



Debito pubblico: quanto ne ha acquistato, quanto ne avrebbe dovuto acquistare e quanto ne acquisterà la BCE

di Giorgio Musso

27 novembre 2020

Il Next Generation Eu sta alimentando forti preoccupazioni sui tempi in cui saranno disponibili i fondi europei, giustificate soprattutto dallo stallo politico in cui è recentemente incappato il progetto. Tali preoccupazioni sembrano non considerare che la maggior parte delle risorse di cui sta usufruendo ora l'Italia stiano già giungendo dall'Europa, in particolare dalla Banca Centrale Europea. Dall'inizio dell'anno la BCE ha infatti acquistato 142 miliardi di titoli pubblici italiani, 30 miliardi in più di quanto avremmo dovuto beneficiare secondo i criteri di acquisto solitamente seguiti dalla banca centrale. A fine 2020 è probabile che la quota di debito pubblico acquistata dalla BCE ammonterà ad oltre 170 miliardi, una cifra sufficiente a coprire l'intero deficit registrato quest'anno.

* * *

Gli attuali programmi di acquisto titoli della BCE

Ancor prima della diffusione dell'epidemia di Covid-19, la Banca Centrale Europea (BCE) acquistava titoli obbligazionari attraverso l'Asset Purchase Programme (APP), il piano di Quantitative Easing europeo adottato dalla BCE sul finire del 2014.¹ Il piano si articola in quattro programmi distinti, tre dei

¹ L'APP aveva sostituito alcuni programmi di acquisto titoli tra cui il Securities Market Programme (SMP), il quale consentiva alla BCE di comprare titoli pubblici. Le consistenze relative a tale programma sono mantenute fino a scadenza dalle banche centrali ma non vengono rinnovate ulteriormente.

quali dedicati all'acquisto di obbligazioni private ed uno, il Public Sector Purchase Programme (PSPP), rivolto all'acquisto di quelle pubbliche.²

Gli acquisti dell'APP previsti per il 2020 erano inizialmente di 240 miliardi, ma l'importo è stato innalzato a 360 miliardi a seguito della pandemia.³ Di questi, nei primi nove mesi del 2020 sono già stati effettuati acquisti per 286 miliardi. I titoli detenuti nell'ambito dell'APP sono così saliti a fine settembre a oltre 2900 miliardi (Tav. 1), di cui l'80 per cento pubblici (2405 miliardi) e il resto privati (569 miliardi).⁴ Le risorse ancora disponibili nell'ambito di questo programma ammontano quindi a 74 miliardi fino alla fine del 2020.

Tav. 1: Titoli pubblici e privati detenuti dall'Eurosistema nell'ambito del APP e PEPP*
(in miliardi)

	Consistenze 2020			Consistenze 2019			Acquisti netti		
	APP	PEPP	Totale	APP	PEPP	Totale	APP	PEPP	Totale
Titoli privati	569	56	625	490	0	490	79	56	135
Titoli pubblici	2405	512	2917	2198	0	2198	207	512	719
di cui sovranazionali	(255)	(34)	(289)	(233)	(0)	(233)	(22)	(34)	(56)
Totale	2974	568	3542	2688	0	2688	286	568	854

Fonte: elaborazione Osservatorio CPI su dati BCE

* I titoli sono valutati al prezzo di acquisto e al netto degli importi nominali rimborsati

Il grosso degli acquisti avviene però quest'anno attraverso il Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP).⁵ La dotazione iniziale del programma era di 750 miliardi da spendere entro l'anno, ma la consistenza è stata poi portata a 1350 miliardi e la durata estesa fino a giugno 2021.⁶ A settembre, dei 1350 miliardi complessivi ne sono stati impiegati 568 (Tav. 1), lasciando così 782 miliardi per i prossimi 9 mesi.⁷ Rispetto all'APP, la ripartizione negli acquisti

² I programmi di acquisto di titoli privati sono il Covered Bond Purchase Programme 3 (CBPP3), l'Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP) e il Corporate Sector Purchase Programme (CSPP).

³ Vedi:

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200312~8d3aec3ff2.it.html>

⁴ Tra gli acquisti di titoli pubblici rientrano anche quelli di obbligazioni sovranazionali, ossia di titoli emessi dai paesi dell'Unione Europea che non rientrano nella zona euro.

⁵ Vedi:

https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html

⁶ Vedi:

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200604~a307d3429c.en.html>

⁷ La BCE ha comunque annunciato che sia la dotazione che la durata del PEPP potranno essere ulteriormente ampliate se necessario.

è stata lievemente più favorevole per le obbligazioni pubbliche, con circa il 90 per cento degli acquisti che hanno riguardato i titoli di Stato (512 miliardi).⁸

Un chiarimento prima di proseguire: i dati sugli acquisti sopra riportati, come quelli nel seguito di questa nota, si riferiscono all'incremento netto della detenzione di titoli di Stato. In aggiunta a questi la BCE, per il momento, continua anche ad acquistare titoli per rinnovare tutti quelli che giungono in scadenza nel corso dell'anno.⁹

Quanto debito pubblico italiano ha acquistato finora la BCE?

I programmi che consentono alla BCE di comprare titoli di Stato, anche per tramite delle banche centrali nazionali, sono quindi il PSPP e il PEPP nella sua componente pubblica.

Tav. 2: Titoli pubblici italiani detenuti dall'Eurosistema nell'ambito del PSPP e PEPP*
(in miliardi)

	Consistenze 2020			Consistenze 2019			Acquisti netti		
	PSPP	PEPP	Totale	PSPP	PEPP	Totale	PSPP	PEPP	Totale
Banca d'Italia	370	86	456	326	0	326	44	86	130
BCE	41	9	50	38	0	38	3	9	12
Totale	411	95	506	364	0	364	47	95	142

Fonte: elaborazione Osservatorio CPI su dati Banca d'Italia e BCE

* I titoli sono valutati al prezzo di acquisto e al netto degli importi nominali rimborsati

Nei primi 9 mesi di quest'anno gli acquisti di titoli di Stato italiani sono ammontati a 142 miliardi (47 dei quali avvenuti attraverso il PSPP e 95 attraverso il PEPP), di cui 130 miliardi da parte della Banca d'Italia e 12 miliardi direttamente da parte della BCE. A fine settembre, i titoli pubblici italiani detenuti nell'ambito dei due programmi ammontavano rispettivamente a 411 e 95 miliardi, per complessivi 506 miliardi di euro (Tav. 2). Circa il 90 per cento di questi è posseduto direttamente da Banca d'Italia (456 miliardi), mentre il

⁸ Per un descrizione dettagliata dell'APP e del PEPP vedi:

<https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-come-funzionano-gli-acquisti-di-titoli-pubblici-della-bce>

⁹ Il rinnovo dei titoli in scadenza nel 2020 da parte dell'Eurosistema è quantificabile in circa 50 miliardi, anche se la stima di tale valore non è semplice e soggetta ad un certo grado di variabilità.

restante 10 per cento dalla BCE (50 miliardi).¹⁰ Questa ripartizione soddisfa il c.d. “criterio di specializzazione”, in base al quale la maggior parte delle obbligazioni emesse da uno Stato vengono comprate dalla banca centrale nazionale e solo una quota minoritaria da quella europea.

Quanto debito pubblico italiano avrebbe dovuto acquistare la BCE?

Gli acquisti di titoli pubblici da parte della BCE (direttamente o tramite le banche centrali nazionali) dovrebbero avvenire secondo il criterio della *capital key*, ossia in base alla quota del capitale della BCE sottoscritta da ogni banca centrale nazionale. Per l’Italia la *capital key* è del 17 per cento.¹¹

Nei primi 9 mesi del 2020, la BCE ha acquistato titoli pubblici, al netto di quelli sovranazionali, per 663 miliardi (Tav. 1). Sulla base della propria *capital key* l’Italia avrebbe quindi dovuto beneficiare di acquisti per 112 miliardi, molto meno degli effettivi 142 miliardi.

Questo fatto è dovuto alla flessibilità con cui la BCE ha deciso di condurre gli acquisti fin dallo scoppio dell’epidemia. Tuttavia, è possibile che il rispetto della *capital key* venga ripristinato nei prossimi mesi attraverso un ritmo di acquisti di titoli italiani meno sostenuto di quello tenuto finora.

Quale sarà il totale di debito pubblico italiano acquistato nel 2020 dalla BCE?

La flessibilità con cui la BCE sta comprando titoli di Stato rende complicato stimare quanti ne saranno acquistati per tutto l’anno. Si possono ipotizzare tre scenari.

Primo scenario: se la BCE continuasse ad acquistare titoli pubblici italiani con lo stesso ritmo tenuto finora, il totale di acquisti per l’anno salirebbe a poco meno di 200 miliardi. Secondo scenario: se, per gli acquisti nell’ultima parte dell’anno, la BCE rispettasse il criterio della *capital key*, gli acquisti nei restanti tre mesi del 2020 ammonterebbero a 34 miliardi ed il totale annuale salirebbe a 176 miliardi. Terzo scenario: se la BCE volesse rispettare il criterio della *capital key* per l’intero anno gli acquisti ammonterebbero solo a 4 miliardi per

¹⁰ L’importo riportato rappresenta lo stock di debito pubblico detenuto da Banca d’Italia solo per finalità di politica monetaria; quello complessivo è maggiore poiché ricomprende anche la quota posseduta per finalità d’investimento.

¹¹ La Banca d’Italia detiene in realtà il 13,8 per cento dell’intero capitale della BCE (10,8 miliardi). Per la determinazione della *capital key* ciò che rileva è però il capitale della BCE sottoscritto dalle banche centrali dei paesi della zona euro (8,8 miliardi), rispetto al quale la Banca d’Italia detiene appunto una quota pari al 17 per cento.

gli ultimi tre mesi del 2020. Il totale degli acquisti per l'anno sarebbe di 146 miliardi.

Il primo e il terzo scenario possono essere interpretati come dei limiti superiori e inferiori agli acquisti. È probabile invece una situazione intermedia, come quella descritta dal secondo scenario, in base al quale gli acquisti netti per il 2020 ammonterebbero a circa 176 miliardi.¹² Questo valore è simile all'intero deficit pubblico italiano di quest'anno.

¹² Una stima di acquisti di 176 miliardi è in linea con le precedenti stime dell'Osservatorio CPI, anche se queste erano state derivate sulla base di diverse ipotesi, come il fatto che gli acquisti di titoli privati nell'ambito del PEPP sarebbero stati nulli almeno per il 2020. Vedi: <https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-le-prospettive-per-i-conti-pubblici-nel-2020>