

LA BCE E IL QE

I VETI INCROCIATI FRA ROMA E BERLINO METTONO IN DIFFICOLTÀ LA BCE

18 luglio 2016

di Marcello Minenna



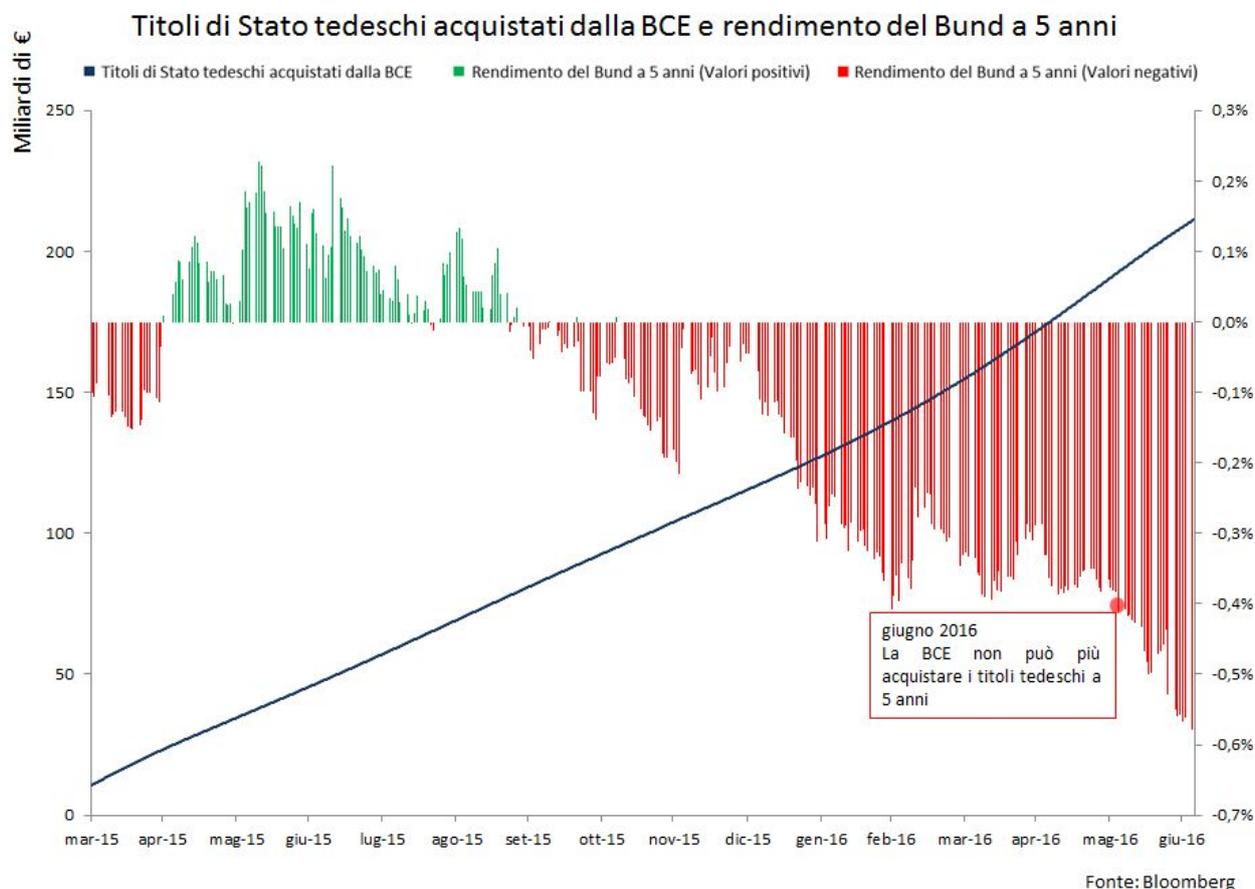
Nei turbolenti giorni che hanno seguito la Brexit, con i mercati azionari mediamente in calo dell'8% ed il crollo della Sterlina, i titoli di Stato dell'Eurozona sono rimasti sostanzialmente imperturbati. Il pensiero di tutti gli operatori, inesperto ma chiaro, è stato: meno male che la BCE ci copre le spalle. Gli acquisti di

titoli del Quantitative Easing, che oramai viaggiano al ritmo di 80 miliardi al mese, sono stati fondamentali nel ridurre al minimo sindacale le oscillazioni dei rendimenti. Inoltre lo scossone dato ai mercati e le minacce di recessione sono state tali da indurre molti analisti a considerare ovvio un ulteriore allungamento del QE oltre la sua naturale scadenza nel marzo del prossimo anno.

Eppure la Brexit ha aperto le prime, evidenti crepe nel cervelotico funzionamento del QE. Il punto debole sta nei titoli governativi tedeschi: troppo pochi e con rendimenti troppo bassi. Da un lato la BCE tramite la Bundesbank deve acquistare almeno 12,5 miliardi di titoli tedeschi (i Bund) ogni mese secondo la regola della "capital key", che riconosce alla banca centrale tedesca il suo ruolo di primus inter pares. Dall'altro tutti i titoli che hanno un rendimento implicito inferiore alla soglia del -0,4% sono automaticamente esclusi dal programma di acquisti. Questo "numero magico" dello -0,4% è il tasso di rendimento dei depositi che le banche detengono in BCE; poiché è negativo vuol dire che le banche stanno pagando per parcheggiare la liquidità. Comprando titoli di Stato a tasso negativo la BCE restituisce un pezzo di questo pedaggio, ma non può andare oltre lo -0,4%, dato

che finirebbe per andare in perdita e trasferire risorse ex novo alle banche che cedono i titoli.

In tempi ordinari, questo meccanismo già incentiva le banche a rastrellare Bund dal mercato, per far salire il prezzo e rivendere i titoli alla BCE ottenendo un facile profitto (una strategia di sostanziale “frontrunning”) . Ma se i prezzi salgono, i rendimenti scendono e questo spinge mano a mano sempre più titoli al di sotto del tasso di deposito. Prima o poi, la BCE deve spostare l’asticella più in basso per preservare il suo ritmo di acquisti; dal marzo 2015 è già successo 2 volte con il taglio del tasso di deposito prima da -0,2% a -0,3% e poi a -0,4%. Se a questo si aggiunge lo status privilegiato di safe haven (porto sicuro) goduto dai Bund che spinge gli operatori a farne incetta ad ogni fase di mercato ribassista, si comprende benissimo il vicolo cieco in cui si è cacciata la BCE. Dopo lo shock Brexit, il 57% dei titoli tedeschi potenzialmente acquistabili quotava un rendimento implicito inferiore allo -0,4%; da inizio mese la situazione di instabilità del settore bancario italiano sta spostando ancora più flussi di liquidità verso il debito tedesco ed il trend sembra in rafforzamento.



Se la BCE vuole proseguire il QE almeno fino a marzo (o andare oltre) ha solo due modalità per uscire dall'angolo. Abbassare di nuovo i tassi fino almeno allo -0,5% sarebbe la soluzione più scontata ma consentirebbe solo di guadagnare qualche mese prima che il gioco della domanda e dell'offerta riproponga il problema. Inoltre – oramai c'è conclamata conferma – i tassi negativi stanno danneggiando la profittabilità del settore bancario. Si guadagna sempre meno dai margini di interesse: se nel 2007 le banche europee avevano guadagnato 709 miliardi dall'erogazione di prestiti, nel 2015 questa cifra è scesa a 433 miliardi.

Paradossalmente il taglio dei tassi metterebbe più pressione alle banche già in difficoltà ed in questo momento molto delicato non sarebbe proprio la mossa più saggia.

L'altra possibilità teorica sarebbe quella di eliminare il vincolo della capital key ed acquistare i titoli di Stato dell'Eurozona maggiormente disponibili o più soggetti a tensioni sui rendimenti, cioè quelli dei Paesi periferici. Peraltro ciò consentirebbe di ridurre sostanzialmente a zero i differenziali (lo spread) tra i rendimenti dei titoli core e Periferici. Normalmente non prenderemmo minimamente in considerazione questa ipotesi dal sapore eretico ed invisa alla Bundesbank quasi quanto l'idea dell'helicopter money, poichè corrisponderebbe ad un risk sharing di fatto tra i Paesi membri dell'Eurozona.

Sta di fatto che, dietro il muro delle comunicazioni ufficiali della BCE, sono filtrate voci in questa direzione, ovviamente prontamente smentite. C'è un segnale netto nelle chiacchiere di corridoio, che i dati non smentiscono: la BCE sta già spostando i suoi acquisti verso i Paesi periferici. Nel mese di giugno, rispetto al limite della capital key sono stati acquistati più titoli italiani (+2,15%) e spagnoli (+1,64%). Un semplice movimento tecnico? Una cosa è chiara: se intende mantenere l'ombrello protettivo del QE, nei prossimi mesi la BCE sarà costretta a decisioni complicate.