

Il Quantitative easing? Premia troppo Berlino

Il processo di condivisione dei rischi tra i Paesi dell'euro fa un nuovo passo indietro



Molti in Europa stanno dichiarando: «la politica monetaria ha fatto ciò che poteva»; e in cuor loro tirano un sospiro di sollievo perché con il *Quantitative Easing* (Qe) la Bce non è riuscita a porre le basi per l'avvio di un processo strutturale di condivisione dei rischi che è a fondamento del funzionamento di un'area valutaria.

Perché la Germania non ha consentito un acquisto di titoli di Stato come da *best practice* delle banche centrali del mondo, cioè senza pagamento di interessi alla Bce e senza trattamenti discriminatori sui rischi dei debiti pubblici dei

diversi Paesi membri? Perché la tesi è che in questa maniera la Bce realizzerrebbe una commistione indebita tra politica monetaria e fiscale: non pagando interessi alla Bce un Paese membro potrebbe ridurre le tasse o aumentare la spesa pubblica oppure nel caso di perdita di valore dei titoli di Stato di un Paese membro comprati dalla Bce ne farebbero iniquamente le spese tutti i contribuenti dell'Eurozona. Sulla questione interessi, è vero, la Bce sta facendo politica fiscale ma pro-Germania; gli acquisti Bce di titoli di Stato del biennio 2011-2012 trasferiscono interessi dai paesi della

periferia alla Germania per circa 4 miliardi date le regole dell'Eurosistema.

Sulla questione del rischio di credito, cioè della perdita di valore di un titolo di Stato, la soluzione – sempre per non creare indebite commistioni – è che la Bce acquisterà direttamente titoli di Stato dell'Eurozona per 100 miliardi (l'8% del Qe) mutualizzando i rischi e fornirà liquidità alle banche centrali per mille miliardi per consentire l'acquisto di titoli di Stato (l'80% del Qe) e di titoli emessi da organismi europei sovranazionali (il 12% del Qe), tra cui l'Esm, cioè l'ex-Fondo Salva Stati, avrà una quota rilevante.

Questo significa che per i titoli di Stato acquistati, le banche centrali nazionali stanno assicurando la Bce dai rischi di perdite di valore del proprio debito pubblico ed il premio sono gli interessi. In pratica la Banca d'Italia sta vendendo un *credit default swap* alla Bce. Per vederla in altro modo: Banca d'Italia acquistando 100 miliardi di titoli di Stato li trasformerà de facto in titoli sottoposti a legge di diritto estero e quindi l'Italia non potrà ridurre il valore ridenominandoli in lire e poi svalutandoli ma sarà chiamata a restituire alla Bce l'intero controvalore in euro.

Per i titoli emessi dal-

l'Esm il provvedimento della Bce realizza una sorta di mutualizzazione al quadrato dato che per Statuto i rischi di questo Fondo sono già mutualizzati. La composizione dei rischi dell'Esm vede una quota rilevante occupata da oltre metà del debito pubblico greco la cui ristrutturazione – minacciata da Tsipras – determinerebbe perdite eccedenti la sua dotazione di capitale. Sembra quindi che – nel dubbio che qualche Paese membro possa non partecipare alla ricapitalizzazione del Fondo – ci sia un'esigenza di trasferire con certezza i rischi di tali eccedenze sulle banche centrali nazionali che

per tanto prestano un'assicurazione alla Bce. Per questo *credit default swap* però non viene pagato alcun premio. Ad esempio, prendendo per eccesso e come approssimazione il «rischio Grecia», l'Italia dovrebbe ricevere un miliardo l'anno. Ancora una volta la Bce sta facendo politica fiscale pro-Germania e non si sbaglia a dire che il Qe perlomeno nazionalizza i rischi dell'Eurozona al 92%.

La decisione annunciata il 22 gennaio ha poco sapore di Stati Uniti d'Europa. È in linea con le decisioni precedenti, compresa quella di due settimane fa che ha sancito la possibili-

tà di alleviare il Fiscal Compact in presenza di una recessione non solo dell'Eurozona ma anche dei singoli Paesi. Anche questa è stata una decisione utile ma che non si interroga sul perché i padri fondatori dell'Eurozona non abbiano neanche preso in considerazione l'idea che i cicli economici degli Stati membri potessero essere disallineati. Sarà casuale, ma proprio in questi giorni i regolatori europei che si occupano di rischi nei bilanci delle banche dicono che è arrivato il momento di discriminare i titoli di Stato dell'Eurozona. È in corso da tempo una metamorfosi dell'Europa da Unione a sommatoria di Stati membri. Se ci fosse il principe Metternich forse direbbe che – Germania a parte – questa Europa è un'espressione geografica e nulla di più.