

## Strategie Bce e acquisti pandemici

Lo scorso 16 dicembre la Banca centrale europea ha deciso di riconfermare una decisione presa già mesi fa, ovvero la fine del programma pandemico di acquisti di attivi (Pepp) il prossimo marzo. Inoltre, la stessa Banca centrale ha confermato un rallentamento, fino ad allora, degli acquisti netti mensili, che procederanno a un ritmo più lento. Il ritiro dello stimolo monetario sarà decisamente graduale. I rimborsi sui titoli Pepp in portafoglio saranno reinvestiti almeno sino a tutto il 2024 e gli acquisti del QE standard saranno potenziati nel secondo e nel terzo trimestre 2022, per poi proseguire a tempo indeterminato con 20 miliardi al mese. Queste misure dovrebbero aumentare di 400-500 miliardi i titoli detenuti dall'Eurosistema e assicurare così una buona copertura alle nuove emissioni di titoli di Stato della zona Euro.

Ciò che potrebbe accadere nel 2022 è invece una riduzione notevole del portafoglio di prestiti dell'Euro-sistema, riconducibile in larga parte alla terza serie di T-Ltro, i prestiti triennali erogati a condizioni agevolate alle banche per supportare il credito all'economia reale. Il prossimo 23 giugno scadrà il periodo durante cui le banche possono indebitarsi con l'Eurosistema a un tasso ultra-agevolato e ciò potrebbe causare un notevole calo della liquidità nella zona euro.

Allo stato attuale le banche hanno oltre 3.600 miliardi di euro di riserve in eccesso. Su queste riserve pagano però lo 0,5% (stesso tasso dei depositi in Bce), ad eccezione della parte – calcolata moltiplicando sino a 6 volte il requisito minimo – resa esente dal sistema a due livelli introdotto nel 2019, il cosiddetto tiering.

Grazie a tale sistema e ai tassi duali sui prestiti T-Ltro, sino ad ora le banche hanno potuto controbilanciare il costo della politica di tassi negativi (Nirp) della Bce. Infatti, il tasso d'interesse massimo sui T-Ltro è del -0,5% che, sino a giugno 2022, scenderà al -1% a condizione di non tagliare i prestiti netti all'economia.

Queste agevolazioni hanno addirittura permesso alle banche, almeno alcune di esse, di lucrare un profitto da arbitraggio di 50 punti base sulle riserve in eccesso non esenti dal pagamento del tasso sui depositi. A livello aggregato, si può stimare che da metà 2020 in poi i benefici dovuti al tiering e ai tassi duali abbiano superato i costi per il sistema bancario derivanti dai tassi negativi della Bce.

Questi benefici si ridurranno drasticamente quando a giugno terminerà la

finestra temporale per usufruire del tasso del -1% sui prestiti T-Ltro. È assai probabile che, per limitare i costi della Nirp, le banche rimborseranno anticipatamente una grossa fetta dei T-Ltro sottoscritti, almeno mille miliardi secondo gli analisti.

In tale ipotesi, nel 2022 l'attivo di bilancio dell'Eurozona subirebbe una riduzione netta di 500-600 miliardi di euro (considerati anche i nuovi acquisti di titoli).

Per poter evitare un brusco calo della liquidità, Francoforte potrebbe aumentare il moltiplicatore del tiering o prorogare il periodo di applicazione del tasso ultra-agevolato sui T-Ltro III.

Oppure, potrebbe ricorrere a operazioni di pronti-contro-termine inverse (reverse repo) come la Federal Reserve sta facendo da mesi per frenare le pressioni al ribasso sui tassi di mercato. Con tale strumento la Banca centrale drena liquidità in eccesso nel sistema indebitandosi *overnight* con le banche e cedendo a garanzia titoli liquidi e sicuri. Si tratta di un'opzione da esplorare e che potrebbe traghettare le banche dell'Eurozona sino a quando la Bce non alzerà i tassi. Mossa che, almeno per il momento, è stata esclusa per l'intero 2022.

Nonostante lo scenario globale sia ben lontano dalla normalità, e la variante Omicron stia determinando un peggioramento di tutti i dati macroeconomici, la Banca centrale europea non ha apportato modifiche al suo piano di rientro, molto graduale, verso la "normalità", se così può essere definita, o comunque verso condizioni che definiremmo pre-pandemiche. Mantenendo i tassi di interesse invariati.

Il Pepp, come da previsioni, terminerà il prossimo marzo e a giugno vi sarà anche la riduzione dei T-Ltro, che erano serviti a non far mancare liquidità all'economia reale. Programmi che hanno letteralmente salvato le economie dell'Eurozona quando la tempesta del Covid si è abbattuta violenta.

Gli acquisti settimanali del Pepp dunque procederanno fino a marzo, ma ad un ritmo inferiore; da sottolineare però come la Banca centrale europea abbia comunque deciso di allungare, almeno fino al 2024, l'orizzonte temporale dei reinvestimenti del Pepp. Una cosa è certa: la stessa Bce ha voluto ribadire che la flessibilità rimarrà un elemento fondamentale della sua politica monetaria. E per fortuna, verrebbe da aggiungere. I tempi pandemici richiedono una grande flessibilità e la capacità di leggere il mutare delle condizioni: il virus e le sue varianti corrono veloci, e spesso

nell'arco di poche settimane tutto cambia. Francoforte deve farsi trovare pronta a qualsiasi tipo di eventualità si prospetti nel breve-medio periodo, senza assumere atteggiamenti inflessibili e dogmatici. Le minacce spesso impediscono una corretta trasmissione della politica monetaria all'economia reale, mettendo a rischio il raggiungimento della stabilità dei prezzi. Nello specifico, i reinvestimenti Pepp potranno così essere adeguati, in modo flessibile, in qualsiasi momento. Senza nemmeno escludere l'ipotesi di una ripresa degli acquisti netti sempre nell'ambito del Pepp, per contrastare eventuali shock negativi legati alla pandemia. In tutto ciò, Francoforte aumenterà gli acquisti del Qe tradizionale (App) a 40 miliardi di euro al mese nel secondo trimestre 2022 e a 30 nel terzo. Dopodichè, la strategia della Bce prevede di tornare ad acquisti pari a 20 miliardi al mese nell'ottobre 2022, che rimarranno in essere per tutto il tempo che si riterrà necessario. Il tutto monitorando l'andamento pandemico ma anche l'inflazione (ancora in risalita) e valutando attentamente come orientarsi nei confronti dei tassi di interesse, al momento non toccati dalla Bce (se li alzasse troppo presto potrebbe provocare una gelata dell'economia).