

## Nella coda del Qe congelare il debito e allungare i termini

Andrea Boitani\*  
Marcello Minenna\*\*

**G**li ultimi dati dell'economia Usa mostrano come l'espansione economica, ormai al 9° anno, riveli segni di stanchezza. La disoccupazione è ai minimi, intorno al 3,8%, e difficilmente potrà scendere ancora vista la scarsità di lavoratori qualificati disponibili. I tassi d'interesse sono in crescita e la Fed prosegue nella sua "normalizzazione".

segue a pagina 10

## Debito, c'è l'occasione per allungare le scadenze

Andrea Boitani\*  
Marcello Minenna\*

**C** segue dalla prima  
iò, unito alle crescenti incertezze determinate dalla politica dell'amministrazione, potrebbe spingere l'economia verso una recessione nei prossimi 24 mesi. Visto il legame tra il ciclo economico Usa e quello europeo, non è da escludersi che la ripresa nell'Eurozona si esaurisca prima di aver contribuito a ridurre sostanziosamente il rapporto debito/Pil. È necessario aprire l'ombrello prima che piova. Sarebbe nell'interesse di tutti dispiegare per tempo sul debito pubblico europeo una protezione adeguata contro una recessione in arrivo dalle aree extra-Ue che può innescare nuove tensioni sugli spread. E individuare un meccanismo che favorisca la riduzione del debito/Pil nei Paesi più indebitati, con avanzi primari robusti ma politicamente e socialmente accettabili, anche al fine di ricreare uno spazio fiscale utile a fronteggiare la prossima recessione.

Una soluzione di breve termine capace di togliere benzina alla speculazione finanziaria, reversibile e dai bassi costi politici, consiste nell'annuncio da parte della Bce di una rimodulazione dell'appendice finale del Qe verso l'acquisto di titoli di Stato a lungo e lunghissimo termine (30 anni e oltre). Sono rimasti 9-12 mesi al programma di acquisto di nuovi titoli di Stato, mentre i riacquisti di titoli in scadenza già

nel bilancio della Bce proseguiranno almeno fino al 2020. Considerando altri 6-9 mesi al ritmo di 30 miliardi di acquisti mensili più un breve scalinamento a 10 miliardi al mese per l'ultimo trimestre, parliamo di 200 miliardi di nuovi titoli acquistabili. Solo questo *tweaking* del Qe fino alla scadenza prevista equivarrebbe al congelamento di circa 150-200 miliardi di nuovo debito pubblico nei bilanci delle banche centrali. L'allungamento delle scadenze potrebbe essere estesa al reinvestimento di una parte dei titoli in scadenza nei bilanci delle Banche centrali in titoli a lunghissimo termine. Limitandoci anche qui ai prossimi 9-12 mesi, si avrebbero così altri 3-400 miliardi di debito pubblico congelato. Oggi non c'è a disposizione una tale quantità di titoli governativi a lunghissimo termine sul mercato secondario, ma le agenzie/direzioni del debito dei Paesi potrebbero impegnarsi a emettere tali titoli invece di titoli a scadenza più breve. Per via della dichiarazione di intenti della Bce, i titoli a lunghissimo termine sarebbero molto richiesti in sede di asta e collocabili senza difficoltà a tassi di mercato contenuti. La riduzione del rischio legato alle esigenze di rifinanziamento che l'allungamento delle scadenze tiene i tassi bassi, con ricadute macroeconomiche positive.

In maniera più decisa, il problema andrebbe aggredito alla radice con

uno *swap* di tutti i titoli di Stato acquistati dalle banche centrali nazionali nell'ambito del Qe con titoli a 30 anni e oltre, utilizzando il mercato come intermediario. È ovvio che ciò richiederebbe un accordo politico solido di lungo termine tra i governi dell'Eurozona che ora non c'è e che appare difficile. Un congelamento del debito acquisito dalle sole banche centrali nazionali a partire dall'inizio del Qe avrebbe consentito una riduzione accelerata del rapporto debito/Pil, con avanzi primari ragionevoli. Si può anche modulare lo *swap* così da premiare i Paesi che riescono a seguire effettivamente un programma serio di riduzione del rapporto debito/Pil, prima che la prossima recessione renda il compito di nuovo molto difficile (e prociclico). E tutto ciò senza cancellare una quota rilevante dell'attivo delle banche centrali (i titoli a lunghissimo termine rimangono in portafoglio e gli interessi continuano ad essere girati agli Stati emittenti) e senza acquisti diretti sul mercato vietati dai Trattati.

I mercati leggerebbero nel programma una consistente riduzione del rischio, con un forte incentivo alla ulteriore riduzione del rapporto debito/Pil. Ciò amplifica i benefici macroeconomici. Quando si arriverà alla recessione, le pressioni di queste operazioni sull'inflazione sarebbero ridotte, considerato il limitato impatto avuto

dall'intero programma di acquisti dal 2015 a oggi. Nella residua fase di espansione, la Bce avrebbe comunque i necessari margini di regolazione della liquidità offerti dalle dimensioni assunte dalle operazioni di rifinanziamento principale, attraverso le quali si esplica la politica monetaria convenzionale della Banca centrale. La reversibilità del *freezing* consente alla Bce, passata la buriana della prossima recessione, di tornare su un percorso di normalizzazione del bilancio se necessario. Una volta messo in sicurezza il debito dell'Eurozona e incentivata la sua riduzione in modo credibile, sarà possibile mettere mano con più tranquillità e meno retro-pensieri alla riforma dello European Stability Mechanism in una prospettiva di risk-sharing, trasformandolo con un'operazione di mercato in garante del debito pubblico dell'Eurozona, e a quella delle regole fiscali con una golden rule sugli investimenti netti, in modo da migliorarne le proprietà anticicliche.

\*Economista, Cattolica di Milano

\*\*Economista, London Graduate School