

IO CPI

Cos'è e come funziona lo scudo anti-spread della BCE

di Gianmaria Olmastroni

19 dicembre 2024

I mercati hanno premiato il Piano Strutturale di Bilancio italiano nonostante preveda solo una lenta e contenuta riduzione del rapporto debito pubblico/Pil. La benevolenza dei mercati potrebbe essere dovuta anche allo “scudo anti-spread” annunciato dalla BCE nell'estate 2022. Si tratta di un programma di acquisto di titoli, di importo potenzialmente illimitato, destinato a Paesi che, pur essendo in linea con le regole o raccomandazioni europee, fronteggiano un aumento dello spread ingiustificato da fattori economici. La BCE si è riservata una certa discrezionalità sulle condizioni di utilizzo, peraltro descritte semplicemente da un comunicato stampa senza che esistano altri documenti interni che ne fissino le caratteristiche specifiche. Resta da vedere come funzionerebbe in pratica. Per ora il TPI non è stato mai attivato.

* * *

Nel Piano Strutturale di Bilancio a Medio Termine dell'Italia, recentemente approvato dalla Commissione europea, il rapporto debito pubblico/Pil sale dal 134,8% a fine 2023 al 137,8% nel 2026, per poi iniziare una lenta discesa: nel 2031 (l'anno finale del “periodo di aggiustamento” del deficit) saremmo ancora al 132,5%.¹ Il Piano ha avuto il plauso dei mercati: dopo la sua pubblicazione lo spread è sceso e alcune agenzie di rating hanno migliorato l'outlook per il nostro Paese. Questa reazione positiva nonostante il solo modesto calo del debito potrebbe essere motivata dall'esistenza della “rete di protezione” contro lo spread introdotta nel 2022 dalla BCE per i Paesi che rispettano le regole fiscali e macroeconomiche europee. Si tratta del Transmission Protection Instrument (TPI). Questa nota descrive le sue caratteristiche.

Il TPI

Quando la BCE iniziò ad alzare i tassi di interesse, a metà del 2022, si temeva che l'effetto potesse essere più forte per i Paesi ad alto debito e alto spread che per gli altri, col rischio di innescare una crisi finanziaria. Per non penalizzare i Paesi che, pur essendo considerati più a rischio dai mercati, stavano

¹ Vedi il [Piano Strutturale di Bilancio a Medio Termine](#).

implementando politiche economiche in linea con le raccomandazioni dell'UE, il 21 luglio 2022, insieme all'aumento dei tassi, la BCE decise di introdurre il TPI. L'annuncio avvenne tramite un comunicato stampa, che ad oggi rimane l'unico documento ufficiale di riferimento per la descrizione del TPI. Anche le minute della riunione del Consiglio Direttivo della BCE dove venne presa la decisione sul TPI rimandano al comunicato per definire le condizioni di accesso al programma.² Di seguito riportiamo la nostra traduzione di alcune parti del comunicato, disponibile solo in inglese (vedi il testo originale nelle note a piè di pagina).

L'idea generale è quella di contrastare gli attacchi speculativi verso Paesi che hanno fondamentali forti attraverso acquisti di titoli, tipicamente di Stato, sul mercato secondario, ampi quanto necessario: *“Fatto salvo il rispetto dei criteri stabiliti, l'Eurosistema avrà facoltà di effettuare acquisti sul mercato secondario di titoli emessi da Stati che sperimentano un deterioramento delle condizioni di finanziamento non giustificato dai fondamentali specifici del Paese, per contrastare nella misura necessaria i rischi per il meccanismo di trasmissione. [...] Gli acquisti del TPI sarebbero focalizzati su titoli emessi dal settore pubblico con una scadenza residua compresa tra uno e dieci anni. Se opportuno, potrebbero essere tenuti in considerazione gli acquisti di titoli del settore privato”*.³

Se invece il Paese in questione avesse problemi nei suoi fondamentali allora lo strumento appropriato di intervento per la BCE sarebbe quello introdotto nel 2012, le OMT (“Outright Monetary Transactions”). Mentre l'obiettivo delle OMT è quello di sostenere uno Stato in difficoltà che sta subendo attacchi dai mercati a causa di errori di policy, il TPI vuole correggere gli attacchi speculativi

² Le minute, dopo aver descritto le motivazioni per l'introduzione del TPI (“*The TPI will be an addition to our toolkit and can be activated to counter unwarranted, disorderly market dynamics that pose a serious threat to the transmission of monetary policy across the euro area. By safeguarding the transmission mechanism, the TPI will allow the Governing Council to more effectively deliver on its price stability mandate*”.) indicano solo che “*The Governing Council approved the TPI with the broad conditions and safeguards set out in the dedicated press release*”. Per le minute vedi [BCE - Account of the monetary policy meeting of the Governing Council of the European Central Bank held in Frankfurt am Main on Wednesday and Thursday, 20-21 luglio 2022](#). Per il comunicato stampa vedi [BCE, The Transmission Protection Instrument, 21 luglio 2022, comunicato stampa](#).

³ “*Subject to fulfilling established criteria, the Eurosystem will be able to make secondary market purchases of securities issued in jurisdictions experiencing a deterioration in financing conditions not warranted by country-specific fundamentals, to counter risks to the transmission mechanism to the extent necessary. [...] TPI purchases would be focused on public sector securities (marketable debt securities issued by central and regional governments as well as agencies, as defined by the ECB) with a remaining maturity of between one and ten years. Purchases of private sector securities could be considered, if appropriate*”. Vedi [BCE, The Transmission Protection Instrument, 21 luglio 2022, comunicato stampa](#).

ingiustificati da fattori fondamentali. Infatti, le OMT richiedono un programma con il Meccanismo europea di stabilità (Mes).⁴

La questione fondamentale è quindi stabilire se un Paese ha problemi nei suoi fondamentali (nel qual caso si attivano le OMT) oppure no (nel qual caso la BCE può attivare il TPI). L'unico documento che identifica le caratteristiche che il Paese deve avere per il TPI è il sopracitato comunicato stampa, che dice:

*“Il Consiglio Direttivo considererà una lista cumulativa di criteri per determinare se gli Stati nei quali l'Eurosistema può effettuare acquisti nell'ambito del TPI perseguono politiche fiscali e macroeconomiche sane e sostenibili”.*⁵

I criteri rilevanti sono quattro:⁶

1. *“conformità alle regole fiscali europee: non essere sotto procedura per deficit eccessivo, oppure non essere stato considerato come un Paese che non ha messo in pratica le raccomandazioni a riguardo del Consiglio dell'Unione europea”;*
2. *“assenza di squilibri macroeconomici gravi: non essere sottoposto alla procedura per squilibri macroeconomici eccessivi oppure non essere stato considerato come un Paese che non ha messo in pratica le raccomandazioni a riguardo del Consiglio dell'Unione europea”;*⁷
3. *“sostenibilità fiscale: nell'accertare che la traiettoria del debito sia sostenibile, il Governing Council considererà, ove disponibili, le analisi*

⁴ Vedi [BCE, Technical features of Outright Monetary Transactions, 6 settembre 2012, comunicato stampa](#).

⁵ *“The Governing Council will consider a cumulative list of criteria to assess whether the jurisdictions in which the Eurosystem may conduct purchases under the TPI pursue sound and sustainable fiscal and macroeconomic policies”.* Vedi [BCE, The Transmission Protection Instrument, 21 luglio 2022, comunicato stampa](#).

⁶ Qua il testo originale dei quattro criteri: *“(1) compliance with the EU fiscal framework: not being subject to an excessive deficit procedure (EDP), or not being assessed as having failed to take effective action in response to an EU Council recommendation under Article 126(7) of the Treaty on the Functioning of the European Union (TFEU); (2) absence of severe macroeconomic imbalances: not being subject to an excessive imbalance procedure (EIP) or not being assessed as having failed to take the recommended corrective action related to an EU Council recommendation under Article 121(4) TFEU; (3) fiscal sustainability: in ascertaining that the trajectory of public debt is sustainable, the Governing Council will take into account, where available, the debt sustainability analyses by the European Commission, the European Stability Mechanism, the International Monetary Fund and other institutions, together with the ECB's internal analysis; (4) sound and sustainable macroeconomic policies: complying with the commitments submitted in the recovery and resilience plans for the Recovery and Resilience Facility and with the European Commission's country-specific recommendations in the fiscal sphere under the European Semester”.* Vedi [BCE, The Transmission Protection Instrument, 21 luglio 2022, comunicato stampa](#).

⁷ Un esempio di squilibrio macroeconomico grave è un grande deficit delle partite correnti oppure una bolla immobiliare. Vedi [“Dealing with macroeconomic imbalances”](#), *European Commission*.

di sostenibilità del debito della Commissione europea, del Mes, del FMI, o di altre istituzioni, insieme a quella interna della BCE”;

4. *“politiche macroeconomiche sane e sostenibili: essere conformi con gli impegni presi nei piani di ripresa e resilienza per il Recovery and Resilience Facility e con le raccomandazioni della Commissione europea specifiche per ogni Stato nella sfera fiscale, sotto il Semestre europeo”.*

La BCE si è però riservata una certa discrezionalità nel valutare come questi criteri debbano pesare nel decidere se un Paese è idoneo al TPI. Verrà adottata discrezionalità anche nel valutare se l’attivazione del TPI sia coerente con il raggiungimento dell’obiettivo primario della BCE, ossia il controllo dell’inflazione. Il Comunicato precisa:

“Questi criteri saranno un input per il processo decisionale del Consiglio direttivo e saranno adattati dinamicamente ai rischi emergenti e alle condizioni da affrontare. [...] La decisione di attivare il TPI sarà basata su una valutazione approfondita degli indicatori di mercato e di trasmissione, una valutazione dei criteri di ammissibilità e un giudizio sulla proporzionalità dell’attivazione degli acquisti nell’ambito del TPI rispetto al raggiungimento dell’obiettivo primario della BCE”.⁸

Riguardo alla dimensione e alle tempistiche del programma:

“L’entità degli acquisti dipenderebbe dalla gravità dei rischi che la trasmissione della politica monetaria affronta. Gli acquisti non hanno vincoli ex ante. [...] Gli acquisti verrebbero interrotti in seguito a un miglioramento duraturo nella trasmissione, o sulla base di una valutazione secondo cui le tensioni persistenti siano dovute ai fondamentali del Paese”.⁹

Quindi non è prevista nessuna attivazione automatica del TPI. Al contrario, se un Paese non fosse evidentemente in linea con i quattro criteri sopra esposti, l’accesso al TPI diventerebbe certamente problematico.

⁸ *“These criteria will be an input into the Governing Council’s decision-making and will be dynamically adjusted to the unfolding risks and conditions to be addressed. [...] A decision by the Governing Council to activate the TPI will be based on a comprehensive assessment of market and transmission indicators, an evaluation of the eligibility criteria and a judgement that the activation of purchases under the TPI is proportionate to the achievement of the ECB’s primary objective.”* Vedi [BCE, The Transmission Protection Instrument, 21 luglio 2022, comunicato stampa](#).

⁹ *“The scale of TPI purchases would depend on the severity of the risks facing monetary policy transmission. Purchases are not restricted ex ante. [...] Purchases would be terminated either upon a durable improvement in transmission, or based on an assessment that persistent tensions are due to country fundamentals”.* Vedi [BCE, The Transmission Protection Instrument, 21 luglio 2022, comunicato stampa](#).

L'Italia potrebbe beneficiare del TPI? Il nostro Paese si trova sotto procedura per deficit eccessivo, e nel 2023 presentava uno squilibrio macroeconomico giudicato eccessivo.¹⁰ Tuttavia, il Piano Strutturale di Bilancio a Medio Termine, come pure il quadro di bilancio per il 2025, è stato promosso dalla Commissione.¹¹ L'esistenza di uno squilibrio macroeconomico sarà rivalutata nei prossimi mesi, ma in ogni caso quello che conta è il giudizio sulla realizzazione delle raccomandazioni date al Paese per eliminare lo squilibrio. Infine, siamo anche in linea con l'implementazione del PNRR. È quindi probabile che nel giudizio dei mercati finanziari l'Italia sia vista come un Paese che potrebbe accedere al TPI.

Ad oggi il TPI non è mai stato attivato: nell'ultima conferenza stampa, Lagarde, alla domanda "Sapremo mai se userete il TPI?", ha risposto che il TPI non è stato discusso nell'ultima riunione.¹²

¹⁰ Vedi [Commissione Europea, Italy in-depth review 2024, aprile 2024, Institutional Paper 283](#).

¹¹ Il piano rientra tra quelli che rientra tra quelli che *"rispettano i requisiti del nuovo quadro e delineano un percorso di bilancio credibile per avviare il livello del debito degli Stati membri in questione verso una traiettoria di riduzione sostenibile o mantenerlo a livelli prudenti"*. Vedi [Commissione Europea, Primo pacchetto d'autunno del semestre europeo dopo l'introduzione del nuovo quadro di governance economica – Verso finanze pubbliche sane e una crescita sostenibile e inclusiva, 26 novembre 2024, comunicato stampa](#)

¹² Vedi [BCE, Monetary policy press conference, 12 dicembre 2024](#).