

## Proposta sulla sterilizzazione delle cedole sui titoli di Stato italiani acquistati dalla BCE tramite il SMP.

di Antonio Forte<sup>1</sup>

Il 9 maggio 2010 il consiglio direttivo della BCE annunciò l'avvio del Securities Markets Programme (SMP). Tale programma era volto a riparare il malfunzionamento del mercato dei titoli e a ripristinare un appropriato meccanismo di trasmissione della politica monetaria<sup>2</sup>. Il programma fu attivato a seguito delle prime tensioni sui titoli di stato di alcuni Paesi dell'area Euro. In un primo periodo, infatti, esso servì ad acquistare i titoli di stato di Paesi quali Grecia, Portogallo e Irlanda al fine di contrastarne l'andamento fortemente ribassista registrato a causa della crisi dei debiti sovrani. Quando nel corso dell'estate del 2011 le turbolenze finanziarie colpirono anche l'Italia e la Spagna, il SMP servì a contrastare anche la discesa dei corsi dei titoli obbligazionari di questi Paesi.

Il grafico 1 riporta gli acquisti settimanali effettuati con il SMP, linea blu scala di destra, e l'ammontare totale dei titoli detenuti, colonne gialle scala di sinistra. Poiché tale Programma aveva l'obiettivo di stabilizzare i corsi dei titoli di stato e non quello di fornire liquidità aggiuntiva al sistema finanziario, ogni settimana la BCE ha provveduto, e provvede ancora, a sterilizzare le immissioni di denaro dovute all'acquisto di questi titoli attraverso un'asta di drenaggio di importo pari al valore dei titoli acquistati.

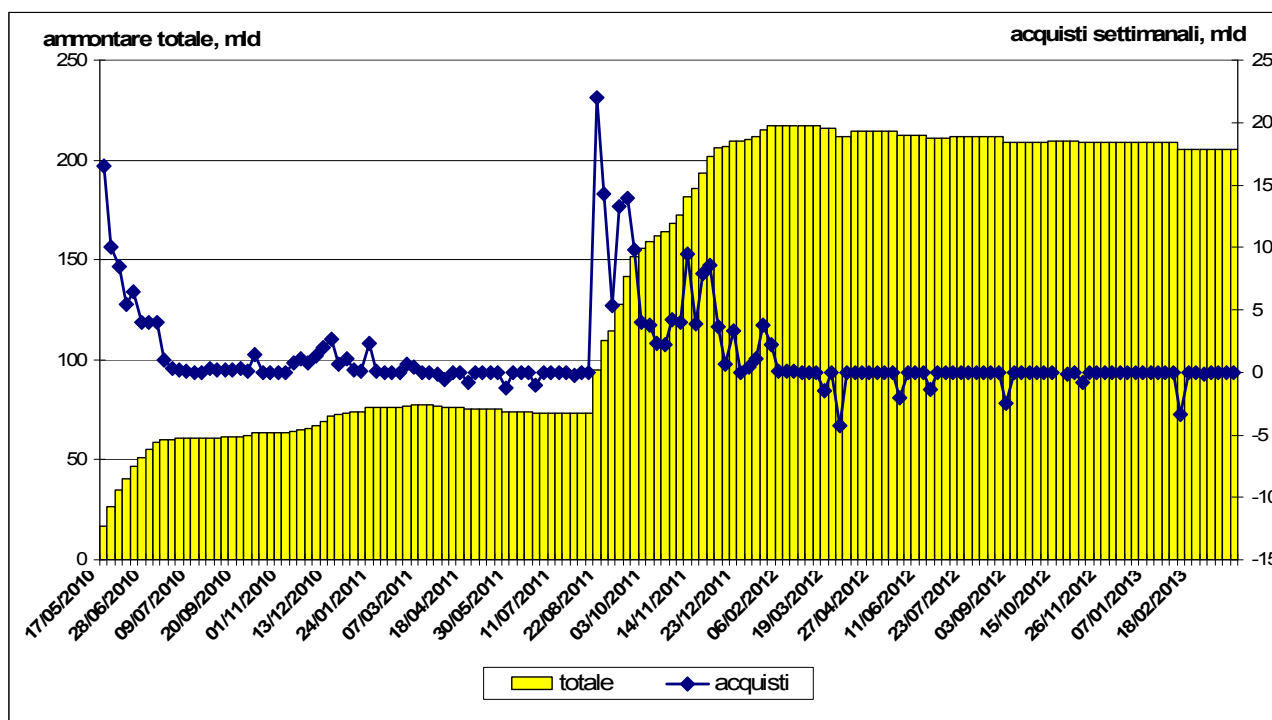
Nell'andamento delle colonne si nota una prima fase di stazionarietà intorno ai 60 miliardi tra luglio 2010 e novembre 2010, poi una seconda fase di stasi fino ad inizio agosto 2011 con un valore oscillante intorno ai 75 miliardi di euro. Questi acquisti furono concentrati sui titoli di stato greci, irlandesi e portoghesi. Come ricordato in precedenza, ad agosto 2011 il SMP fu riattivato per contrastare le tensioni sui titoli di stato italiani e spagnoli e il suo ammontare crebbe fino a circa 220 miliardi ad inizio 2012. A partire da fine gennaio 2012 non ci sono stati più acquisti di titoli di stato attraverso questo programma. Infine, il SMP è stato *dismesso* in contemporanea con l'annuncio delle Outright Monetary Transactions (OMT) il 6 settembre 2012. I titoli acquistati saranno detenuti fino alla loro naturale scadenza.

---

<sup>1</sup> Per citare scrivi: "Proposta sulla sterilizzazione delle cedole sui titoli di Stato italiani acquistati dalla BCE tramite il SMP", Aprile 2013, Antonio Forte, <http://antonioforte.xoom.it>

<sup>2</sup> "The programme's objective is to address the malfunctioning of securities markets and restore an appropriate monetary policy transmission mechanism." Tratto dalla Decision of the European Central Bank del 14 maggio 2010.

Grafico 1: consistenza del SMP



Fonte: elaborazione su dati BCE

A febbraio 2013 la BCE ha comunicato alcuni dettagli riguardanti i titoli detenuti dal SMP. La tavola 1 mostra i valori comunicati dalla BCE.

Tavola 1: composizione del Securities Markets Programme

Issuer country	Outstanding amounts		Average remaining maturity (in years)
	Nominal amount (EUR billion)	Book value (EUR billion)	
Ireland	14.2	13.6	4.6
Greece	33.9	30.8	3.6
Spain	44.3	43.7	4.1
Italy	102.8	99.0	4.5
Portugal	22.8	21.6	3.9
<b>Total</b>	<b>218.0</b>	<b>208.7</b>	<b>4.3</b>

Fonte: Details on securities holdings acquired under the Securities Markets Programme, Press Release del 21 febbraio 2012.

Dai dati si evince che circa metà dei titoli acquistati sono italiani, 102,8 miliardi di valore nominale su un totale di 218.

Su questi titoli lo stato italiano pagherà le cedole previste e alla scadenza i titoli saranno rimborsati al loro valore nominale. La BCE, nel caso di uno scenario tendenzialmente stabile, guadagnerà sia in conto capitale, poiché ha acquistato titoli sotto la pari, tant'è che il book value è inferiore valore nominale, sia con gli interessi periodici che riceverà dai cinque stati che hanno emesso questi titoli.

Data la rilevanza dei titoli italiani in portafoglio e visto che sono titoli a lunga scadenza, quindi con tassi di interesse superiori alla media, sarebbe opportuno analizzare attentamente il flusso di denaro che la BCE e le Banche Nazionali otterranno grazie al possesso di tali titoli. Infatti, considerando un tasso medio del 4 per cento<sup>3</sup> per questi titoli, ciò comporta un introito annuo di circa 4 miliardi per il SEBC. Di converso, questi 4 miliardi graveranno sul bilancio dello stato italiano. Data la situazione instabile a livello di area Euro e vista la politica restrittiva che i governi italiani sono *costretti* a perseguire per rispettare gli obiettivi sottoscritti a livello europeo, non sarebbe da sottovalutare la possibilità di rigirare alle casse dello stato italiano gli interessi pagati sui titoli italiani detenuti dal SEBC all'interno del SMP.

Si evidenziano, di seguito, alcuni punti importanti che supportano, da diverse angolazioni, questa visione:

- Il SMP non rientra tra le attività tipiche delle Banche Centrali dell'Eurosistema. Esso è stato creato con il precipuo fine di stabilizzare i mercati, come precedentemente indicato. Ciò significa che i titoli acquistati non rappresentano un investimento, ma un acquisto effettuato per placare la sfiducia dei mercati e dare un segnale sul ruolo della BCE. Di conseguenza, i guadagni ottenuti su questi titoli potrebbero non essere ricompresi nel perimetro dei *normali* profitti iscritti nei bilanci delle BCN e della BCE, ma rientrare tra i profitti straordinari. Ciò aprirebbe la strada ad una retrocessione di tali profitti agli stati, visto che rappresentano guadagni che esulano dall'attività tipica del SEBC.
- Una obiezione che potrebbe essere proposta può essere basata sul divieto di finanziamento delle banche centrali agli stati, espressamente previsto nell'articolo 21 dello Statuto del SEBC. La retrocessione dei guadagni delle BC agli stati potrebbe essere vista come una delle operazioni con un ente pubblico e, quindi, vietata. In realtà, l'articolo 21 comma 1 vieta, conformemente all'articolo 104 del Trattato, "la concessione di scoperti di

---

<sup>3</sup> Si consideri che nell'anno 2012 lo stato italiano ha pagato circa 86 miliardi di interessi su un debito di circa 2 mila miliardi di Euro, per un tasso di interesse implicito superiore al 4%.

conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia” e “l’acquisto diretto presso di essi (cioè stati e altri organi pubblici) di titoli di debito”. In questo caso non si tratterebbe né di una concessione di scoperto di conto, né di una facilitazione creditizia e né di un acquisto diretto di titoli pubblici, ma di una semplice retrocessione-restituzione di cedole percepite su titoli non acquistati a fine di investimento.

- Ribaltando la prospettiva, si potrebbe obiettare che il godimento delle cedole si potrebbe configurare come un diretto finanziamento degli Stati al SEBC. Anche questa forma di finanziamento non è auspicabile perché darebbe vita ad un legame che potrebbe condizionare l’autonomia del SEBC. Di conseguenza, la restituzione delle cedole farebbe venir meno questo legame potenzialmente negativo. Inoltre, le BCN e la BCE hanno già una fonte diretta di guadagno legata alla potestà esclusiva loro concessa dagli Stati di *battere moneta*.
- Un altro aspetto critico riguarda il possibile azzardo morale legato a questa scelta. In realtà è una preoccupazione sostanzialmente infondata perché il SMP è ormai un programma non più operativo e perché possibili ulteriori acquisti di titoli tramite l’OMT saranno già soggetti a forti condizionalità. Quindi, non vi sarebbe un incentivo all’*utilizzo* di questa forma di sostegno al fine di ridurre l’onere del debito.
- Inoltre, poiché “*The programme’s objective is to address the malfunctioning of securities markets and restore an appropriate monetary policy transmission mechanism*” restituire le cedole significherebbe ridurre temporaneamente l’onere del debito, fino alla scadenza dei titoli detenuti nel SMP, migliorare la posizione di bilancio dei Paesi in difficoltà, contribuendo a ristabilire la fiducia, e migliorare i meccanismi di trasmissione della politica monetaria che si gioverebbe di un contesto finanziario meno volatile.
- Per ultimo, potrebbe essere prevista una destinazione obbligatoria di questi fondi. Ad esempio, la riduzione dell’onere del debito potrebbe obbligatoriamente essere destinata al riacquisto di titoli in circolazione al fine di ridurre il debito stesso. In questo modo si condizionerebbe l’*utilizzo* dei fondi retrocessi agli stati dal SEBC evitando che vengano utilizzati in modo inopportuno.

La proposta di sterilizzazione del pagamento delle cedole sui titoli di stato detenuti nel SMP ha anche un possibile *precedente giuridico* a suo supporto. Infatti, seppur fondato su motivazioni diverse, è già stato siglato un accordo sui profitti derivanti dal possesso dei titoli di stato greci acquistati tramite il SMP. L’obiettivo di tale accordo è quello di retrocedere allo Stato greco i guadagni che si ottengono sui titoli

greci detenuti dalle banche centrali nazionali. Il comunicato del 21 febbraio 2012 è articolato e cerca di tenere presente tutti i vincoli esistenti nei trattati compresi quelli che riguardano il divieto di finanziamento degli Stati da parte del SEBC e la distribuzione degli utili del SEBC.

Nel comunicato è indicato che:

*“The Eurogroup takes note that the Eurosystem (ECB and NCBs) holdings of Greek government bonds have been held for public policy purposes. The Eurogroup takes note that the income generated by the Eurosystem holdings of Greek Government bonds will contribute to the profit of the ECB and of the NCBs. The ECB’s profit will be disbursed to the NCBs, in line with the ECB’s statutory profit distribution rules. The NCBs’ profits will be disbursed to euro area Member States in line with the NCBs’ statutory profit distribution rules.”*<sup>4</sup>

Vengono poi aggiunti due punti molto importanti:

- *“The Eurogroup has agreed that certain government revenues that emanate from the SMP profits disbursed by NCBs may be allocated by Member States to further improving the sustainability of Greece's public debt. All Member States have agreed to an additional retroactive lowering of the interest rates of the Greek Loan Facility so that the margin amounts to 150 basis points. There will be no additional compensation for higher funding costs. This will bring down the debt-to-GDP ratio in 2020 by 2.8pp and lower financing needs by around 1.4 bn euro over the programme period. National procedures for the ratification of this amendment to the Greek Loan Facility Agreement need to be urgently initiated so that it can enter into force as soon as possible”.*
- *“Furthermore, governments of Member States where central banks currently hold Greek government bonds in their investment portfolio commit to pass on to Greece an amount equal to any future income accruing to their national central bank stemming from this portfolio until 2020. These income flows would be expected to help reducing the Greek debt ratio by 1.8pp by 2020 and are estimated to lower the financing needs over the programme period by approximately 1.8 bn euro”.*<sup>5</sup>

In questo accordo si sottolinea in modo esplicito che i titoli di stato greci sono detenuti per *“public policy purposes”*. Poiché anche i titoli italiani sono detenuti nello stesso Programma si può facilmente traslare sui titoli del debito italiano la stessa *finalità politica* e permettere un trasferimento allo Stato italiano di *“any future income”* legato a questi titoli. Nel caso italiano non si utilizzerebbero queste risorse per modificare, migliorandole, le condizioni di programmi di sostegno. Ma sarebbe sufficiente, come indicato in precedenza, condizionare l’utilizzo di tali fondi

---

<sup>4</sup> Eurogroup statement del 21/02/2012.

<sup>5</sup> ibidem

a fini specifici, come il riacquisto di titoli in circolazione o la riduzione della tassazione.

In conclusione, sarebbe sufficiente un accordo simile a quello già stipulato per la Grecia per facilitare il percorso di rientro del deficit italiano alleggerendo l'onere che grava sui cittadini. Poter contare su quattro miliardi in più da gestire non sarebbe un aspetto di poco momento, visto che equivarrebbero al gettito dell'IMU sulla prima casa. Il nuovo governo italiano potrebbe provare ad ottenere un tale accordo in ambito europeo.