

28 novembre 2022

Il Sole **24 ORE**

LIBERARSI DEI TITOLI DI STATO: LA POSSIBILE STRATEGIA DELLA BCE E LE SUE CONSEGUENZE

di Marcello Minenna

La lotta all'inflazione da parte della Banca Centrale Europea (BCE) registra un'*escalation* dopo i brutti dati sulla crescita in ottobre dei prezzi nell'area Euro, che mostra ancora pochi segni di rallentamento. Il *board* BCE sembra intenzionato ad avviare al più presto quella che può essere considerata la misura di politica restrittiva più impattante: la riduzione della parte dell'attivo di bilancio (4.900 miliardi di €) composta da titoli governativi e *corporate* acquistati nel corso di 7 anni di *Quantitative Easing* (QE).

L'IMPATTO INIZIALE DEL RIMBORSO DEI PRESTITI AGEVOLATI TLTRO

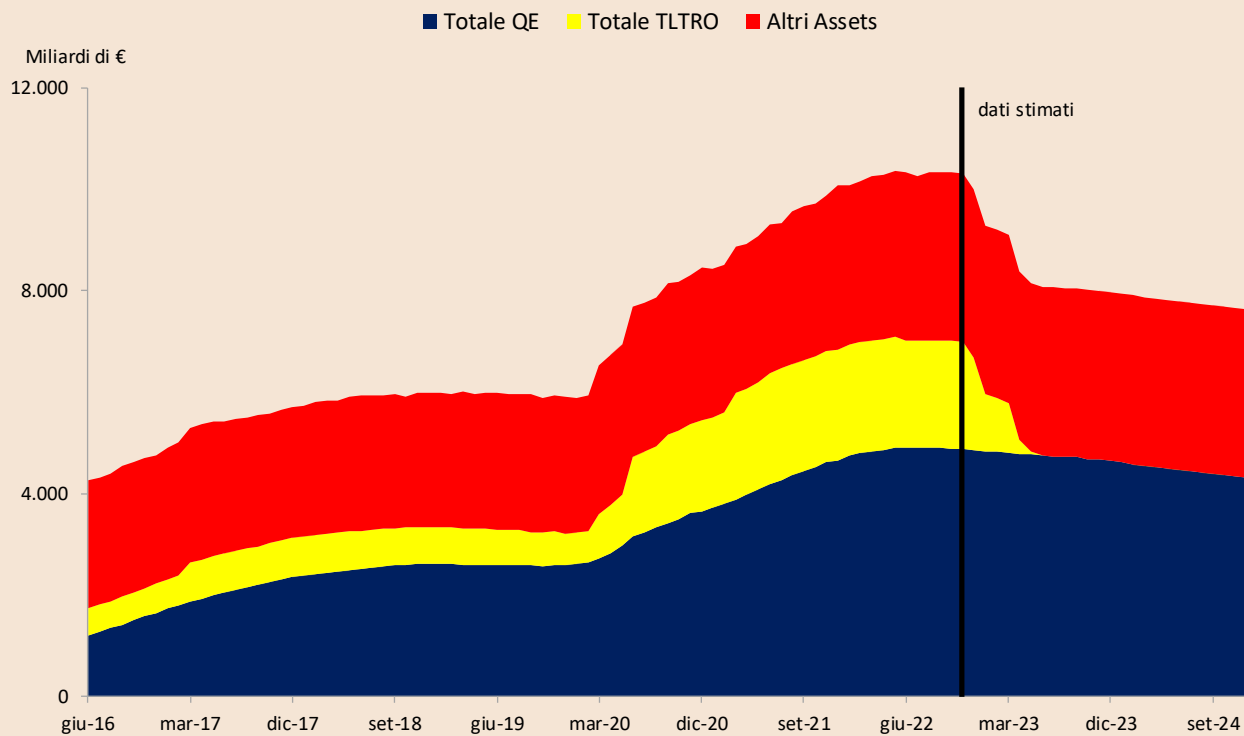
Il c.d. *Quantitative Tightening* (QT, l'inversione del processo di espansione degli attivi di bilancio) è in realtà già stato avviato il 23 novembre scorso dal rimborso anticipato di 298 miliardi di prestiti agevolati TLTRO da parte delle banche (area gialla in Figura 1). Nell'ultimo *meeting* del 27 ottobre scorso Francoforte ha varato infatti una modifica alle modalità di determinazione degli interessi su queste somme prese a prestito, che accresce notevolmente gli esborsi ed incentiva le banche alla restituzione immediata.

Ora per la prima volta dal 2014 l'attivo di bilancio della BCE inizierà a scendere, e ci si attende la completa restituzione di 2.200 miliardi di prestiti entro giugno 2023, nonostante la prima *tranche* di rimborsi sia stata inferiore a quanto atteso (500 miliardi). È plausibile la spiegazione che le banche non fossero ancora tecnicamente pronte per via del tempo limitato a disposizione tra l'annuncio e la prima finestra di rimborso. A dicembre c'è un'ulteriore data disponibile e gli

analisti si attendono che l'obiettivo intermedio di ridurre lo *stock* di prestiti di 1.000 miliardi entro la fine dell'anno sarà comunque rispettato.

Figura 1

Eurosistema - Evoluzione storica e stimata dell'attivo di bilancio



Fonte: Stime dell'Autore su dati BCE

La partenza dei rimborsi anticipati dei TLTRO aveva indotto gli analisti a ritenere meno pressante la necessità dell'avvio della riduzione dello *stock* di titoli governativi e privati in bilancio (l'area blu in Figura 1). Tuttavia negli ultimi giorni evidentemente qualcosa è cambiato nell'*attitude* degli esponenti del *board* della BCE, che appaiono più aggressivi al riguardo.

A metà dicembre verranno definite le linee-guida per la gestione del processo di riduzione e l'ala dei falchi rappresentata dal Presidente della *Bundesbank* (BuBa) Nagel prefigura un lancio della misura già da gennaio prossimo. Esponenti più moderati fanno riferimento al secondo trimestre 2023, ma comunque appare assai probabile che il QT sui titoli governativi sia operativo entro la prima metà del prossimo anno. Una bella differenza rispetto alle stime di giugno 2022, che prefiguravano l'avvio non prima della fine del 2024.

Cosa è cambiato? Voci di corridoio indicano che sia stato raggiunto un accordo di massima tra falchi e colombe del *board*: una riduzione nel ritmo di rialzo dei tassi di interesse (ragionevolmente da 75 a 50 punti base) in cambio di un'accelerazione sul dispiegamento del QT.

LE IPOTESI SUL PIATTO: STRATEGIA PASSIVA E PICCOLI PASSI INIZIALI

In ogni caso, c'è concordanza di vedute tra i vari *speaker* che si sono alternati negli ultimi giorni: il QT sui titoli sarà molto graduale, addirittura lento nella fase di avvio.

Le esperienze storiche di riduzione degli attivi di bilancio sono poche e caratterizzate da vari ordini di problemi: la *Federal Reserve* (FED) ha effettuato un tentativo tra il 2017 ed il 2019, utilizzando una tecnica di tipo passivo; in altri termini, non ha reinvestito i titoli governativi e quelli immobiliari cartolarizzati in scadenza. Una strategia di tipo attivo avrebbe previsto la vendita sul mercato secondario di titoli caratterizzati da una vita residua diversa da 0.

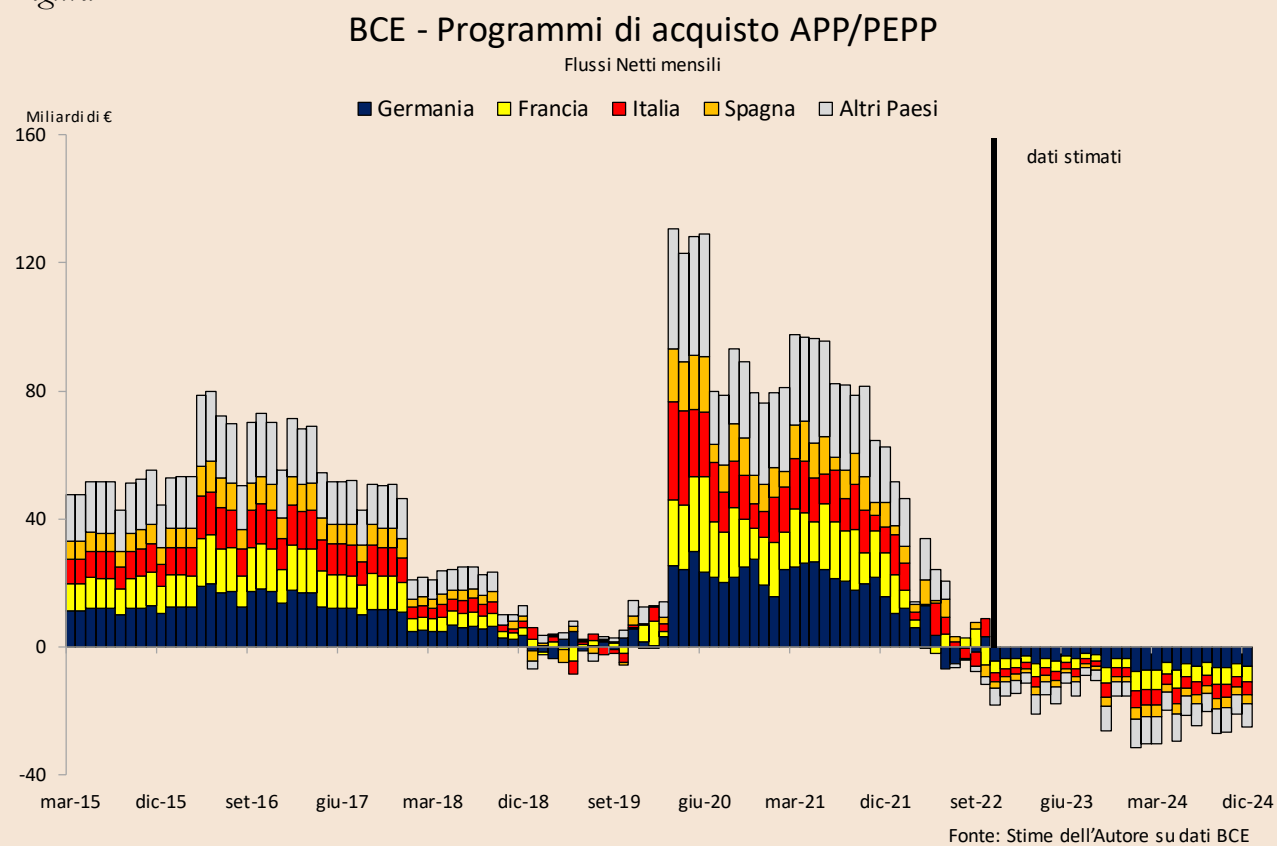
Dopo circa 2 anni ed una contrazione dell'attivo di circa il 15%, la FED ha dovuto interrompere bruscamente le proprie operazioni per via di problemi crescenti sul mercato monetario di accesso alla liquidità per le banche di piccola dimensione ed è stata costretta a lanciare una *facility* di supporto a carattere semipermanente. Simultaneamente, ha interrotto il rialzo dei tassi di interesse, ponendo bruscamente termine al ciclo di politica restrittiva.

Da maggio 2022 la FED ci sta riprovando: il ritmo di riduzione della liquidità è sensibilmente più elevato ed il timore che i problemi sul mercato monetario possano ripresentarsi rapidamente è alto. Anche nel Regno Unito, la strategia di QT appena presentata dalla *Bank of England* (BOE) è stata posticipata per via di una crisi di fiducia sul mercato secondario dei titoli governativi, in pericolosa estensione ai fondi pensione, che ha costretto alla ripresa – seppure temporanea – degli acquisti di titoli di Stato.

Dunque anche nella visione radicale del presidente della BuBa, il QT sui titoli obbligazionari sarebbe caratterizzato da una strategia di tipo passivo, ulteriormente limitata dal reinvestimento di una significativa percentuale di titoli in scadenza. Il *pool* di titoli interessati sarebbe soltanto quello afferente agli *Asset Purchase Programmes* (APP) più datati, avviati dalla BCE tra il 2015 ed il 2016, circa 2.750 miliardi di €. I 1.800 miliardi di titoli, prevalentemente governativi, acquistati tra marzo 2020 e marzo 2022 nell'ambito del programma pandemico PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) sarebbero invece esentati almeno fino a dicembre 2024.

Al fine di capire quale potrebbe essere un ragionevole percorso di riduzione dell'attivo di bilancio nei prossimi 26 mesi e valutarne il possibile impatto sui mercati, si è tenuto conto di questi riferimenti a dichiarazioni pubbliche. Si è dunque supposto l'avvio di un QT a gennaio 2023 che vada a impattare sul 50% dei titoli in scadenza, che attualmente sono reinvestiti integralmente dalla BCE. Soltanto nel 2024 si presuppone un innalzamento della percentuale al 100% dei titoli non reinvestiti (vedi Figura 2).

Figura 2



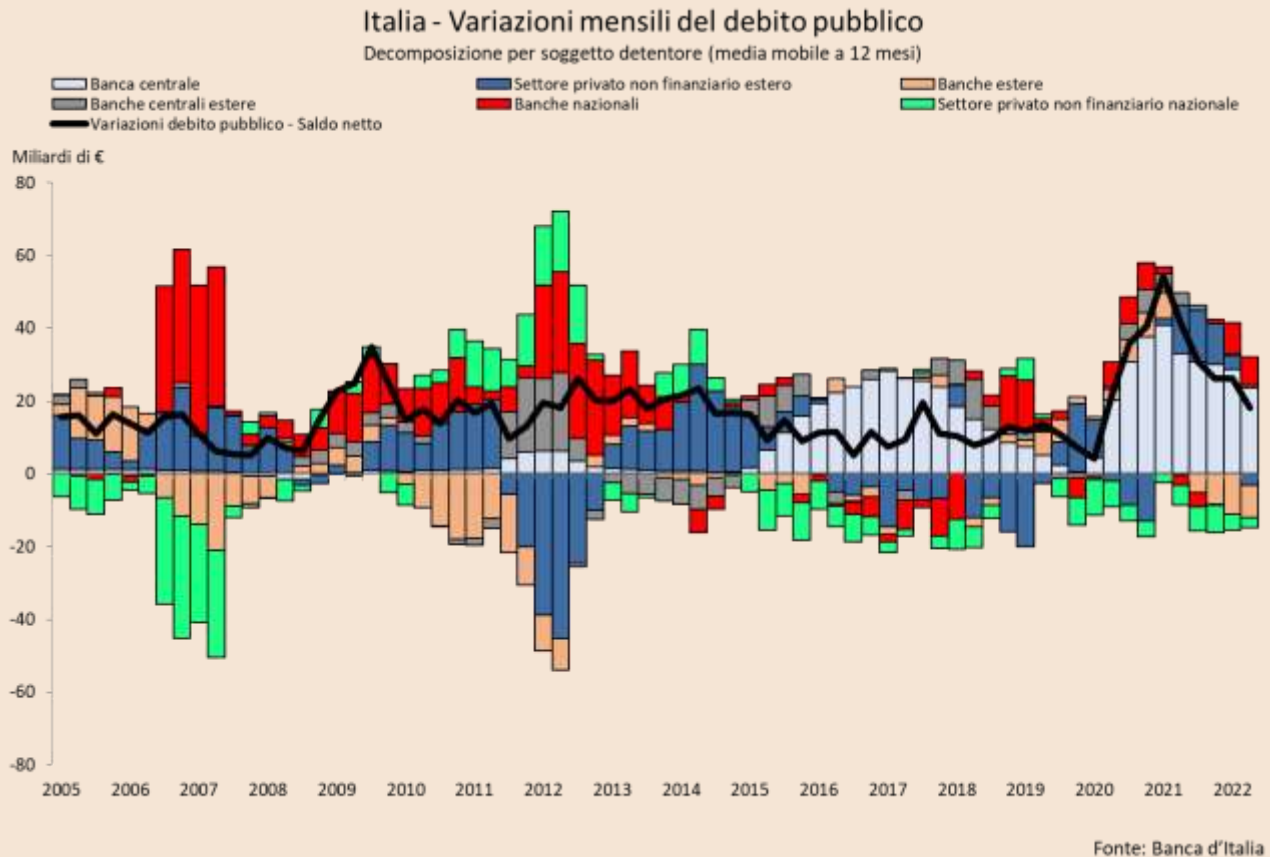
Utilizzando questi parametri nella simulazione, nel 2023 lo *stock* di obbligazioni nel portafoglio BCE si contrarrebbe di circa 180 miliardi di €, che salirebbero a 310 miliardi nel 2024. I BTP in scadenza nel 2023 corrispondono a 30 miliardi, 50 miliardi nel 2024, in totale circa 80 miliardi che non sarebbero reinvestiti in titoli equivalenti. Ad una prima analisi, la situazione appare poco impattante: se si considera che la BCE detiene 773 miliardi di € di titoli governativi italiani, la riduzione dovrebbe riguardare nel prossimo biennio soltanto il 10% dello *stock*.

SE SPARISCE L'ACQUIRENTE PRINCIPALE DEL DEBITO, COSA SUCCEDDE?

Tuttavia, a differenza dei programmi equivalenti eseguiti dalla FED e dalla BOE, il QE della BCE è stato più complesso perché ha coinvolto titoli eterogenei, per merito di credito, spessore e profondità del mercato e struttura della domanda. Si consideri l'evoluzione delle variazioni mensili del debito pubblico italiano e spagnolo decomposta per soggetto detentore, per capire le caratteristiche strutturali della domanda dei c.d. "titoli periferici" dell'area Euro (vedi Figure 3 e 4).

De facto, nel decennio del QE semipermanente, il peso della BCE sul mercato secondario dei titoli dei Paesi periferici è diventato enorme, mentre banche ed investitori privati hanno approfittato dei programmi di acquisto della banca centrale per ridurre lo *stock* di titoli governativi. In una logica di convenienza economica, è più che normale che i flussi di investimento del settore privato si siano spostati da *asset* a rendimento nullo (se non negativo) verso fondi comuni o azioni. Il punto è che questo fenomeno si è innestato in un contesto dove il debito pubblico negli anni post-crisi finanziaria si era concentrato progressivamente nelle mani di investitori nazionali.

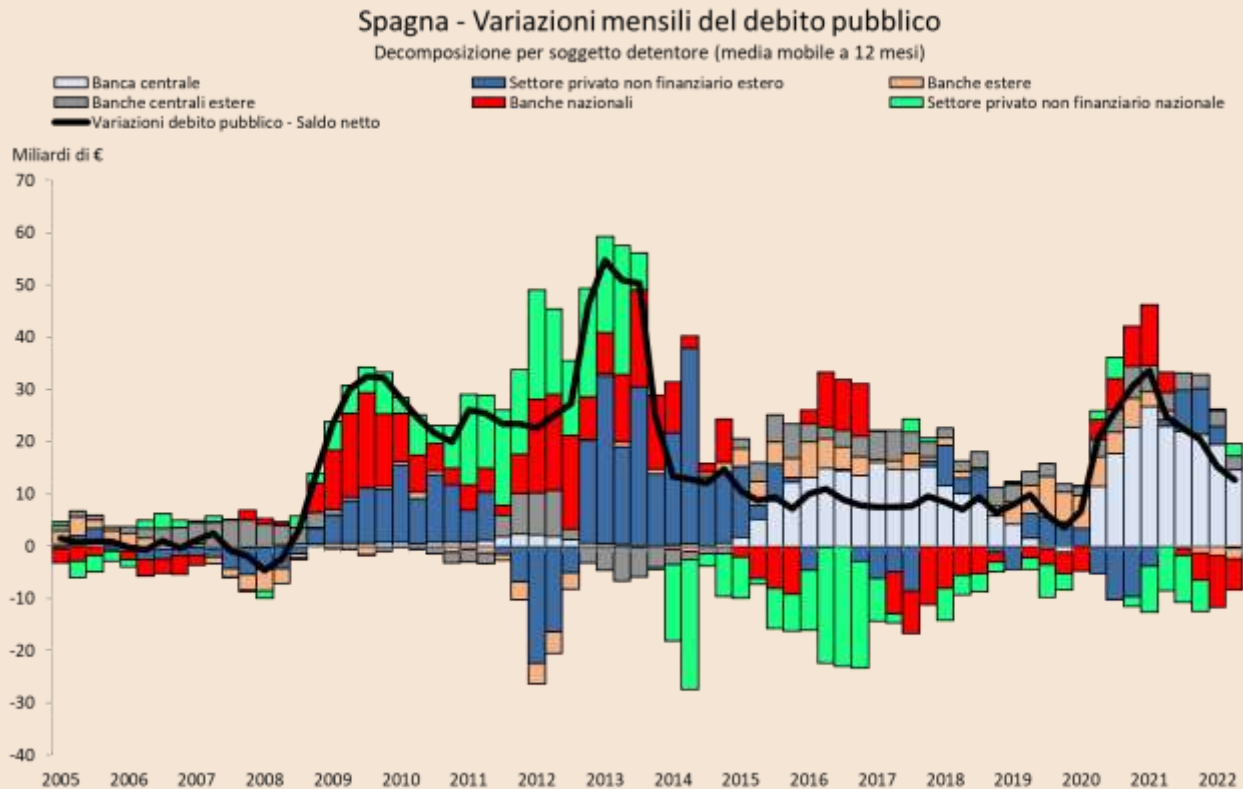
Figura 3



Dal 2015 il varo del QE sposta il fulcro della domanda di titoli governativi sulla Banca d'Italia (barre grigio chiaro). Si può osservare il primo ciclo di acquisti tra il 2015 ed il 2018 in cui praticamente tutti gli altri settori detentori effettuano un *deleveraging* del rischio sovrano (in particolare il settore privato non finanziario estero). Dopo una breve pausa nel 2019, il ciclo si ripete con maggiore intensità nel 2020-2021 in virtù dell'avvio del PEPP e della ripresa del QE. Dal picco di metà 2021 le barre grigio chiaro sono in contrazione ed in pochi trimestri è garantito che si sposteranno in territorio negativo. Chi si sostituirà a questa domanda mancante?

La Figura 4 ripete l'analisi nel caso della Spagna. L'interpretazione dei dati è simile per quanto riguarda il ruolo svolto dalla BCE.

Figura 4



Per avere un'ulteriore misura dell'impatto della domanda della BCE, si consideri che nel 2021 esso ha rappresentato il 44% dei 471 miliardi di emissioni lorde di BTP dello Stato italiano. In termini netti (al netto dei rimborsi), la domanda di debito della BCE ha superato l'offerta per 51 miliardi. Per il 2022, si stima che il peso della domanda rispetto alle emissioni lorde scenda al 22%, mentre le emissioni di BTP al netto degli ulteriori acquisti dell'Eurosistema dovrebbero essere tornate positive (+12 miliardi), anche se ancora quasi interamente coperte dalla domanda della BCE sul mercato secondario. È un cambio di passo che si può considerare già ragguardevole.

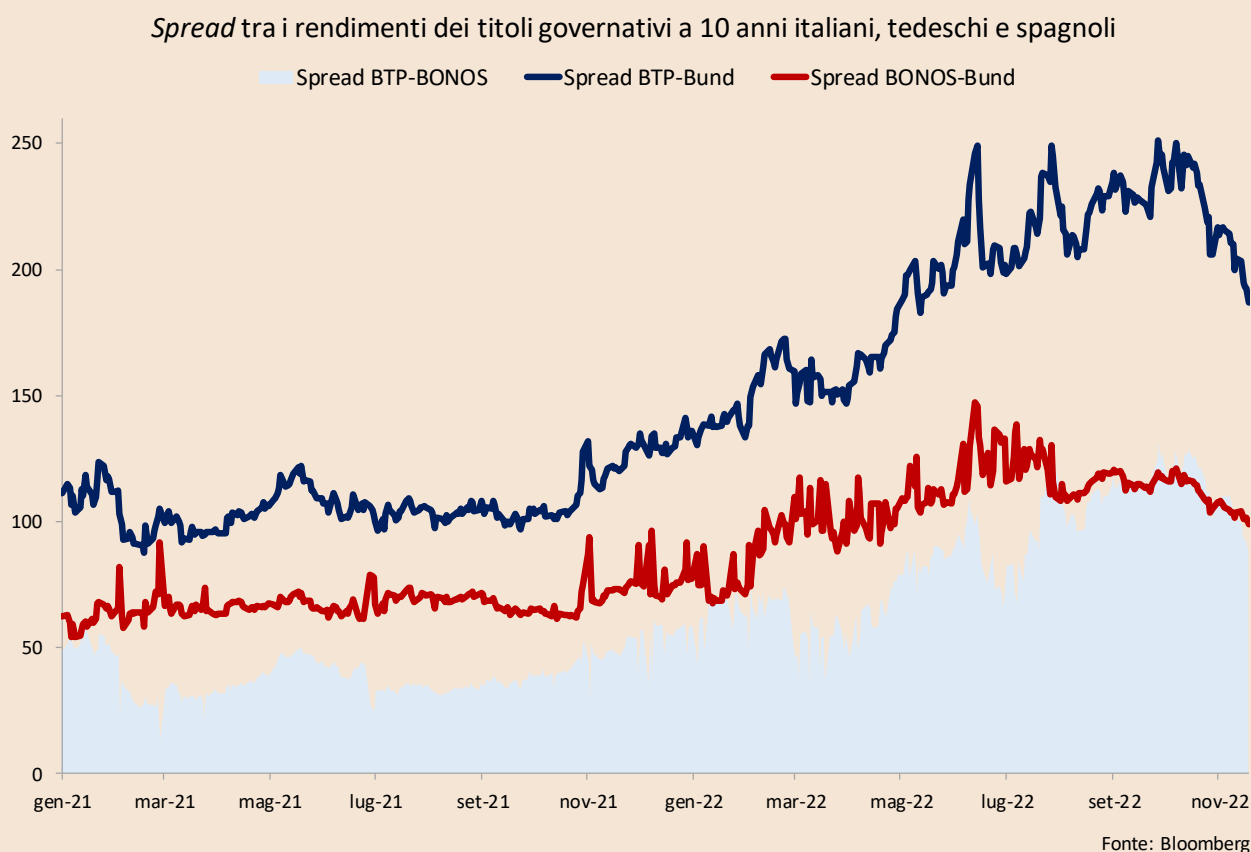
Nel 2023 le emissioni nette saliranno a 73 miliardi di € (le lorde sono stimate - da istituzioni diverse - in una forchetta tra 380 e 460 miliardi), mentre nell'ipotesi di avvio del QT con il 50% di reinvestimenti ammessi la domanda della BCE si fermerà a soli 30 miliardi.

Se si sostiene che il settore privato sostituirà la domanda della BCE, bisogna naturalmente supporre che le remunerazioni in termini di interessi dovranno salire per stimolarne la domanda. Già nel 2022 la spesa per interessi salirà a 77 miliardi di €, il 22% in più rispetto ai 63 miliardi del 2021. Proiezioni recenti (ma che non tengono conto dell’impatto ulteriore di un QT anticipato) indicano che il servizio del debito assorbirà risorse pari al 4,1% del PIL nel 2025.

CONTROLLARE LO SPREAD DURANTE IL QUANTITATIVE TIGHTENING: È POSSIBILE?

Dopo le tensioni del periodo pre-elettorale, che è stato concomitante al varo del nuovo scudo anti-*spread* TPI (*Transmission Protection Instrument*), lo *spread* tra i rendimenti dei titoli governativi italiani e quelli tedeschi/spagnoli è in tendenziale ripiegamento, anche se rimane su valori storicamente piuttosto elevati (vedi Figura 5).

Figura 5



Parte del risultato di calmieramento dello *spread* è da attribuire all'efficace funzionamento di quello che è stato definito come “primo livello” di difesa contro la frammentazione dei rendimenti dei titoli governativi: il reinvestimento flessibile delle obbligazioni in scadenza nell'ambito del programma pandemico.

Infatti tra giugno e luglio scorsi i proventi dei rimborsi sono stati quasi integralmente reinvestiti in titoli dei Paesi periferici, mentre c'è stata una riduzione netta degli *stock* attribuibili ai Paesi *core*. A tutti gli effetti dunque, è proseguito un QE *ad hoc* per BTP e *Bonos* mentre i *Bund* tedeschi sperimentavano un vero e proprio QT, anche se per importi limitati.

Dato che fino al 2024 il reinvestimento integrale dei titoli acquistati tramite il PEPP sembra confermato, il dispiegamento della prima linea di difesa sarebbe garantito. Dal 2025 però ci sarebbe un'erosione consistente della capacità di fuoco mobilitabile da questa strategia ed eventuali periodi di tensione prolungata potrebbero essere gestibili solo attraverso il TPI, che rimane una misura condizionale al rispetto del *corpus* di norme sul bilancio in via di definizione e sulla cui utilizzabilità rimangono numerosi interrogativi.

In definitiva, le prossime mosse della BCE in tema di bilancio avranno delle conseguenze parecchio rilevanti - a breve e lungo termine - sui debiti pubblici e sulla stabilità del sistema finanziario europeo. La prudenza è d'obbligo, ma si tratta comunque di *terra incognita*.

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

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali