

HUFFPOST

IN COLLABORAZIONE CON IL Gruppo Espresso

IL BLOG

La prossima fine del quantitative easing che non piace al Tesoro italiano

Non mi aspetto un bel settembre a via XX settembre. Il deficit esce dalla porta e rientra dalla finestra

15/07/2017



Marcello Minenna



European Central Bank President Mario Draghi speaks during a news conference following the Governing Council meeting in Tallinn, Estonia, June 8, 2017. REUTERS/Ints Kalnins

Il tormentone sui mercati è partito già da diversi mesi: la BCE sta preparandosi a chiudere il *Quantitative Easing* e Draghi potrebbe darne notizia appena dopo l'estate, nell'usuale incontro dei banchieri centrali a *Jackson Hole* in settembre. Si tratta di una notizia non di poco conto per i conti pubblici nazionali, visto che la BCE in poco più di 2 anni ha già acquistato attraverso la Banca d'Italia 274 miliardi di titoli di Stato italiani al ritmo medio di 9 al mese. Solo l'anno scorso la BCE ha rastrellato dal mercato secondario un ammontare di BTP pari al 30% del totale delle emissioni di nuovo debito del governo italiano. Per capire, è come se ad un'asta su 3 ci fosse stato un unico compratore, la Banca Centrale Europea (anche se in realtà non può andare in asta).

Il *Quantitative Easing* ha facilitato non poco il lavoro di gestione del debito pubblico a via XX Settembre, visto che il [tasso medio delle emissioni](#) è sceso di quasi l'1% dal 2015 facendo risparmiare ulteriori 8 miliardi di interessi. Quanto basta per coprire una parte dei 15 miliardi di perdite registrate nel biennio 2015-2016 sui derivati sottoscritti in passato. Per avere il senso delle proporzioni, lo 0,3% del PIL di sconto sulla manovra per il 2018 strappato da Padoan alla Commissione Europea vale circa 5 miliardi.

Nel 2016, forte della copertura BCE, il Tesoro ha anche azzardato un'emissione a 50 anni pagando un tasso assurdamente basso, sotto al 3% per un "prestito" di 5 miliardi.

Che il periodo di vacche grasse per il *management* del debito pubblico stia per finire lo si immagina da un po'. A fine 2016 la BCE ha cominciato a preparare il mercato dei titoli governativi alla fine del *doping* monetario, annunciando una prima riduzione degli acquisti a partire da aprile 2017 da 80 a 60 miliardi al mese, che poi era semplicemente il livello da cui era partito il programma prima dell'accelerazione impressa nel marzo 2016. Già questo primo – flebile – intervento non è stato certo indolore per i BTP. I tassi di interesse dei titoli negoziati sul mercato secondario sono risaliti di circa 100 punti base rispetto ai minimi assoluti toccati a novembre scorso e nel 2017 il governo ha dovuto pagare un po' di più per collocare il nuovo debito (che nel frattempo era salito di 51 miliardi nel 2016). Solo lo 0,3% in più. Per ora.

Al di là delle dichiarazioni ufficiose apparse sui giornali, a mio avviso uno dei segnali più evidenti di un'imminente e drastica riduzione del *Quantitative Easing* va cercato nel cambiamento brusco dei *pattern* di comportamento che la BCE sta avendo sul mercato secondario.

In genere la banca centrale acquista seguendo linee-guida prevedibili e ripetitive, per ridurre l'impatto distorsivo che la domanda aggiuntiva di titoli può generare sul mercato. In particolare, il criterio fondamentale fin qui seguito è stato quello della *capital key*: più una banca centrale nazionale contribuisce al bilancio della BCE, più titoli governativi saranno acquistati. È questo il motivo per cui i titoli tedeschi sono la parte dominante del programma (390 miliardi), mentre solo 28 miliardi di titoli portoghesi hanno trovato la via per il bilancio della BCE nonostante il debito imponente. Questa regola ha avuto il vantaggio di essere sostanzialmente neutrale e scevra da giudizi di valore su quale debito meritasse di più le attenzioni della BCE. Peccato abbia reso i titoli dei Paesi *core* (Germania, Olanda, Finlandia) - già grandemente richiesti dal mercato per la loro solidità percepita - estremamente scarsi, abbassandone i rendimenti fino a livelli negativi. Lo scorso anno la Germania ha ridotto il proprio debito pubblico grazie anche al fatto che i "fortunati" acquirenti di Bund hanno riavuto indietro dal governo tedesco meno di quanto avessero prestato.

Fino a marzo 2016 la BCE ha seguito alla perfezione la regola della *capital key*; poi Draghi ha annunciato che qualche scostamento temporaneo di lieve entità ci sarebbe stato, per ragioni "tecniche". Quello che stava succedendo era che i titoli belgi ed irlandesi erano già quasi spariti ed era necessario sostituirli con quelli di altri Paesi, dove l'offerta era più

abbondante. Come l'Italia o la Francia. Nei mesi successivi lo scostamento da temporaneo è diventato in sostanza permanente, ma nessuno se ne è lamentato troppo, meno che mai il governo italiano.

Il punto saliente è che da aprile 2017 lo scostamento non più "temporaneo" non è nemmeno più lieve, dato che la BCE ha cominciato a ridurre a passo sostenuto anche l'acquisto di titoli tedeschi, che da soli rappresentano il 15% del totale. Cosa sta succedendo? Esiste un limite massimo di acquisti oltre il quale la BCE non può andare, pari al 33% di ogni emissione. Si tratta di una regola difficile da aggirare, altrimenti secondo le regole sul debito pubblico europeo di nuova emissione (le famigerate CAC, *Collective Action Clauses*) Draghi acquisirebbe come creditore troppi diritti di veto in sede di eventuale rinegoziazione (o ridenominazione) del debito. Secondo le stime della banca d'affari *Morgan Stanley* al ritmo di 18 miliardi al mese, che è quanto acquistava la BCE prima di chiudere i rubinetti, sarebbero rimasti soltanto 4-5 mesi prima di toccare questo limite.

Quindi, ricapitolando, abbiamo al momento la BCE in palese violazione di una regola di ingaggio (la *capital key*) al fine di poterne rispettare una seconda, più importante (il limite del 33%). Seguendo la logica, Draghi potrebbe: 1) modificare il criterio della *capital key* per consentire finalmente alle banche centrali nazionali di poter acquistare più titoli da chi ha più debito; è una proposta che ha anche un sapore di ragionevolezza e che dovrebbe essere supportata nel Consiglio Direttivo da rappresentanti delle Istituzioni nazionali che fossero più lungimiranti. Peccato che questa regola sia stata voluta dai tedeschi proprio per impedire che questo accadesse! 2) Ridurre in maniera sensibile il ritmo a cui la BCE compra per allungare un altro po' la vita residua del QE. Questa seconda ipotesi mi sembra quella a minore costo politico, e coerente con gli indizi che Draghi sta lanciando a piè sospinto in tutti gli ultimi discorsi ufficiali.

A mio avviso la riduzione sarà sensibile: il passaggio da 60 a 40 miliardi consentirebbe alla BCE di poter proseguire il programma per altri 6 mesi senza dover modificare nessuna regola attualmente in vigore.

Per quanto abbiamo visto in passato, questa perdita di domanda corrisponderebbe ad una crescita di un altro 1% dei rendimenti dei titoli di Stato negoziati sul mercato secondario. In termini di costo del servizio del debito, parliamo giusto di quei 5 miliardi che Padoan ha ottenuto come sudato sconto dalla Commissione Europea.

Non mi aspetto un bel settembre al Ministero del Tesoro. Il deficit esce dalla porta e rientra dalla finestra.

Peraltro nessuno si sta preoccupando minimamente di cosa succederebbe dopo. Eppure basterebbe che i titoli di Stato comprati dalle banche centrali nazionali, piuttosto che essere dismessi sul mercato, venissero comprati dalla Banca centrale europea. Questa modalità di "chiudere" il QE porterebbe all'estinzione dei prestiti che la BCE ha erogato nell'ambito di tale programma alle Banche centrali nazionali. Il problema è che una simile

proposta che avvicinerebbe il QE dell'Eurozona a quello della FED americana è un'idea eretica di cui non è nemmeno permesso discutere.