

Come funzionano gli acquisti di titoli pubblici della BCE?

di Edoardo Frattola
18 maggio 2020

La recente sentenza della Corte Costituzionale tedesca ha riacceso i riflettori sul funzionamento del programma di acquisto di titoli pubblici da parte della BCE, il Public Sector Purchase Programme (PSPP) avviato nel marzo 2015. In questa nota riassumiamo le caratteristiche di questo programma e le novità del Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) introdotto per far fronte all'emergenza coronavirus.

* * *

Quanti e quali titoli vengono acquistati con il PSPP?

Il Public Sector Purchase Programme (PSPP) è uno dei quattro componenti dell'Asset Purchase Programme (APP), il "Quantitative Easing" della BCE: accanto agli acquisti di titoli pubblici, infatti, negli ultimi anni la BCE ha avviato programmi di acquisto anche di obbligazioni bancarie garantite (Covered Bond Purchase Programme, CBPP3), titoli emessi in seguito alla cartolarizzazione di prestiti bancari (Asset-Backed Securities Purchase Programme, ABSPP) e obbligazioni del settore privato (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP).

A fine aprile 2020, lo stock di titoli acquistati dalla BCE nell'ambito del suo APP ammontava ad oltre 2.800 miliardi di euro. Di questi, circa l'80 per cento sono titoli pubblici. Il ritmo degli acquisti mensili dell'APP è variato nel corso del tempo, oscillando tra un massimo di 80 miliardi al mese (nel periodo aprile 2016 – marzo 2017) e un minimo di 15 miliardi al mese (tra ottobre e dicembre 2018). Tra gennaio e ottobre 2019 i nuovi acquisti sono stati interrotti, ma si è continuato a reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza. Gli acquisti sono poi ripresi a partire dal novembre 2019 a un ritmo di 20 miliardi al mese, a cui dallo scorso 12 marzo sono stati aggiunti, come prima risposta all'emergenza coronavirus, 120 miliardi complessivi per il resto dell'anno. Il 24 marzo il Consiglio direttivo della BCE ha poi introdotto un ulteriore programma straordinario di acquisto di titoli sia pubblici che privati (Pandemic Emergency

Purchase Programme, PEPP) del valore di 750 miliardi di euro; questo programma non rientra nell'APP, ma lo affianca temporaneamente con caratteristiche parzialmente diverse (vedi sotto).

Per quanto riguarda la composizione dei titoli che possono essere acquistati, il regolamento del PSPP prevede che il 10 per cento degli acquisti annuali riguardi titoli emessi da "organizzazioni internazionali e banche multilaterali di sviluppo idonee" situate nell'Eurozona (per esempio la BEI), mentre il restante 90 per cento è costituito da titoli di Stato o obbligazioni emesse da amministrazioni locali e "agenzie riconosciute" dei paesi membri (per esempio CDP). Tutti i titoli devono avere una scadenza residua minima di 1 anno e massima di 30 anni al momento del loro acquisto.¹

Come sono ripartiti gli acquisti tra i paesi dell'Eurozona?

Al netto del 10 per cento di titoli di organizzazioni internazionali e banche multilaterali di sviluppo, il restante 90 per cento è ripartito tra i 19 paesi dell'Area Euro sulla base della cosiddetta *capital key*, ovvero la quota del capitale della BCE detenuta da ciascuna banca centrale nazionale.² All'Italia, che ha una *capital key* del 17 per cento, va quindi il 17 per cento degli acquisti di titoli di Stato, amministrazioni locali e agenzie riconosciute, alla Francia il 20,4 per cento, alla Germania il 26,4 per cento e così via.

Chi effettua gli acquisti e in che modo?

Gli acquisti del PSPP sono effettuati per il 10 per cento dalla BCE stessa e per il 90 per cento dalle singole banche centrali nazionali (BCN). In particolare, a livello nazionale si applica un "criterio di specializzazione", per cui ciascuna BCN acquista solo titoli emessi nel proprio paese (quindi la Banca d'Italia acquista titoli italiani, la Bundesbank titoli tedeschi ecc.). Il grosso dei titoli pubblici nazionali è quindi nel bilancio della propria banca centrale nazionale, ma una parte è presente anche nel bilancio della BCE.

¹ Si veda https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex_32020d0188_it_txt.pdf.

² Più correttamente, si considera come totale il capitale della BCE detenuto dai paesi dell'Eurozona, ignorando quindi la quota detenuta dai paesi membri dell'UE che non hanno adottato l'euro. Il capitale totale della BCE è pari a 10,8 miliardi, di cui 8,8 miliardi conferiti dalle 19 banche centrali nazionali dei paesi dell'Eurozona e 2 miliardi dalle 8 banche centrali nazionali dei paesi con valuta diversa dall'euro. Un errore spesso commesso è quello di riportare la *capital key* calcolata rispetto al totale invece di quella che si riferisce ai soli componenti dell'Eurozona.

Ad alcune BCN spetta anche l'acquisto dei titoli delle organizzazioni internazionali e delle banche multilaterali di sviluppo, che non possono essere effettuati direttamente dalla BCE.³

Gli acquisti avvengono sul mercato secondario, dato che l'art. 123 del TFEU vieta alla BCE e alle BCN di acquistare titoli pubblici sul mercato primario. Sul secondario, la BCE e la BCN operano come "normali" investitori privati, acquistando i titoli da controparti ritenute idonee e cercando di intervenire nel modo più neutrale possibile rispetto alle condizioni di mercato. A questo provvedono anche alcune restrizioni:

- per non influenzare troppo i prezzi dei titoli sul mercato primario, attorno alla data di emissione di nuovi titoli la BCE e le BCN devono rispettare un "blackout period" in cui non possono effettuare acquisti di titoli pubblici; i dettagli sulla durata di questo blocco non vengono resi noti, ma dovrebbe trattarsi di alcuni giorni;
- per ciascun titolo, BCE e BCN non possono acquistare più del 33 per cento del valore totale dell'emissione (50 per cento per titoli sovranazionali); questo limite è stato però sospeso per gli acquisti del PEPP (vedi sotto);
- BCE e BCN non possono detenere più del 33 per cento del debito pubblico in circolazione di ciascun paese (50 per cento per il debito di organizzazioni internazionali e banche multilaterali di sviluppo);⁴ anche questo tetto è stato sospeso per il PEPP.

Come sono ripartiti i redditi e i rischi legati ai titoli acquistati?

La ripartizione dei redditi e la condivisione dei rischi che derivano dall'acquisto di titoli pubblici nell'ambito del PSPP dipendono dalla tipologia del titolo in questione (Tav. 1).

Per i titoli pubblici nazionali acquistati dalle BCN, il rischio per ciascun titolo è in capo alla BCN che lo detiene. Quanto agli interessi che maturano su questi titoli, la quota che rimane nel bilancio della singola BCN dipende dal valore vigente del cosiddetto "tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali" deciso dalla BCE:⁵ di norma, alla BCN spetta la differenza tra il

³ In particolare, al momento si occupano degli acquisti di titoli sovranazionali le banche centrali di Francia, Spagna, Grecia, Estonia, Lettonia e Slovenia.

⁴ Più correttamente, la quota massima si applica al totale dei titoli in circolazione con scadenza residua compresa tra 1 e 30 anni.

⁵ Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali è il tasso di interesse corrisposto dalle banche quando assumono prestiti dalla BCE per la durata di una settimana.

rendimento dei titoli detenuti e questo tasso di interesse; tuttavia, poiché dal 2016 questo tasso è pari a zero, di fatto tutti gli interessi che maturano su questa tipologia di titoli rimangono alla BCN.

Diverso è il discorso per le altre tipologie di titoli pubblici. Per i titoli nazionali acquistati dalla BCE, i rischi sono condivisi e i redditi che maturano finiscono nel bilancio della BCE, per poi essere redistribuiti alle BCN in base alla *capital key* al momento della distribuzione dell'utile di esercizio. I rischi sono condivisi anche per i titoli sovranazionali, i cui interessi vengono ripartiti tra le BCN in base alla *capital key*. Complessivamente, quindi, la quota di condivisione del rischio all'interno del PSPP è pari al 20 per cento degli acquisti totali.

Tav. 1: Caratteristiche del PSPP

Tipologia di titoli	Modalità di acquisto	Ripartizione dei redditi	Condivisione dei rischi
Titoli di Stato o emessi da amministrazioni locali e agenzie riconosciute	80% Acquistati dalle BCN	I redditi vengono ripartiti in base al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali in vigore; la differenza tra quest'ultimo e il rendimento effettivo dei titoli rimane a carico delle singole BCN	Non condivisi
	10% Acquistati dalla BCE	I redditi confluiscono nel conto economico della BCE e concorrono alla formazione dell'utile distribuibile alle BCN	Condivisi
Titoli emessi da organizzazioni internazionali e banche multilaterali di sviluppo	10% Acquistati da alcune BCN	I redditi sono ripartiti tra le BCN in base alla <i>capital key</i>	Condivisi

Fonte: Banca d'Italia

Cosa cambia con il PEPP?

Il Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), lanciato lo scorso 24 marzo, è un programma temporaneo e aggiuntivo rispetto all'APP. Ha una dotazione complessiva di 750 miliardi e prevede l'acquisto di tutte le tipologie di titoli che possono essere acquistate nell'ambito dell'APP (quindi titoli sia pubblici sia privati).⁶ A fine aprile, il valore dei titoli acquistati con il PEPP ammontava a 119 miliardi.

⁶ In aggiunta, possono essere acquistati dal PEPP anche i titoli di Stato emessi dalla Grecia, esclusi invece dal PSPP.

Per quanto riguarda l'acquisto di titoli pubblici, le caratteristiche e il funzionamento del PEPP sono analoghi a quelli del PSPP, ma con alcune restrizioni in meno:⁷

- la scadenza residua minima scende da 1 anno a 70 giorni;
- benché il criterio per la ripartizione degli acquisti tra paesi rimanga la *capital key*, è espressamente previsto che gli acquisti “saranno condotti in maniera flessibile, consentendo fluttuazioni nella distribuzione dei flussi di acquisto [...] tra giurisdizioni”;
- gli acquisti di titoli pubblici nell'ambito del PEPP non contano ai fini del rispetto dei limiti del 33 per cento per la singola emissione e per il totale del debito nazionale in circolazione previsti per il PSPP e discussi in precedenza (non vale neppure il tetto del 50 per cento per i titoli sovranazionali).

⁷ Si veda https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex_32020d0440_it_txt.pdf.