

Il programma di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema

1. Le motivazioni, i canali di trasmissione e gli effetti iniziali del programma di acquisto di titoli pubblici e privati

Quali sono le motivazioni del programma?

Nel corso del 2014 nell'area dell'euro l'inflazione, anche al netto delle componenti più volatili come energia e alimentari, si è portata significativamente al di sotto della definizione di stabilità dei prezzi (che consiste in un tasso di crescita al di sotto ma vicino al 2%); l'attività economica ha progressivamente perso slancio. Sono aumentati i rischi di un disancoraggio delle aspettative di inflazione e dell'avvio di una spirale deflattiva. Per rispettare il suo mandato, il Consiglio direttivo della BCE ha ridotto a più riprese i tassi ufficiali, che in settembre sono scesi intorno allo zero. In giugno il Consiglio ha inoltre annunciato l'avvio delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO) e in settembre quello di un programma di acquisto di ABS emessi in seguito alla cartolarizzazione di crediti bancari a imprese e famiglie (*Asset-Backed Securities Purchase Programme*, ABSPP) e di obbligazioni bancarie garantite (*Covered Bond Purchase Programme*, CBPP3), con l'obiettivo di favorire il credito all'economia reale e di stimolare la crescita attraverso un aumento della dimensione del bilancio dell'Eurosistema.

Nel gennaio 2015, il Consiglio ha ritenuto insufficiente lo stimolo monetario conseguito mediante le misure di politica monetaria adottate fra giugno e settembre 2014. Benché queste abbiano contribuito a ridurre significativamente i costi di indebitamento del settore privato, e in particolare i tassi attivi praticati dalle banche alle imprese, l'ammontare complessivo di liquidità immessa nel circuito economico è stato inferiore alle attese iniziali e non ha dato luogo a una sufficiente espansione della dimensione del bilancio dell'Eurosistema. Le aspettative di inflazione continuavano a segnalare un ritorno su valori prossimi al 2 per cento soltanto su orizzonti molto lunghi.

Per queste ragioni e data l'impossibilità di ridurre ulteriormente i tassi ufficiali, il Consiglio ha deciso di ampliare la dimensione del programma di acquisto di titoli per finalità di politica monetaria, includendovi anche quelli pubblici.

Perché il Consiglio direttivo ha deciso di estendere il programma di acquisto ai titoli pubblici?

Un programma di acquisti diretti di titoli è efficace se si rivolge ad attività finanziarie disponibili in quantità tali da assicurare un'adequata espansione del bilancio della banca centrale e i cui rendimenti siano in grado di influenzare le condizioni dell'economia reale. Nell'area dell'euro, solo i titoli pubblici rispondono a questi requisiti. I loro rendimenti sono il riferimento per determinare i tassi di una vasta gamma di strumenti di finanziamento dell'economia privata; l'ampio spessore e la elevata liquidità del loro mercato secondario riducono i potenziali effetti distorsivi dell'azione della banca centrale sulla formazione dei prezzi di mercato.

Quali sono i canali di trasmissione all'economia degli effetti del programma?

Gli acquisti di titoli (pubblici e privati) da parte della banca centrale influenzano l'attività economica e l'inflazione attraverso diversi canali, come dimostra l'esperienza di altri paesi. Nell'area dell'euro l'importanza relativa dei diversi canali è influenzata dal ruolo preponderante del sistema bancario nel finanziamento dell'economia.

Il programma di acquisto dell'Eurosistema avrà conseguenze dirette sui rendimenti dei titoli pubblici e privati oggetto dell'intervento. Ciò determinerà un primo effetto sull'economia, poiché lo spostamento verso il basso della struttura dei rendimenti di mercato comporterà a sua volta un miglioramento delle condizioni di offerta del credito e stimolerà gli investimenti.

L'aumento della liquidità e la riduzione dei tassi di interesse favoriscono inoltre il deprezzamento del cambio (*"canale del tasso di cambio"*); ciò contribuisce a innalzare l'inflazione, evita il radicarsi di aspettative di deflazione e fornisce un ulteriore stimolo all'attività economica.

Gli investitori utilizzeranno la liquidità aggiuntiva per riequilibrare il loro portafoglio verso altre attività finanziarie più redditizie, non direttamente interessate dagli interventi della banca centrale, trasmettendo così l'impulso monetario a un ampio ventaglio di strumenti di finanziamento del settore privato (*"canale del riaggiustamento di portafoglio"*).

L'incremento del valore della ricchezza delle famiglie indotto dall'aumento dei prezzi delle attività finanziarie e, in prospettiva, di quelle reali potrà riflettersi in una maggiore crescita dei consumi (*"canale della ricchezza"*).

L'annuncio di un'espansione significativa delle dimensioni e della composizione del bilancio dell'Eurosistema potrà anche accrescere la fiducia del pubblico (*"canale della fiducia"*), stimolando consumi e investimenti, e sostenere le aspettative di inflazione (*"canale delle aspettative di inflazione"*).

Quali sono stati gli effetti iniziali dell'ampliamento del programma?

Gli effetti diretti del programma di acquisti sono già largamente manifesti nei mercati finanziari e valutari. Tra il giorno precedente la riunione del Consiglio del 6 novembre – quando il Presidente della BCE annunciò l'avvio dei preparativi necessari per l'attuazione di questa misura monetaria – e la data del suo annuncio effettivo (il 22 gennaio), i rendimenti sui titoli di Stato italiani a 10 anni si sono ridotti di circa 0,9 punti percentuali e il cambio nominale effettivo dell'euro si è deprezzato di poco meno del 7 per cento. Ulteriori effetti si potranno osservare in seguito alla graduale attivazione di altri canali di trasmissione.

2. Le caratteristiche del programma di acquisto di titoli pubblici e privati

Quali sono le principali caratteristiche del programma?

Il programma di acquisto di titoli include, oltre agli ABS e alle obbligazioni bancarie garantite (nell'ambito dell'ABSPP e del CBPP3), anche i titoli emessi dai paesi membri (*"Amministrazioni centrali"*) dell'area dell'euro, da alcune agenzie pubbliche dell'area e da talune istituzioni europee; la dimensione complessiva del programma ammonta a 60 miliardi di euro al mese. Gli acquisti saranno effettuati sul mercato secondario e proseguiranno fino alla fine del mese di settembre del 2016 e comunque fino a quando l'andamento dell'inflazione nell'area dell'euro non risulterà coerente con l'obiettivo di politica monetaria.

Gli interventi aggiuntivi rispetto a quelli effettuati nell'ambito dell'ABSPP e del CBPP3 riguarderanno obbligazioni con vita residua compresa tra 2 e 30 anni, inclusi i titoli di Stato indicizzati all'inflazione o a cedola variabile. L'Eurosistema pubblicherà con frequenza settimanale il valore aggregato degli acquisti aggiuntivi e con frequenza mensile informazioni sulla durata residua dei titoli acquistati per paese degli emittenti.

Al fine di non distorcere il processo di formazione dei prezzi di mercato e di evitare ostacoli all'eventuale applicazione di clausole d'azione collettiva (*collective action clauses*, CAC), gli acquisti dovranno rispettare la soglia del 25 per cento del valore della singola emissione e quella del 33 per cento del debito emesso da ciascun governo nazionale dell'area dell'euro, agenzia pubblica situata nell'area dell'euro o istituzione europea. Il rispetto di entrambe le soglie sarà valutato tenendo conto delle consistenze complessive detenute dall'Eurosistema anche per finalità differenti da quelle di politica monetaria.

Le obbligazioni oggetto del programma dovranno possedere i requisiti per essere accettate come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema. La lista iniziale di istituzioni internazionali e sovranazionali e di agenzie localizzate nell'area dell'euro i cui titoli potranno essere oggetto del programma di acquisti (cfr. <http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/pspp.en.html>) sarà aggiornata successivamente dal Consiglio direttivo nella riunione del 15 aprile 2015.

Al fine di preservare la liquidità e la funzionalità dei mercati, le banche centrali nazionali (BCN), in modo decentrato, renderanno disponibili le obbligazioni acquistate mediante operazioni di prestito titoli.

Come saranno ripartiti gli acquisti tra i diversi titoli?

Gli acquisti di titoli di istituzioni europee ammonteranno al 12 per cento del totale degli acquisti aggiuntivi a quelli effettuati nell'ambito dei programmi ABSPP e CBPP3; questi interventi saranno condotti dalle BCN. I restanti acquisti aggiuntivi, che riguarderanno principalmente obbligazioni emesse da Amministrazioni centrali dei paesi membri dell'area dell'euro, saranno ripartiti tra gli Stati membri in base alle quote di partecipazione delle BCN al capitale della BCE (la cosiddetta chiave capitale, pari per la Banca d'Italia a circa il 17,5 per cento). La BCE deterrà l'8 per cento delle attività aggiuntive acquistate.

Quali sono le modalità di acquisto dei titoli pubblici?

Gli acquisti di obbligazioni pubbliche saranno eseguiti dalla BCE per l'8 per cento del totale e dalle BCN per la restante parte. Nella conduzione degli acquisti si seguirà un criterio di specializzazione: ciascuna BCN sarà il primario acquirente sul mercato secondario del proprio paese, mentre la BCE acquisterà titoli di ogni giurisdizione. Le operazioni saranno effettuate con controparti abilitate a partecipare alle operazioni di politica monetaria e con quelle utilizzate dall'Eurosistema per gli investimenti di portafoglio in attività finanziarie denominate in euro.

Le modalità di acquisto dei titoli pubblici sono descritte in dettaglio sul sito della Banca centrale europea: "Implementation aspects of the public sector purchase programme" (<http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/pspp.en.html>) e "Q&A on the public sector purchase programme" (<http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/pspp-qa.en.html>).

3. Gli effetti del programma di acquisto di titoli pubblici e privati sulla struttura di bilancio, sul conto economico e sui rischi della Banca d'Italia

Quali saranno gli effetti sulla dimensione e sulla composizione del bilancio della Banca d'Italia?

Il programma determinerà un ampliamento delle dimensioni del bilancio della Banca d'Italia. All'attivo, gli acquisti accresceranno il valore dei portafogli già esistenti; al passivo, nell'immediato essi determineranno una crescita dei depositi detenuti dalle banche presso la banca centrale.

L'ammontare complessivo degli acquisti, inclusi quelli che saranno effettuati nell'ambito dell'ABSPP e del CBPP3, determinerà entro il settembre del 2016 una crescita del bilancio della Banca d'Italia dell'ordine del 30 per cento rispetto al dicembre del 2014. I titoli di Stato italiani che saranno acquistati dalla Banca d'Italia ammonteranno a circa 130 miliardi; includendo le operazioni che saranno effettuate dalla BCE, gli acquisti complessivi di titoli pubblici del nostro Paese saliranno a circa 150 miliardi.

Quale sarà la valutazione contabile dei titoli acquistati?

In base alle regole contabili dell'Eurosistema, i titoli acquistati nell'ambito del programma saranno iscritti al costo ammortizzato al netto delle eventuali riduzioni di valore dovute a *impairment*. Ciò significa che il valore di bilancio del portafoglio non risentirà delle oscillazioni dei prezzi di mercato successive agli acquisti. Al fine di garantire la necessaria trasparenza, il valore di mercato (il cosiddetto *fair value*) sarà pubblicato nella nota integrativa al bilancio della Banca d'Italia.

Quali sono le regole sulla ripartizione del rischio connesso con l'acquisto di titoli pubblici?

Il Consiglio direttivo ha deciso che i rischi relativi ai titoli di istituzioni europee e a quelli acquistati direttamente dalla BCE saranno ripartiti in base alla chiave capitale. I restanti acquisti da parte delle BCN non saranno invece sottoposti a tale regime. Nel complesso il 20 per cento degli acquisti aggiuntivi sarà soggetto a un regime di ripartizione del rischio.

Quali sono i rischi per il bilancio della Banca d'Italia e le misure volte a contrastarli?

Il programma di acquisto di titoli amplierà la dimensione del bilancio della Banca d'Italia, ma non muterà in misura significativa la natura dei rischi cui essa è esposta. In particolare, i rischi di mercato potrebbero materializzarsi nel caso in cui i titoli dovessero essere venduti prima della scadenza a prezzi inferiori rispetto a quelli di iscrizione in bilancio. L'esposizione ai rischi è valutata dalla Banca d'Italia in maniera sistematica, in particolare ai fini della redazione del bilancio annuale. In quella occasione vengono valutati gli accantonamenti necessari per adeguare i mezzi propri alle dimensioni e alla rischiosità del bilancio, al fine di preservare la solidità patrimoniale dell'Istituto e la sua indipendenza finanziaria.

Quali saranno gli effetti sul conto economico?

La redditività della Banca d'Italia dipenderà dalla struttura per scadenza degli investimenti e dall'andamento futuro dei tassi ufficiali. Nei primi anni il margine di interesse aumenterà, in quanto il rendimento dei titoli da acquistare è mediamente superiore ai tassi ufficiali; la redditività sarà inoltre sostenuta dall'accresciuta dimensione del bilancio.

Roma, 9 marzo 2015