

RELAZIONE DI MARCELLO MINENNA AL CONVEGNO “DOPO IL QE, QUALE GOVERNANCE PER L’UNIONE” – 12 MAGGIO 2015

L’invito di oggi, di cui ringrazio Prodemos, mi consente di affrontare il tema del *Quantitative Easing* ed inquadrarlo in una prospettiva di nuova *Governance* europea. Questo indispensabile strumento di politica monetaria non sta infatti dando per ora i risultati sperati e nel rispetto delle regole può essere però ricalibrato in tempi assai brevi – rispetto ad altre processi decisionali più complessi e che richiederebbero all’euroburocrazia mesi se non anni per essere varati ed affrontare i nodi della crisi dell’Eurozona.

Al fine di delineare nuove soluzioni per l’implementazione del QE, è opportuno fare un passo indietro ed approfondire il motivo per cui non sia stato deciso un acquisto di titoli di Stato come da *best practice* delle banche centrali di altre aree valutarie, cioè senza pagamento di interessi alla Banca centrale e senza trattamenti discriminatori sui rischi dei debiti pubblici. Dietro alle tensioni che hanno condotto a questa decisione c’è la tesi (di ispirazione teutonica) che un differente intervento della BCE avrebbe realizzato un’indebita commistione tra politica monetaria e fiscale e favorito comportamenti opportunistici della periferia, quello che gli economisti chiamano: *moral hazard*. Infatti, non pagando interessi alla BCE un Paese membro avrebbe potuto (ad esempio) ridurre le tasse o aumentare la spesa pubblica e quindi utilizzare il provvedimento di politica monetaria europea a fini fiscali nazionali. Allo stesso modo si immagini il caso di perdita di valore dei titoli di Stato di un Paese membro comprati dalla BCE; tale perdita che riguarda uno Stato nazionale sarebbe stata ribaltata su tutti i contribuenti dell’Eurozona. Ma la tesi del *moral hazard* – come mostrerò nel mio intervento – non è supportata dai fatti.

Sulla questione interessi alcune decisioni della BCE hanno sicuramente implicazioni di politica fiscale, ma i termini sono differenti. Nel biennio 2010-2012 con il *Securities Market Programme* (SMP) la BCE ha accresciuto il proprio bilancio di circa 220 miliardi di € di titoli emessi dai Paesi della periferia dell’Eurozona. Considerando i titoli giunti a scadenza negli ultimi 30 mesi e le sterilizzazioni effettuate sul mercato secondario, oggi circa 140 miliardi di € di titoli governativi – in base alla decisione del giugno 2014 – non sono stati reimmessi sul mercato determinando così un contenuto aumento della base monetaria. La peculiarità del SMP sta nella circostanza che, diversamente da quanto accaduto con i programmi di acquisto della FED, i governi sono tenuti a pagare gli interessi alla BCE. In totale si stima un flusso di una decina di miliardi di € l’anno che poi vengono distribuiti pro-quota sull’Eurosistema (18% alla Germania, 14% alla Francia, 12% all’Italia e così via). In altri termini la Germania per il tramite della *Bundesbank* riceve quasi 4 miliardi di interessi dai Paesi della periferia. Dunque sinora la politica monetaria ha indotto sì trasferimenti fiscali tra gli Stati membri, ma dalla periferia al centro e non viceversa.

Relativamente alla questione, cioè della perdita di valore di un titolo di Stato, la soluzione del programma di acquisti deciso il 22 gennaio prevede che (sempre per non creare indebite commistioni) la BCE:

- acquisti direttamente titoli di Stato dell’Eurozona per circa 100 miliardi (l’8% del QE), mutualizzandone in tal modo i rischi;
- fornisca liquidità alle banche centrali per 1000 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). Nella lista di istituzioni *eligible*, l’ESM e l’EFSF cioè i Fondi Salva-Stati, hanno ragionevolmente una quota rilevante.

Nella prospettiva di capire come l’implementazione del QE stia di fatto generando ulteriori anomalie per l’Eurozona, è necessario approfondire alcuni altri dettagli di carattere normativo molto importanti. Innanzitutto sussiste un limite di acquisto assoluto per singolo Paese, rappresentato dal 33% di tutte le emissioni in essere; questo spiega il motivo per il quale la Grecia è stata esclusa dal

programma di acquisti visto che il debito detenuto dal Fondo EFSF, dalla BCE e da altre istituzioni europee supera largamente questa soglia. Il rationale che sta alla base di questo limite è connesso con la necessità di non alterare la microstruttura dei mercati dei titoli di Stato; in realtà, anche con acquisti di gran lunga inferiori al limite, si sono potute osservare delle profonde modifiche strutturali in termini di volatilità e *trend*. Una seconda caratteristica, di gran lunga la più importante si riferisce alla ripartizione dei rischi sovrani connessi con il programma di acquisto di titoli. In termini tecnici – forse un poco ostici ma necessari – l’implementazione del QE prevede la vendita di un *Credit Default Swap* (CDS) da parte delle Banche Centrali Nazionali (BCN) verso la BCE. Un CDS non è nient’altro che un derivato di credito che assicura chi lo acquista dal *default* dell’Italia sul proprio debito. Nel momento in cui la Banca d’Italia riceve (a rate) dalla BCE oltre 100 miliardi di € per acquistare titoli governativi italiani, resta inteso che il debito resta denominato in €. Tuttavia, può accadere nel tempo che i BTP che appaiono nell’attivo della Banca d’Italia siano ristrutturati, oppure convertiti in £ da parte di un governo che abbandoni la moneta unica. È ragionevole ipotizzare che nel caso di conversione in £, ci sia una svalutazione significativa del valore dei titoli per via di una valuta più debole nei confronti di quello che rimarrebbe dell’Euro (questo rischio di svalutazione è anche conosciuto in gergo tecnico come *convertibilità risk* o rischi di convertibilità). Per il tramite del CDS però la BCE è assicurata dal rischio di svalutazione dei BTP acquistati attraverso il QE, perché il valore del contratto derivato compensa la caduta di valore in € dei titoli di Stato; nella sostanza è come se questa porzione di debito rimanesse saldamente denominata in €. Per accollarsi questo rischio di svalutazione, la Banca d’Italia incassa il premio di questo derivato di credito rappresentato dagli interessi sui titoli di Stato. Tralasciando gli aspetti puramente tecnico-finanziari, non è inesatto affermare che l’Italia sta cedendo su quella quota-parte di debito la sovranità, intesa come la capacità di intervenire in maniera unilaterale sulla struttura ed il valore dei titoli. In termini di quantità, stiamo parlando di circa 130 miliardi di € su un debito che oramai arriva a 2220 miliardi, quindi in prima analisi si potrebbe inferire che il problema sia di limitata entità; tuttavia ci sono altri particolari da considerare.

Infatti dal gennaio del 2013 gli accordi relativi al varo del Fondo Salva Stati ESM hanno imposto tra l’altro che tutto il debito con scadenza superiore ad un anno sia assistito da speciali clausole altrimenti conosciute come CAC (*Collective Action Clauses*). Si tratta di elementi contrattuali specifici che hanno ricevuto l’attenzione dei media in occasione della ristrutturazione del debito greco di marzo 2012. Con queste clausole viene regolata tra l’altro la possibilità di bloccare qualsiasi ristrutturazione da parte di chi detiene più del 25% di una singola emissione; in questa prospettiva la BCE ha previsto che attraverso il QE le Banche Centrali Nazionali non possano detenere più del 25% di qualsiasi emissione. Tuttavia è evidente che questo limite possa essere facilmente aggirato nel momento in cui alla Banca Centrale si affianchi qualsiasi altro creditore; ciò implica conseguentemente che la BCE può facilmente impedire un’eventuale ristrutturazione del debito italiano per un ammontare che è 4 volte superiore ai 130 miliardi del programma di acquisto, cioè per oltre 520 miliardi di €.

Si consideri ora il tema dell’acquisto di titoli emessi da istituzioni sovranazionali, quali ad esempio i Fondi Salva Stati (EFSF, ESM): gli acquisti proseguono da oramai 2 mesi ad un ritmo di circa 5 miliardi al mese. È ragionevole inferire che la motivazione sottostante questa scelta da parte della BCE sia connessa con il rischio Grecia: si consideri infatti che il Fondo Salva Stati EFSF ha nel suo attivo 143 miliardi di titoli del debito greco e che se si dovesse alla fine arrivare ad una ristrutturazione del debito greco sussiste la possibilità non del tutto remota che uno o più governi dell’Eurozona possa decidere di non contribuire al ripianamento delle perdite. Pertanto è meglio che ci sia una seconda assicurazione: si tratta di un ulteriore CDS, peraltro neanche remunerato visto che i rendimenti dei titoli del Fondo EFSF sono negativi o tutt’al più nulli, mentre oramai il rischio sul debito greco ha superato ampiamente la doppia cifra percentuale. Al ritmo attuale di acquisti è stimabile con un minimo di algebra che il rischio Grecia possa venire internalizzato nell’Eurosistema in 6-7 mesi; questo ridurrebbe di gran lunga la capacità negoziale del governo

greco nell'attuale trattativa con l'Eurogruppo. Certo c'è da chiedersi se ci sarà abbastanza tempo affinché questo ulteriore “scudo” possa completamente dispiegarsi: il recente controverso pagamento fatto dal governo greco al FMI attraverso i “diritti speciali di prelievo” presso lo stesso FMI rappresentano una dubbia partita di giro che induce a ritenere che la liquidità del governo greco sia oramai agli sgoccioli.

In una prospettiva più ampia dunque quali sono gli effetti del QE per l'economia reale? Purtroppo non molti. Occorre a questo punto effettuare una distinzione tra Paesi *core* e periferici; nonostante infatti lo schema di acquisto sia lo stesso, i comportamenti delle banche dei vari Paesi sono differenti. Nei Paesi periferici, è assai più probabile che le banche utilizzino la liquidità riveniente dalla vendita di titoli governativi alla BCE per acquistare altri titoli (schema “titolo chiama titolo”) oppure addirittura per ripagare debiti pregressi alla BCE (schema “titolo chiama liquidità”); questo perché secondo le vigenti regole prudenziali di Basilea, recepite in Europa dalla Direttiva CRD-IV i titoli governativi non richiedono capitale di vigilanza da appostare, mentre l'erogazione di crediti richiede l'accantonamento di una certa quota di capitale. Inoltre oltre 100 miliardi di LTRO devono essere ripagati dalle banche italiane (questo anche se i vecchi prestiti triennali sono scaduti a febbraio 2015, per via di un *rolling* con prestiti trimestrali a tasso ora più basso).

Gli sviluppi della normativa europea purtroppo non aiutano l'erogazione di prestiti all'economia reale: il presidente del meccanismo di supervisione unica della BCE Danièle Nouy ha auspicato una riduzione dell'esposizione sul debito pubblico da parte delle banche dell'Eurozona. Pur non definendo delle soglie precise, è ragionevole considerare le ipotesi standard previste in Basilea 3 che prevedono un limite all'esposizione verso il singolo emittente del 25%. In questo contesto, le banche italiane dovrebbero effettuare un ribilanciamento per circa 200 miliardi di € così come quelle spagnole. Per gli istituti portoghesi e greci si parlerebbe di circa 20 miliardi di €. S tenga conto che nel 2014 oltre il 95% del portafoglio di titoli governativi delle banche italiane era composto da BTP, 90% per la Grecia, Portogallo e Spagna mostrano un'incidenza dei titoli nazionali intorno all'80%). Questo implicherebbe necessariamente per gli istituti coinvolti, una dismissione di titoli nazionali e l'acquisto di titoli (anche) di Paesi core, quindi verosimilmente a più basso rendimento con evidenti ripercussioni non solo sullo spread ma anche sulla redditività prospettica. Pur non essendo un obbligo, le raccomandazioni di Basilea hanno spesso valore vincolante per gli Stati membri, condizionandone la normativa in maniera sostanziale. Di recente l'European Systemic Risk Board (e dunque la BCE), ha espresso parere favorevole, attraverso un position paper, su una prossima implementazione nell'Eurozona di nuove regole di valutazione dei titoli di Stato che discriminano in maniera peggiorativa i titoli percepiti come più rischiosi (e cioè quelli dei Paesi Periferici). Si consideri ora il terzo elemento: di recente la Commissione Europea ha annunciato che c'è un problema nella valutazione dei crediti fiscali nel bilancio delle banche periferiche. Spieghiamo meglio: quando una banca produce utili paga delle tasse; questi utili provengono da ricavi che sono connessi alla presenza in bilancio di crediti erogati; se i crediti diventano sofferenze le regole civilistiche e fiscali consentono alle banche di avere un credito di natura fiscale. Con un provvedimento introdotto in Italia con la disciplina del Salva – Italia, ma poi ratificato a livello europeo, questi crediti possono diventare capitale di vigilanza. E quindi un po' tutte le banche europee hanno utilizzato questa possibilità di ricapitalizzazione; in Italia oltre il 10% in media del sistema bancario ha patrimonio di vigilanza composto da crediti fiscali. In Grecia questa percentuale sale al 40% (ed è anche grazie alla trasformazione di queste poste contabili che le banche greche sono riuscite a superare i recenti *stress test* di novembre 2014). Inoltre le banche greche sono nazionalizzate e questo comporta che i crediti fiscali nel capitale delle banche non siano altro che una partita di giro del governo con sé stesso. Certo risulta strano che un provvedimento apparentemente avallato dalla normativa europea doventi all'improvviso oggetto di un'istruttoria per presunta violazione della normativa sugli aiuti di Stato. Se si dovesse arrivare alla disapplicazione di questa norma ci sarebbero significative ripercussioni sul capitale delle banche e probabili tensioni sullo *spread*.

Si considerino ora gli effetti diretti del QE sul bilancio delle banche: poiché negli anni passati le banche avevano comprato i titoli di Stato quando gli interessi erano più alti, lo hanno fatto a prezzi molto più bassi degli attuali, poiché se i rendimenti scendono i prezzi salgono. Le banche stanno dunque rivendendo quegli stessi titoli alle Banche Centrali Nazionali, conseguendo delle plusvalenze in conto capitale. Poiché è noto che la Banca d'Italia, come le altre banche centrali continuerà a comprare per conto della BCE secondo schemi regolari che eliminano fattori di incertezza, è verosimile che lo schema di acquisto/vendita possa essere replicato per ottenere altri consistenti vantaggi in conto capitale. Questo depone ancor più a sfavore dell'erogazione di credito all'economia reale, visto che le banche preferiranno comunque investire la liquidità in titoli.

Venendo al Centro, cioè alla Germania per capire quale anomalia stia dispiegando sui mercati il QE, è necessario esaminare un altro dettaglio del Programma, cioè la circostanza che le banche centrali nazionali possano comprare solo titoli di stato con un rendimento pari o superiore al -0,20%. Per capire, si consideri un mondo in cui ci sia solo una banca privata e la sua banca centrale: la banca privata vende il suo titolo di stato alla banca centrale e la banca centrale riceve un rendimento in cambio. Parimenti, la banca privata deposita la liquidità ricevuta sul suo conto di tesoreria presso la banca centrale e riceve anch'essa il proprio rendimento. Affinché questo scambio sia a somma zero, al fine di evitare la commistione tra politica monetaria e fiscale di cui parlavamo prima, il limite deve essere posto in maniera tale pareggiare i flussi in ingresso ed in uscita: cioè rendendolo pari al tasso di rendimento dei depositi. In sostanza, poiché il tasso sui depositi in BCE è pari a -0,2%, questo diventa il limite di acquisto dei titoli di stato. I Bund tuttavia mostrano rendimento negativo da un bel pezzo, anche per via dei fenomeni di *flight to quality* ed incertezza per l'evoluzione della situazione greca, quindi la BCE ha difficoltà a comprare tutti i Bund necessari sul mercato, che come sappiamo sono la quota preponderante di titoli da acquistare per via del meccanismo di ripartizione del QE secondo le capital keys della BCE. Quello che sta succedendo dunque è che la curva dei rendimenti dei titoli di stato tedeschi si sta appiattendendo nel tempo verso il limite inferiore dello -0,2%, invece di avere la tipica forma ad andamento crescente (più tempo, più rendimento). Anche qui è facile immaginare come possano essere profittevoli strategie di *capital gain* da parte delle banche, soprattutto se effettuate intorno al limite dello -0,2%; in questo intorno infatti la volatilità è molto alta, e in caso di eventi inattesi da parte del mercato, come un'asta del debito pubblico tedesco che va tecnicamente scoperta, i salti di prezzo possono essere molto elevati, mettendo le banche nelle condizioni ideali per realizzare consistenti plusvalenze sul mercato. Conoscendo l'evoluzione probabile nel breve termine, lo schema di acquisto/vendite che conduce al *capital gain* può ovviamente perpetuarsi nei prossimi mesi, e non è sbagliato dire che il QE, attraverso i *capital gain* stia contribuendo alla ricapitalizzazione dei sistemi bancari europei, con effetti più ampi per i paesi che beneficiano del maggior numero di titoli acquistati.

Il dispiegamento di questi fenomeni pone delle perplessità sulle modalità di implementazione del QE. È ben noto infatti in letteratura che gli acquisti sul mercato secondario da parte della Banca Centrale devono avere caratteristiche di incertezza e imprevedibilità, altrimenti il mercato anticipa le successive mosse della Banca Centrale e le banche sono messe in condizione di realizzare facili *capital gain*. Le condizioni attuali invece sembrano essere architettate per consentire al sistema bancario europeo di beneficiare appieno degli acquisti di titoli di stato.

Insomma ancora una volta come per l'SMP si determinano trasferimenti a favore della Germania questa volta non per la Banca Centrale ma per le banche private. È evidente quindi che questa complessa e originale architettura del QE stia portando altri fattori di disgregazioni in una già fragile area valutaria. Piuttosto che parlare di uscita dall'Euro come alternativa mi chiedo se non sarebbe invece il caso di portare al centro della discussione questi aspetti che mi piace sottolineare.

non sono congetturali ma numerici e affrontare il tema di come ridisegnare l'eurozona, partendo dalla sua politica monetaria.

Ad esempio: se lo *spread* innesta artificiali divari di competitività tra l'economia degli stati membri e qualifica delle valute ombra dato che nel sistema finanziario – che vale 10 volte l'economia reale – si regolano le transazioni non in euro ma in euro maggiorati per ciascun paese dal suo *spread*, perché allora non imporre che la BCE si faccia carico di operare sul mercato per rendere nullo lo *spread*?

Se gli acquisti dei titoli di stato fatti con l'SMP tramite gli interessi che la BCE riceve creano indebiti trasferimenti dalla periferia al centro, e se il QE a cura delle banche centrali nazionali sta generando delle anomalie, perché non acquistare i titoli direttamente in asta, senza interessi e con scadenza a 40 anni, sempre rispettando le quote degli Stati membri nel capitale della BCE? Così tutti i Paesi sarebbero identici in termini di rischi perlomeno rispetto alla banca centrale, vero garante della tenuta dell'Euro sui mercati finanziari. Se ci può essere un rischio che le aste vadano deserte perché solo la Germania deve avere un'agenzia del debito in grado di governare questo fenomeno almeno temporaneamente. Perché non farne uno strumento europeo?

In economia spesso si dice che per fare bene è sufficiente imitare. Ebbene in America il QE lo hanno fatto con le caratteristiche che vi ho appena descritto e in Giappone si stanno spingendo anche oltre. Pur di non perdere il controllo delle industrie la Banca Centrale sta comprando azioni dei colossi in difficoltà per contrastare quello che si potrebbe definire il *dumping* cinese. Non è detto che imitare queste ricette sia l'unica strada per una nuova *governance* europea, ma è auspicabile che possano essere interpretate almeno in logica costruttiva. D'altronde negli USA la crescita è ripartita e l'inflazione è saldamente sotto il 2%; anche in Europa dunque si può fare.

Vi ringrazio per l'attenzione e spero di aver messo abbastanza carne a cuocere per la discussione che ci accingiamo a fare oggi.