

La Bundesbank acquista titoli di Stato tedeschi sul primario?

di Raffaella Palomba

4 maggio 2020

La risposta è no. La Bundesbank agisce senza che vi sia alcuna violazione del divieto di acquisto di titoli di Stato sul primario. Vediamo come.

* * *

Fin dal Trattato di Maastricht, l'acquisto diretto di titoli di Stato da parte delle banche centrali nazionali degli Stati membri e della BCE è vietato.¹ Il divieto, ribadito dall'art. 123 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFEU), si traduce, nella pratica, nell'impossibilità per tutte le banche centrali degli Stati membri di procedere all'acquisto di titoli di debito dello Stato sul mercato primario.² Quest'ultimo è il mercato sul quale vengono collocati in prima battuta i titoli di nuova emissione e, nel caso dei titoli di Stato, funziona principalmente attraverso il meccanismo delle aste. In Italia viene utilizzato, tranne che per i BOT, il metodo dell'asta marginale, la quale prevede che gli investitori facciano le loro proposte di prezzi e rendimenti che sarebbero disposti rispettivamente a pagare e a ricevere, dopo di che le proposte vengono messe in ordine decrescente di prezzo e si procede all'attribuzione dei titoli agli investitori secondo quest'ordine, fino al soddisfacimento della domanda. I titoli così collocati vengono venduti al prezzo più basso (e dunque al rendimento più alto) tra quelli proposti dagli investitori che si sono aggiudicati i titoli. Per i BOT viene invece utilizzato il meccanismo dell'asta competitiva in cui ogni richiesta viene aggiudicata al prezzo e rendimento proposto dagli operatori.³

1 Art. 104 del Trattato <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:11992M/TXT&from=IT>.

2 <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:12012E/TXT:IT:PDF>.

3 Alcuni sostengono che l'aggiudicazione al prezzo marginale comporta un "regalo" agli acquirenti perché questi (tranne gli acquirenti marginali) si sarebbero dichiarati pronti a comprare a un prezzo più elevato. Questa tesi però assume erroneamente che i prezzi offerti siano indipendenti dal metodo dell'asta. Nell'asta marginale, proprio perché gli acquirenti sperano comunque di comprare a un prezzo più basso di quello offerto (il prezzo marginale) gli operatori tendono ad offrire prezzi più alti (si veda, per esempio, Leonardo Bartolini e Carlo Cottarelli "Designing Effective Auctions for Treasury Securities", Current Issues in

Nel caso della Germania, l'asta competitiva viene utilizzata per il collocamento dei titoli di Stato sul mercato primario. Quando i bund sono emessi vengono stabiliti un limite massimo e un limite minimo del rendimento offerto (cioè del rendimento che il governo tedesco è disposto a pagare su quei titoli) entro i quali possono essere presentate le proposte da parte degli investitori interessati. Nel caso tedesco, il Ministero delle Finanze non presta molta attenzione ad evitare che non tutti i titoli offerti vengano collocati. Questo perché i bund sono considerati tra i titoli più affidabili e la mancata vendita di una parte di essi non verrebbe considerata come un segnale negativo da parte dei mercati finanziari. Accade quindi spesso che la domanda di bund sia insufficiente a coprire l'offerta. In questi casi, la Bundesbank interviene per prelevare i titoli in eccesso. Questo vuol dire forse che la Germania viola il TFEU? Assolutamente no. La Bundesbank, difatti, agisce semplicemente come un agente del Ministero delle Finanze, ossia come un venditore per conto del Ministero. Infatti, non acquista i titoli ma li tiene in custodia su incarico della Agenzia del debito nazionale (Finanzagentur) per poi ricollocarli sul mercato secondario per la vendita. Se dovessero restare invenduti anche in questo secondo caso, il governo non riceverebbe alcun pagamento per quei titoli. In media i titoli interessati da questa operazione costituiscono circa il 20 per cento di quelli offerti, anche se in situazioni di turbolenza finanziaria, in cui gli investitori richiedono rendimenti più elevati, la quota ha raggiunto anche il 40 per cento (fine novembre 2011).

Dunque non è corretto affermare che la Germania non rispetti il divieto di acquisto diretto dei titoli di debito da parte della propria banca centrale nazionale sancito dal TFEU. Come si è detto, la possibilità per la Germania di operare in tal modo deriva principalmente dal fatto che i conti pubblici tedeschi sono solidi e, dunque, la presenza di titoli invenduti non determina reazioni negative da parte dei mercati secondari. Nel caso dell'Italia, probabilmente la mancanza di domanda necessaria a collocare i titoli sul mercato primario produrrebbe un effetto segnale negativo, che si cerca di evitare con una maggiore attenzione ai volumi offerti alle aste.