

POLITICA MONETARIA

QUANTITATIVE EASING, ORA SCELTE DI FORTE IMPATTO

di **Marcello Minenna**

Le banche centrali delle principali aree valutarie sono un po' tutte all'opera per valutare come intervenire al meglio nel prossimo autunno che rischia di essere più caldo del solito. L'attenzione nell'Eurozona è sulla riapertura del Quantitative Easing (Qe): stime di mercato ipotizzano che il ritmo degli acquisti dei titoli possa arrivare a 50 miliardi di euro mensili.

Nel primo Qe l'acquisto di titoli di Stato (*Govies*) – arrivato a superare il 20% del debito

complessivo dell'Eurozona – per il 90% è stato effettuato direttamente dalle Banche Centrali Nazionali (Bcn) e solo per il 10% dalla Bce con rischi condivisi (*risk sharing*) quindi nell'Eurosistema. Gli acquisti sono stati proporzionali alla quota di capitale (*capital key*) che ciascuna Bcn ha in Bce: 25,6% la Bundesbank, 20,1%, la Banque de France, 17,5% la Banca d'Italia, etc.

— Continua a pagina 12

POLITICHE MONETARIE

NUOVO QUANTITATIVE EASING: MEGLIO SCELTE DI GRANDE IMPATTO

di **Marcello Minenna**

— Continua da pagina 1

Questo criterio – non essendo proporzionato alla quantità di debito in circolazione dei vari Stati membri – non poteva essere rigidamente rispettato nel tempo per via della scarsità di alcuni titoli di Stato (in particolare dei Bund).

La *capital key* non è l'unico fattore che distingue la rischiosità dei portafogli di titoli di Stato detenuti dalle Bcn in quanto vi sono anche differenze nella vita media residua (*Weighted Average Maturity*) dei *Govies* acquistati. *Weighted Average Maturity* e *capital key* possono quindi costituire elementi di flessibilità nella reingegnerizzazione *risk-sharing* del Quantitative Easing (Qe).

Sono ipotizzabili tre reingegnerizzazioni. La prima richiederebbe l'abbandono graduale della *capital key* in favore di un algoritmo che

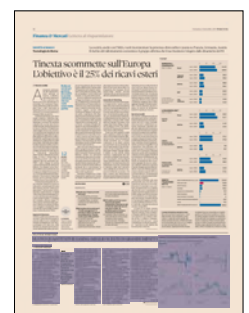
privilegi gli acquisti da parte delle banche centrali dell'Eurosistema in proporzione al livello dello spread ed al rapporto tra debito pubblico e Pil.

La seconda, sulla base dei medesimi criteri, attribuirebbe alle Bcn opportuni margini di manovra per incrementare la vita media residua dei *Govies* detenuti in portafoglio e "congelare" così i rischi nel bilancio della banca centrale acquirente.

A supporto di questa reingegnerizzazione si dovrebbe prevedere l'emissione di titoli a lunghissima scadenza (*ultra-long*) nelle politiche di rifinanziamento dei debiti pubblici dei Paesi membri e l'idoneità di questi *ultra-long Govies* all'acquisto nel Qe, superando l'attuale limite dei 30 anni. L'ultima reingegnerizzazione sarebbe il *risk-sharing swap*, vale a dire il subentro della Bce alle varie Bcn nei nuovi acquisti e nel

rifinanziamento dei titoli di Stato in scadenza.

I mercati apprezzerebbero questo ritorno ai rischi condivisi nell'Eurosistema attraverso un'operatività tesa ad azzerare lo spread tra i vari Paesi membri, come avvenne a partire dal triennio antecedente la partenza dell'euro e fino ad un altro autunno caldo, quello del 2010, allorquando, nell'incontro di Deauville, Francia e Germania comunicarono l'impossibilità del *risk-sharing* nell'Eurozona. Sarebbe un po' come tornare all'anno zero e superare gradualmente i limiti di



decisioni – conseguenti a tale incontro – che hanno privilegiato gli interessi nazionali a quelli dell'Eurozona.

Se poi la ridefinizione del Qe dovesse riguardare aspetti marginali, focalizzati ad esempio sul problema della scarsità dei Bund, si guadagnerebbe solo del tempo da spendere, tra l'altro, in un contesto economico-finanziario in rapido deterioramento.

Di recente Olli Rehn, governatore della banca centrale finlandese e membro del board della Bce ha dichiarato che: «Quando lavori

con i mercati finanziari, spesso è meglio fare *overshooting* che *undershooting*, (e quindi) è importante presentare un pacchetto politico significativo e di grande impatto a settembre piuttosto che tentennare». Ci auguriamo di essere stupiti.

Economista

@MarcelloMinenna

Sarebbe un po' come tornare all'anno zero e superare gradualmente i limiti di decisioni che hanno privilegiato gli interessi nazionali a quelli dell'Eurozona

Acquisti dei titoli di Stato da parte delle Banche centrali nazionali

Deviazioni dalla Capital Key. In miliardi di euro, a trimestre

