*Le opinioni espresse sono strettamente
personali*

Gli strumenti anti-frammentazione della Bce

	REINVESTIMENTI PEPP	OMT	TPI
Ambito d'utilizzo	Rischi di frammentazione legati alla pandemia	Rischi di frammentazione legati a fattori <i>country-specific</i> e rischi di ridenominazione	Rischi di frammentazione dovuti a ingiustificate e disordinate dinamiche di mercato
Capacità di fuoco	Limitata	Illimitata	Illimitata
Risk sharing	Marginale	Sì	NO*
Condizionalità fiscali	NO	Rigide	Intermedie
Capital key	Ampla flessibilità	Violazione	Violazione

(*) Ipotesi dell'autore