

L'analisi

Se il Qe aiuta il trading e non le imprese

DI MARCELLO MINENNA

Gli acquisti di titoli di stato del Quantitative Easing (Qe) hanno oramai raggiunto la soglia dei 100 miliardi. Sebbene la Bce abbia posto l'accento sull'aumento dei prestiti nell'Eurozona (lo 0,1% dopo 3 anni di contrazione), la maggior parte degli effetti del Qe si sta dispiegando per ora sul mercato finanziario.

I rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona sono entrati in subbuglio, mostrando dapprima una marcata discesa fino a livelli mai sperimentati (rendimenti negativi per i Bund tedeschi fino al 9° anno e per la prima volta anche per i Bot a 6 mesi), per poi salire. Gli operatori stanno passando all'incasso, realizzando guadagni da intermediazione derivanti da oltre un anno di rialzo dei prezzi dei titoli (se i rendimenti scendono, i prezzi salgono). Questo fenomeno è più evidente per i titoli di Stato tedeschi che orbitano maggiormente nell'area dei rendimenti negativi.

Per capire bisogna ricordare uno dei dettagli tecnici del Qe: la Bce non può acquistare titoli con tasso negativo inferiore al -0,2%; questa diviene conseguentemente la soglia che qualifica il momento di vendere. Infatti il titolo non può più essere acquistato dalla Bce ed il suo prezzo ha oramai pochi margini di crescita; l'originario eccesso di domanda generato dal Qe e che ha portato il rendimento al -0,2% scompare. E di contro appare un eccesso di offerta determinato dalle banche che vanno ad incassare questo profitto da intermediazione provocando un rialzo dei rendimenti. Da qui i movimenti improvvisi che si stanno registrando sul mercato dei titoli tedeschi.

Non è un caso che, man mano che il Qe rastrella titoli sul mercato, i rendimenti dei Bund sulle varie scadenze si stiano progressivamente schiacciando intorno al limite del -0,2%. Questo è uno dei motivi di interesse degli operatori per titoli a tasso negativo, oggetto finanziario curioso dato che significa prestare soldi per poterne avere indietro meno. Dinamiche simili — anche se ovviamente meno dirimpenti sono ravvisa-

bili per gli altri titoli di Stato dell'eurozona.

Questi «alti e bassi» di mercato (la volatilità) sono amplificati dalla riduzione dei volumi negoziati di titoli per il rastrellamento a opera delle banche centrali dell'eurozona. Con meno titoli in circolazione, le operazioni di intermediazione come quelle sopra descritte, possono provocare sensibili movimenti di prezzo soprattutto se, come accaduto di recente, un'asta del governo tedesco va scoperta.

La Bce al fine di contrastare la riduzione dei volumi (dal 2 aprile) ha consentito alle banche centrali nazionali di dare a prestito alle banche private i titoli acquistati con il Qe. Le banche private utilizzerebbero questi titoli quale garanzia per prestiti sul mercato interbancario. I servizi però o non sono ancora operativi o sono considerati troppo costosi ed i titoli utilizzabili come garanzia si stanno riducendo, peggiorando la capacità degli istituti di credito di rifinanziarsi. Questo deterioramento appare per ora compensato dai sopradescritti guadagni da intermediazione che ovviamente sono preferiti dalle banche rispetto a quelli più rischiosi da erogazione di credito all'economia reale.

D'altronde non è la prima volta che le banche utilizzano la liquidità messa a disposizione dalla Bce per realizzare guadagni da intermediazione senza pass through verso l'economia reale. È successo alcuni anni fa con i prestiti agevolati all'1% concessi dalla Bce per fronteggiare la crisi finanziaria. In quel caso le banche hanno utilizzato i fondi per acquistare titoli del proprio Paese, guadagnando lo spread tra i rendimenti dei titoli (per la periferia ben sopra il 5%) e l'1% della Bce. Soltanto in Italia su 270 miliardi erogati ben 220 sono stati impiegati per acquistare Btp, mentre i prestiti a famiglie ed imprese precipitavano.

La trasmissione del QE all'economia reale è ancora un'incognita mentre le macchinose regole di ingaggio attraverso le banche centrali stanno impattando negativamente sul mercato interbancario e incentivando comportamenti speculativi.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

