

# BCE: MOSTRA & RACCONTA

**KATHARINA UTERMÖHL, CFA**

Senior Economist Europe  
[katharina.uterhoehl@allianz.com](mailto:katharina.uterhoehl@allianz.com)

**PATRICK KRIZAN**

Senior Economist  
[Patrick.krizan@allianz.com](mailto:Patrick.krizan@allianz.com)

**ERIC BARTHALON**

Head of Capital Market Research  
[Eric.barthalon@allianz.com](mailto:Eric.barthalon@allianz.com)

**Executive Summary**

*Gli annunci di politica economica di fine aprile della BCE sono stati orientati in particolare ad allentare le condizioni di liquidità, ma hanno lasciato il lavoro in parte incompiuto per quanto riguarda il rafforzamento della capacità della BCE di sostenere i mercati del debito dell'Eurozona. Pensiamo quindi che la BCE sarà presto costretta a tirare fuori un'altra trovata per impressionare i mercati e calmare le crescenti preoccupazioni sulla sostenibilità del debito. Al fine di limitare gli spread di rischio italiani a 280-300 punti base, obiettivo di politica sempre più esplicito della BCE, ci aspettiamo che a partire da giugno venga annunciato l'acquisto di "fallen angels", ovvero di obbligazioni che hanno perso il loro rating di credito investment-grade, e il raddoppio del PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program) sia in termini di dimensioni che di durata. Seguendo questa strada, entro il 2023 la BCE deterrà il 50% dei titoli di stato dell'Eurozona. È giunto il momento che la BCE intensifichi le sue operazioni: la nostra analisi mostra che nella sua risposta alla crisi Covid-19 ha operato finora solo per la metà di quanto lo ha fatto la Fed.*

**BCE: Per lo più in attesa oggi...**

Come ci aspettavamo, la BCE è rimasta in una posizione attendista nel suo statement di fine Aprile, lasciando invariati tutti i tassi di riferimento ai minimi storici e non annunciando alcun ulteriore passo avanti nell'acquisto di asset, pur dichiarando di essere pronta a farlo. La BCE ha comunque annunciato alcune misure volte ad allentare ulteriormente le condizioni di liquidità, tra cui (1) un nuovo ciclo di prestiti a lungo termine a basso costo alle banche (*PELTRO*) che è soggetto ad un'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione, ad un tasso di interesse inferiore di 25 punti base rispetto al tasso di rifinanziamento principale, e (2) condizioni più favorevoli sulle operazioni *TLTRO III* per il periodo giugno 2020-giugno 2021, con tassi di interesse fino a -1,0% per le banche che raggiungono la loro soglia di prestiti.

**...ma aspettatevi grandi mosse nei prossimi mesi**

Poiché i titoli di Stato in Italia e Spagna sono ancora sotto pressione, la BCE sarà presto costretta a tirare fuori un altro trucco per impressionare i mercati e calmare le crescenti preoccupazioni sulla sostenibilità del debito. Questo è particolarmente vero se si considera che il vertice dei leader dell'Ue della scorsa settimana non ha prodotto un grande successo. Mentre i *leader* hanno concordato in linea di principio sulla necessità di un *Recovery Fund* dell'UE, le questioni chiave relative alle dimensioni, al finanziamento e alla forma di sostegno sono rimaste senza risposta. Ci aspettiamo che i mercati continuino a mettere alla prova la BCE come ultima linea di difesa dell'Eurozona fino a quando non riceveranno un

altro forte segnale del suo impegno a fare da contraltare ai governi. Non riuscendo a trovare una soluzione politica adeguata, i *leader* dell'Ue hanno fornito il consenso implicito per la mutualizzazione del debito attraverso la porta di servizio, non solo per continuare ma anche per aumentarla.

### **Il lavoro per la BCE è appena iniziato**

Tuttavia, non c'è dubbio, il compito della BCE in qualità di garante di condizioni di rifinanziamento favorevoli per i governi e le imprese è enorme. Dopo tutto, le reti di sicurezza nazionali tessute dai governi di tutta l'Eurozona nel tentativo di proteggere il settore privato da danni economici più strutturali - tra cui un aumento della disoccupazione e delle insolvenze delle imprese - porteranno a un drammatico aumento del debito pubblico. Rispetto al nuovo debito che sarà emesso nei prossimi mesi dai governi dell'Eurozona - i quattro pesi massimi Germania, Francia, Italia e Spagna da soli sembrano destinati a emettere circa 1.000 miliardi di euro di debito a lungo termine nel 2020 - il programma di acquisto della BCE da 750 miliardi di euro per l'emergenza pandemica comincia a sembrare decisamente meno potente.

### **Cosa occorre per stabilizzare la situazione?**

La BCE si sta essenzialmente già impegnando in una forma europea di *targeting* della curva dei rendimenti, con l'obiettivo della sua politica monetaria forse non di "chiudere lo *spread*", ma di - sempre più esplicitamente - contenere lo *spread*. Riteniamo, infatti, che la BCE utilizzerà tutti gli strumenti a sua disposizione per proteggere i governi da un eventuale forte superamento dei rendimenti o degli *spread* derivanti da declassamenti dei *rating* o dalle turbolenze del settore bancario. Vediamo il possibile innesco a un livello di *spread* italiano compreso tra circa 280 punti base e 300 punti base. Per difendere questa linea disegnata nella sabbia, pensiamo che la BCE dovrà attuare le seguenti misure:

- 1) Acquisto di *fallen angels*: In seguito alla decisione della scorsa settimana di accettare come garanzia collaterale gli "angeli caduti", ovvero le obbligazioni che perdono il loro *rating* creditizio di grado d'investimento, ci aspettiamo che la BCE annunci, appena trascorso il secondo trimestre del 2020, che acquisterà anche gli "angeli caduti". Questo calmerà i nervi del mercato, vista l'attesa di un'ondata di declassamento del *rating* sovrano e societario, in particolare per quanto riguarda l'Italia. Questa settimana l'Italia è stata declassata da Fitch a un gradino sopra l'*investment grade*.
- 2) Doppio intervento per il PEPP: Se la BCE continuerà a utilizzare la dotazione del PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Program*) al ritmo attuale, sarà completamente esaurita entro la metà di ottobre. Pertanto, nel tentativo di ridurre l'incertezza e di calmare le preoccupazioni del mercato per un mondo senza PEPP, ci aspettiamo che la BCE annunci un'estensione del PEPP sia in termini di dimensioni che di durata già a partire da giugno, quando sarà consegnato il prossimo ciclo di proiezioni macroeconomiche, o al più tardi alla riunione di luglio. Come minimo ci aspettiamo che la BCE opti per la necessaria flessibilità per mantenere un ritmo di acquisto mensile di quasi 100 miliardi di euro per tutto il 2021, con PEPP che rappresenta 75 miliardi di euro e l'APP (*Asset Purchase Programme*) 20 miliardi di euro. Il nostro modello per lo *spread* dei BTP a 10 anni mostra che, con

un'estensione di PEPP fino al 2021, lo *spread* dovrebbe effettivamente stabilizzarsi a circa 230 punti base fino alla fine del 2022. In pratica questo significherebbe un aumento del bilancio della BCE di 2,2 trilioni di euro tra marzo 2020 e dicembre 2021.

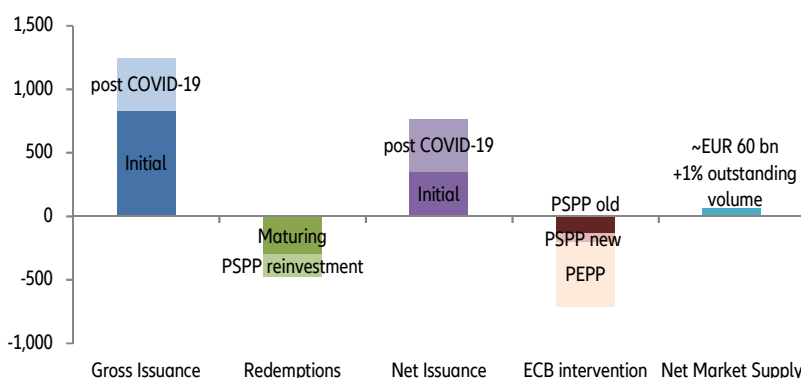
### Il 2021 non sarà la fine degli stimoli di politica monetaria

Anche se l'economia dell'Eurozona sembra destinata a recuperare i livelli pre-crisi nella prima metà del 2021, riteniamo che la politica monetaria dovrà continuare a stimolare l'economia dell'Eurozona per tutto il 2023. Il ritmo mensile degli acquisti di attività dovrebbe essere ridotto da quasi 100 miliardi di euro a circa 20 miliardi di euro nel 2023, ma saranno ancora necessari tassi bassi e un ampio sostegno bancario, dato il retaggio della crisi Covid-19, compresi gli elevati livelli di debito nel settore pubblico e privato e i persistenti NPL sui bilanci delle banche.

### La BCE dovrebbe detenere il 50% dei titoli di Stato in circolazione entro il 2023

Sovraccaricando il PEPP come descritto sopra, la BCE neutralizzerà la maggior parte dell'offerta aggiuntiva nei mercati dei titoli sovrani dell'Eurozona che deriva dalla risposta fiscale dei governi alla crisi Covid-19. Infatti, al netto degli acquisti della BCE, stimiamo che l'offerta di mercato aumenterà solo dell'1% circa nel 2020.

Figura 1 - La BCE allevia la pressione sulle emissioni sul mercato dei titoli di Stato nel 2020. Stima delle emissioni di titoli di Stato a lungo termine e degli interventi della BCE (miliardi di euro)

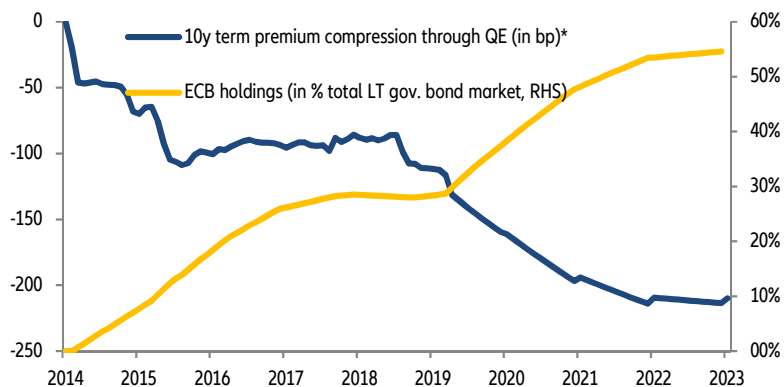


Fonti: Governi nazionali, Refinitiv, BCE, Allianz Research.

Inoltre, in un simile scenario, ci aspettiamo che la BCE detenga la metà di tutti i titoli di Stato a lungo termine della zona euro in circolazione entro il 2023. Le implicazioni per i rendimenti saranno significative. La domanda di attività sicure aumenterà fortemente in quanto gli investitori privati avversi al rischio (aumentando il risparmio finanziario in risposta alla crisi) e gli acquirenti forzati (che soddisfano i requisiti normativi) entreranno in maggiore concorrenza con una banca centrale sensibile ai prezzi per un'offerta nel migliore dei casi stabile di titoli di Stato. Ciò comprimerà ulteriormente il premio di rendimento, ovvero il ritorno per la detenzione di obbligazioni a lungo termine, che a sua volta eserciterà una pressione al ribasso sui rendimenti. Attualmente stimiamo la compressione del premio a termine indotta dal QE per i titoli di Stato tedeschi a 10 anni a -130 punti base. Questo effetto potrebbe aumentare fino a oltre -200 punti

base entro la fine del 2021. Ciò significa che, anche se l'Eurozona tornerà a un *trend* di crescita più elevato e le aspettative di inflazione saliranno (attualmente si trovano al livello inferiore delle nostre stime), i rendimenti di riferimento potranno aumentare molto moderatamente nei prossimi due anni. L'effetto di contenimento prevarrà anche a medio termine, a seconda della politica di reinvestimento della BCE. Se la BCE decidesse di reinvestire interamente le proprie partecipazioni obbligazionarie (PSPP e acquisti PEPP) per tre anni e successivamente lasciasse maturare le proprie azioni, l'effetto di contenimento potrebbe comunque arrivare a -90 punti base nel 2030.

Figura 2 - Il QE della BCE avrà un effetto di contenimento duraturo sui rendimenti

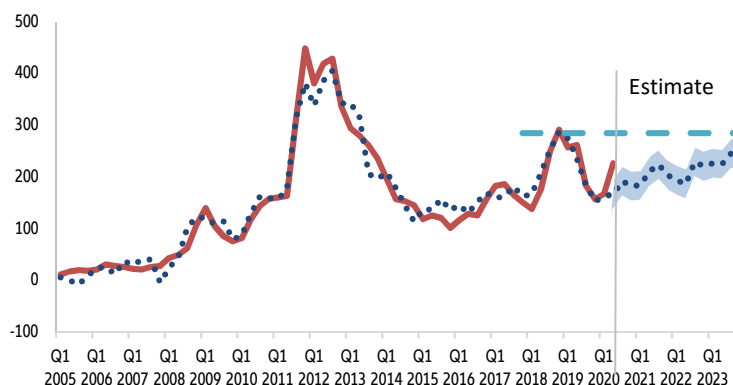


\* Premio a termine stimato dal Modello ACM, impatto QE basato su Eser et al. (2019), ipotizzando un periodo di reinvestimento completo di 3 anni  
 Fonti: BCE, Refinitiv, Allianz Research

### Ci sono limiti alla capacità della BCE di limitare lo spread

La BCE può attenuare lo *spread* soprattutto quando è guidata da preoccupazioni di rischio di credito, eliminando il timore di *default* del mercato.

Figura 3 – Italia: l'estensione di PEPP dovrebbe mantenere gli *spread* al di sotto di 300 punti base  
 Spread verso la Germania in punti base



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Può rivelarsi meno potente se lo *spread* aumenta a causa delle preoccupazioni di un'uscita dell'euro, cioè quando subentra il rischio di ridenominazione in quanto in questo caso il driver è di natura politica. I nostri calcoli dimostrano che il rischio di ridenominazione attualmente

contribuisce poco allo *spread* (15 punti base per l'Italia contro gli oltre 250 del 2012). Ma l'acceso dibattito sui coronabond dimostra che le vecchie linee di divisione esistono ancora.

### **La BCE è stata proattiva solo la metà rispetto a quanto lo è stata la Fed**

Come sta rispondendo il sistema bancario dell'Eurozona alla crisi della Covid-19?

In che misura fa parte della soluzione o del problema? Rispondere a queste domande, almeno in parte, è l'oggetto della presente indagine, che è il seguito di una recente analisi del sistema bancario statunitense.<sup>1</sup>

Tra il 06 marzo e il 24 aprile, ultima rilevazione settimanale, il bilancio del SEBC (Sistema europeo di banche centrali) è aumentato di 645 miliardi di euro, passando da 4.702 a 5.347 miliardi di euro. Nello stesso periodo (dal 04 marzo al 22 aprile), il bilancio della Federal Reserve è aumentato di 2.332 miliardi di dollari, ovvero 3,3 volte tanto. Poiché l'economia statunitense è solo 1,6 volte più grande di quella dell'Eurozona, ne consegue che, da un punto di vista puramente quantitativo, la BCE è stata proattiva solo la metà di quella della Fed.

Come risulta dal lato dell'attivo del bilancio, anche la natura degli interventi del Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC) è stata diversa. Il contributo maggiore all'incremento delle attività del SEBC proviene dai prestiti in euro alle banche nazionali attraverso operazioni di rifinanziamento a lungo termine, o LTRO (296 miliardi di euro, pari al 46% del totale). Il contributo maggiore (178 miliardi di euro, pari al 28% del totale) è attribuibile all'acquisto di titoli. La maggior parte di questi acquisti (56%, pari a 97 miliardi di euro) deriva dal nuovo programma di acquisto di emergenza pandemica (PEPP), il cui obiettivo è di raggiungere 750 miliardi di euro. Al ritmo attuale di 20-25 miliardi di euro a settimana, questo obiettivo dovrebbe essere raggiunto entro la seconda metà di ottobre. Il programma di acquisto del settore pubblico (PSPP) ha contribuito con un altro 33%, pari a 56 miliardi di euro. Segue il programma di acquisto del settore aziendale (CSPP) con un contributo del 6%, pari a 11 miliardi di euro.

L'aumento di 126 miliardi di euro dei prestiti in dollari alle banche (6% del totale) è destinato a far fronte alla carenza di dollari nell'area dell'euro. È la contropartita degli *swap* di valuta effettuati dalla BCE (e da altre banche centrali) con la Federal Reserve. Si ricorda che, nello stesso periodo, gli acquisti di titoli e gli *swap* di liquidità delle banche centrali hanno rappresentato rispettivamente il 70% e il 18% dell'aumento delle attività della Fed. Certo, queste maggiori quote riflettono rispettivamente il maggior ruolo dei mercati dei capitali negli Stati Uniti e il ruolo globale del dollaro USA. Ma, per quanto riguarda gli acquisti di titoli, il quadro istituzionale dell'Eurozona dà meno mano libera alla BCE che alla Fed.

Dal lato del passivo, i contrasti tra il bilancio della BCE e quello della Fed sono meno marcati. Le passività verso le istituzioni monetarie e finanziarie, o IFM, sono state il maggiore assorbitore (223 miliardi di euro, pari al 35% del totale) della liquidità della banca centrale, seguite dai depositi delle amministrazioni pubbliche (18 miliardi di euro, pari al 28% del totale) e dalle passività verso i non residenti in euro (163 miliardi di euro, pari al 25%

---

<sup>1</sup> Fed bazooka: un colpo a lunga gittata, 17/04/2020

del totale).<sup>2</sup>.

Tabella 1 - Stato patrimoniale consolidato del SEBC

Eurosystem consolidated balance sheet				
	Value		Change	Contribution
	24/04/2020	06/03/2020		
	€ bn	€ bn	€ bn	in %
<b>Total assets</b>	<b>5,347</b>	<b>4,702</b>	<b>645</b>	
Gold & gold receivables	510	471	39	6%
FX reserves	360	346	14	2%
<i>IMF</i>	84	80	4	1%
<i>Other FX reserves</i>	277	266	10	2%
Claims on residents in FX	150	24	126	20%
Claims on non-resid. in €	14	17	-3	0%
Lending to banks (MFIs)	912	617	295	46%
<i>of which: LTRO</i>	912	616	296	46%
Other claims on MFI (ELA)	40	49	-9	-1%
Securities in €	3,052	2,875	178	28%
<i>held for MFP</i>	2,847	2,675	172	27%
<i>Other securities</i>	206	200	6	1%
Other assets	285	281	5	1%
<b>Total liabilities</b>	<b>5,347</b>	<b>4,702</b>	<b>645</b>	
Bank notes	1,330	1,280	49	8%
Liabilities to MFIs'	2,133	1,910	223	35%
<i>Current accounts</i>	1,802	1,662	140	22%
<i>Deposit facility</i>	332	248	83	13%
<i>Fixed term deposits</i>	0	0	0	0%
General govt & others	564	384	180	28%
Liab. to non-€ resid. in €	343	181	163	25%
Liab. to non-€ resid. in FX	7	6	1	0%
Liab. to residents in FX	8	9	-2	0%
SDR	58	57	1	0%
Other liabilities	279	290	-11	-2%
Revaluation accounts	507	467	40	6%
Capital & reserves	109	108	1	0%

Fonti: BCE, Refinitiv, Allianz Research

Si ricorda che, nello stesso periodo, i saldi delle riserve (ossia il saldo delle riserve statunitensi equivalente alle passività nei confronti delle IFM) e il deposito del Tesoro statunitense hanno rappresentato rispettivamente il 58% e il 24% dell'aumento delle passività.

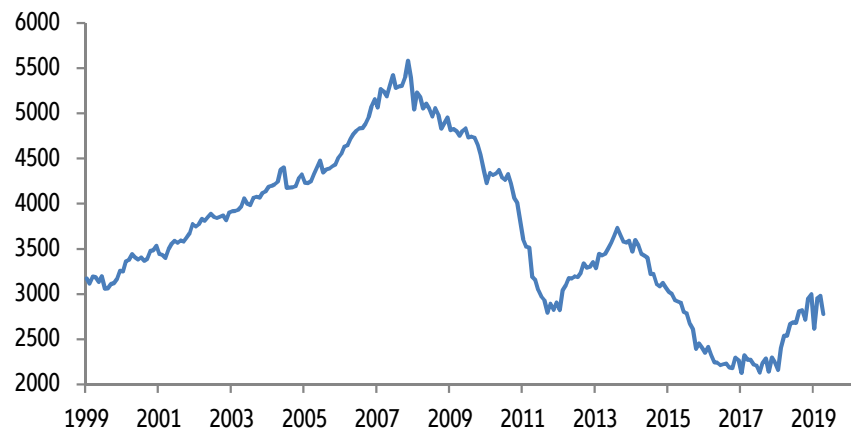
Come per gli Stati Uniti due settimane fa, ora dobbiamo esaminare i bilanci delle banche per valutare fino a che punto questa nuova liquidità della banca centrale stia raggiungendo il settore non finanziario dell'economia dell'Eurozona, dove i dati sui bilanci delle banche commerciali non sono settimanali, come negli Stati Uniti, ma mensili. I dati di marzo, pubblicati il 29 aprile, sono i più recenti disponibili. Nel corso di quel mese, il totale delle attività degli MFI (*Monetary Financial Institutions*) dell'Eurozona è aumentato di 764 miliardi di euro, passando da 33.857 a 34.621 miliardi di euro, pari al 2,2%. In termini relativi, nello stesso periodo, le attività delle banche commerciali statunitensi sono aumentate molto più rapidamente, del 10,1%, pari a 1.811 miliardi di dollari USA, passando da 17.964 a 19.775 miliardi di dollari.

<sup>2</sup> L'altra parte dei *currency swap*.

Nonostante queste grandi differenze nei numeri dei titoli, le banche commerciali dell'Eurozona si stanno comportando in modo molto simile alle loro controparti statunitensi: accumulano riserve presso la Banca Centrale (+250 miliardi di euro); riducono i prestiti interbancari (-193 miliardi di euro, cfr. figura 3); concedono - volenti o nolenti - prestiti alle imprese in base a linee di credito rotative negoziate prima dell'inizio della crisi (+114 miliardi di euro); riducono i prestiti alle famiglie (-8 miliardi di euro); acquistano titoli di Stato (+73 miliardi di euro), ma vendono altri titoli a reddito fisso (-83 miliardi di euro).

Nell'Eurozona come negli Stati Uniti, resta da vedere se le banche commerciali possano effettivamente contribuire a finanziare il settore privato non finanziario in tempi di stress. Ma, mentre le attività delle banche commerciali si attestano al 90% del PIL negli Stati Uniti, esse equivalgono al 290% del PIL della zona euro.

Figura 4 - Mercato interbancario dell'area dell'euro - Attività e passività delle MFI (escluso l'Eurosistema), in miliardi di euro



Fonte: BCE, Refinitiv, Allianz Research

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

#### **DICHIARAZIONI PREVISIONALI**

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

#### **NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE**

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge.