



## L'impatto sul finanziamento del deficit pubblico italiano del Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) della Banca Centrale Europea

di Osservatorio CPI

19 marzo 2020

*Dopo l'annuncio dell'introduzione del nuovo programma PEPP si può stimare che oltre due terzi dei titoli emessi dallo Stato italiano nel resto di quest'anno potranno essere acquistati dalla BCE.*

\* \* \*

Da qui alla fine dell'anno arriveranno a scadenza 255 miliardi di titoli di Stato.<sup>1</sup> Occorreranno anche emissioni per finanziare il nuovo deficit. Questo potrebbe salire al 5 per cento del Pil, ossia circa 90 miliardi.<sup>2</sup> Il totale delle emissioni per il resto di quest'anno potrebbe essere quindi di circa 345 miliardi. A fine gennaio le riserve sul conto corrente di Tesoreria erano però a un livello molto alto (grazie a forti emissioni a gennaio), circa 76 miliardi. Parte di questi (diciamo 20 miliardi) potrebbero essere usati per ridurre le emissioni di nuovi titoli. Il totale scenderebbe quindi a 325 miliardi.

---

<sup>1</sup> Di questi quasi 100 miliardi sono BOT. Questi sono considerati una volta sola (anche per i titoli a 3 e 6 mesi) perché, se acquistati dalla BCE, possono essere rinnovati senza incidere sul tetto totale degli acquisti, perché il programma di Quantitative Easing comprende il rinnovo dei titoli in scadenza detenuti dalla BCE.

<sup>2</sup> Il deficit previsto quest'anno era del 2,2 per cento. Ipotizzando una caduta del Pil del 2 per cento, contro una crescita prevista dello 0,6 per cento, l'aumento del deficit dovuto alla perdita di entrate e a un aumento automatico della spesa (i cosiddetti "stabilizzatori automatici") potrebbe ammontare all'1 per cento del Pil (anche di più se l'inflazione scendesse al di sotto delle previsioni). Si salirebbe al 3,2 per cento. Le misure finora prese valgono l'1,1 per cento del Pil e il governo ha già annunciato la volontà a prendere misure per una "fase due" mirata al rilancio dell'economia. Ipotizzando misure di pari ammontare, il deficit salirebbe al 5,4 per cento del Pil. Il miglior andamento delle entrate nel 2019 (per uno 0,5 per cento del Pil) potrebbe però avere un effetto anche nel 2020. Il deficit per il 2020 potrebbe quindi attestarsi al 4,9 per cento del Pil.

Il programma di acquisti di titoli da parte della BCE da qui alla fine dell'anno era già di circa 300 miliardi prima della decisione annunciata la sera del 18 marzo di lanciare il Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP) di 750 miliardi. Gli acquisti della BCE sono ora saliti a 1050 miliardi. Di questi, circa il 17 per cento potrebbe andare all'Italia, sulla base della cosiddetta *capital key*.<sup>3</sup> Si tratta di circa 180 miliardi. A questi si devono aggiungere gli acquisti di titoli di Stato italiani detenuti dalla BCE che scadranno durante l'anno. Assumendo che questi rappresentino il 15 per cento del totale dei titoli in scadenza, si tratta di altri 35 miliardi circa, per un totale di 215 miliardi. In linea di principio, una parte di questi potrebbero essere anche utilizzati per acquistare titoli emessi dal settore privato. Ma si può dire che gli acquisti di titoli emessi dal governo italiano da parte della BCE potrebbero arrivare per il resto dell'anno a questa cifra. Se così fosse, il 66 per cento dei titoli emessi potrebbe essere acquistato dalla BCE.

---

<sup>3</sup> Il comunicato stampa della BCE indica che il benchmark per l'allocazione degli acquisti di titoli resterà la *capital key* (la quota italiana nel capitale della BCE). Tuttavia, gli acquisti saranno effettuali con una certa flessibilità nel tempo, per tipi di attività e tra diversi paesi. Presumibilmente, quindi, una deviazione dal benchmark sarà possibile anche se forti deviazioni sembrano improbabili. Occorrerebbe anche tener conto del vincolo per cui la BCE non può detenere più di un terzo delle emissioni di una singola serie di titoli di stato. Se si applicasse questo tetto a tutte le serie, la BCE non potrebbe detenere più di un terzo del totale dei titoli di stato italiani. Tuttavia, questo tetto non dovrebbe essere raggiunto nel corso del 2020. In ogni caso il comunicato stampa della BCE relativo al PEPP indica che vincoli autoimposti all'azione della BCE saranno riconsiderati se necessario.