

# RIVISTA DELLA CORTE DEI CONTI



CORTE DEI CONTI

Rivista della Corte dei conti - [www.rivistacorteconti.it](http://www.rivistacorteconti.it)

Anno LXXII - n. 4 - Luglio-Agosto 2019

Estratto da

IN QUESTO FASCICOLO:

- › *Etica nella pubblica amministrazione*
- › *Danno erariale e prerogative della Corte dei conti*
- › *La funzione di parifica della Corte dei conti*
- › *Quantitative easing 2.0*
- › *Danno all'immagine prima e dopo il c.g.c.*
- › *Tutela degli interessi diffusi innanzi alla giurisdizione amministrativa e contabile*
- › *Fondo per le politiche della famiglia*
- › *Rappresentante dell'ente pubblico partecipante in società partecipata*
- › *Servizio sanitario militare: revisione organizzativa*

4



**Direttore responsabile:** Tommaso Miele

**Coordinatori**

**Area giurisdizione:** Daniela Morgante

**Area controllo:** Paola Cosa, Andrea Luberti

**Comitato scientifico**

Umberto Allegretti – Stefano Battini – Marco Cammelli – Francesco Capalbo – Vincenzo Caputi Jambrenghi – Beniamino Caravita di Toritto – Sabino Cassese – Lucia Cavallini Cadeddu – Roberto Cavallo Perin – Vincenzo Cerrulli Irelli – Mario P. Chiti – Marcello Clarich – Giovanna Colombini – Maurizio Converso – Alfredo Corpaci – Guido Corso – Giorgio Costantino – Marco D’Alberti – Mariano D’Amore – Giacinto della Cananea – Gian Candido De Martin – Giuseppe Di Gaspare – Mario Dogliani – Giuseppe Farneti – Erminio Ferrari – Fabrizio Fracchia – Claudio Franchini – Franco Gallo – Fabio Giulio Grandis – Giampaolo Ladu – Alberto Massera – Bernardo Giorgio Mattarella – Antonio Pedone – Rita Perez – Cesare Pinelli – Giuseppe Pisauro – Aristide Police – Stefano Pozzoli – Giulio Salerno – Aldo Sandulli – Maria Alessandra Sandulli – Massimo Siclari – Domenico Sorace – Luisa Torchia – Aldo Travi – Luciano Vandelli – Alberto Zuliani.

**Redazione:** Ernesto Capasso

**Editing:** coordinamento - Anna Rita Bracci Cambini

Giulia Borgia – Agnese Colelli – Stefano De Filippis – Eleonora Di Fortunato – Valeria Gallo – Lucia Pascucci – Paola Pellecchia.

**Hanno collaborato alla redazione di questo fascicolo:**

Luigi Balestra; Monica Bergo; Aldo Carosi; Emilio Fabbiani; Gabriele Fava; Emanuele Fratto Rosi Grippaudo; Arturo Iadecola; Amedeo Lepore; Enrico Marinaro; Francesco Saverio Marini; Giuseppe Maria Mezzapesa; Marcello Minenna; Carlo Mirabile; Alessandro Antonio Pracilio; Angelo Maria Quaglino; Massimiano Sciascia; Vito Tenore; Samantha Zebri.

**La pubblicazione dei contributi proposti alla redazione della Rivista è sottoposta ad una procedura di *peer review* che garantisce il doppio anonimato (*double blind*), dell’autore e del valutatore.**

**La Rivista della Corte dei conti è a cura del Servizio Massimario e Rivista**

La rivista è consultabile anche in:  
[www.rivistacorteconti.it](http://www.rivistacorteconti.it)

## QUANTITATIVE EASING 2.0: DALLA NAZIONALIZZAZIONE ALLA CONDIVISIONE DEI RISCHI

di *Marcello Minenna*

**Abstract:** Alla luce dell'ipotesi di riaprire il *Quantitative easing*, l'articolo affronta una possibile reingegnerizzazione del programma secondo un'impostazione a rischi condivisi diversamente da quanto previsto nel piano originale basato sulla segregazione dei rischi.

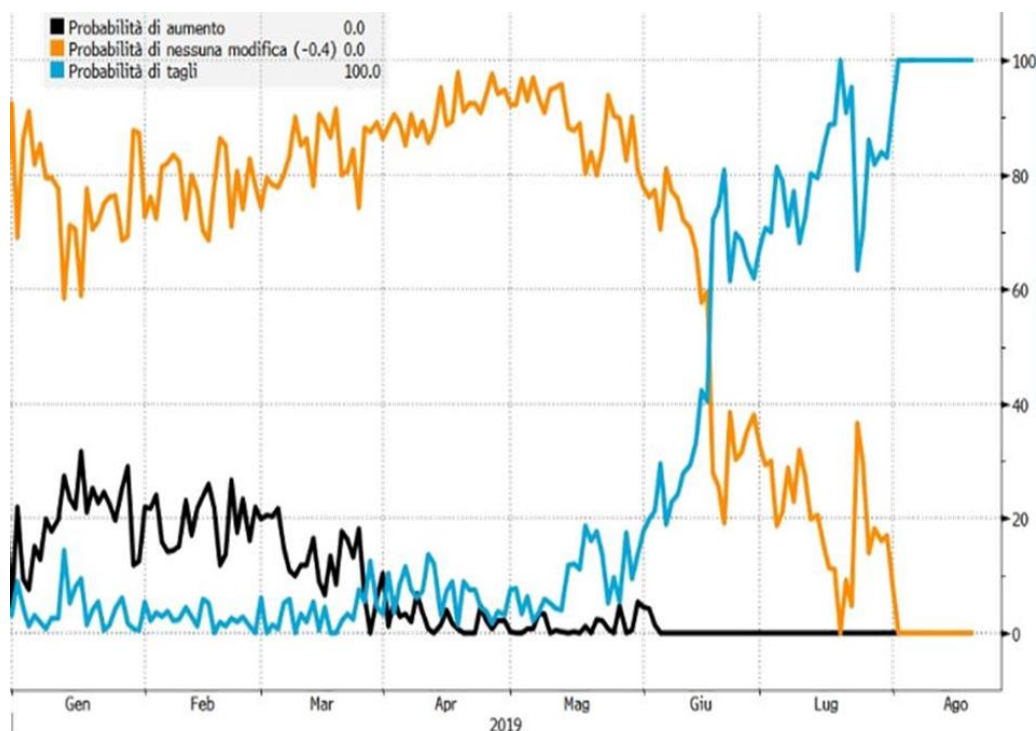
**Sommario:** 1. *Verso un nuovo Quantitative easing.* – 2. *Un'analisi storica del Quantitative easing.* – 3. *Le criticità del Quantitative easing.* – 4. *Una proposta di reingegnerizzazione del Qe a rischi condivisi.*

### 1. Verso un nuovo Quantitative easing

Le banche centrali delle principali aree valutarie di fronte al rallentamento dell'economia globale sono all'opera per valutare come intervenire al meglio nel prossimo autunno.

Con dichiarazioni sempre più esplicite iniziate il 17 giugno (1) (2) scorso la Banca centrale europea (Bce) ha fatto capire che presto, probabilmente già a settembre (3), riaprirà le danze sul *Quantitative easing* (Qe) e che taglierà i tassi entro l'anno. Coerentemente, le probabilità di ribasso dei tassi implicite nei dati di mercato sono ormai pari al 100% (cfr. *Figura 1*).

**Figura 1:** Probabilità di una modifica dei tassi di interesse al prossimo *meeting* Bce del 12 settembre 2019



Gli spazi di manovra non sono tanti tenuto conto che la Bce già opera in area di tassi negativi avendo posto da ottobre 2016 il livello dei tassi sui depositi delle banche (4) a -0,4% (5). Questo significa che le banche devono pagare

(1) Intervento dell'allora presidente della Bce Mario Draghi al Forum dei banchieri centrali, Sintra, 17-19 giugno 2019. Per un elenco completo degli interventi al forum, v. <[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)>.

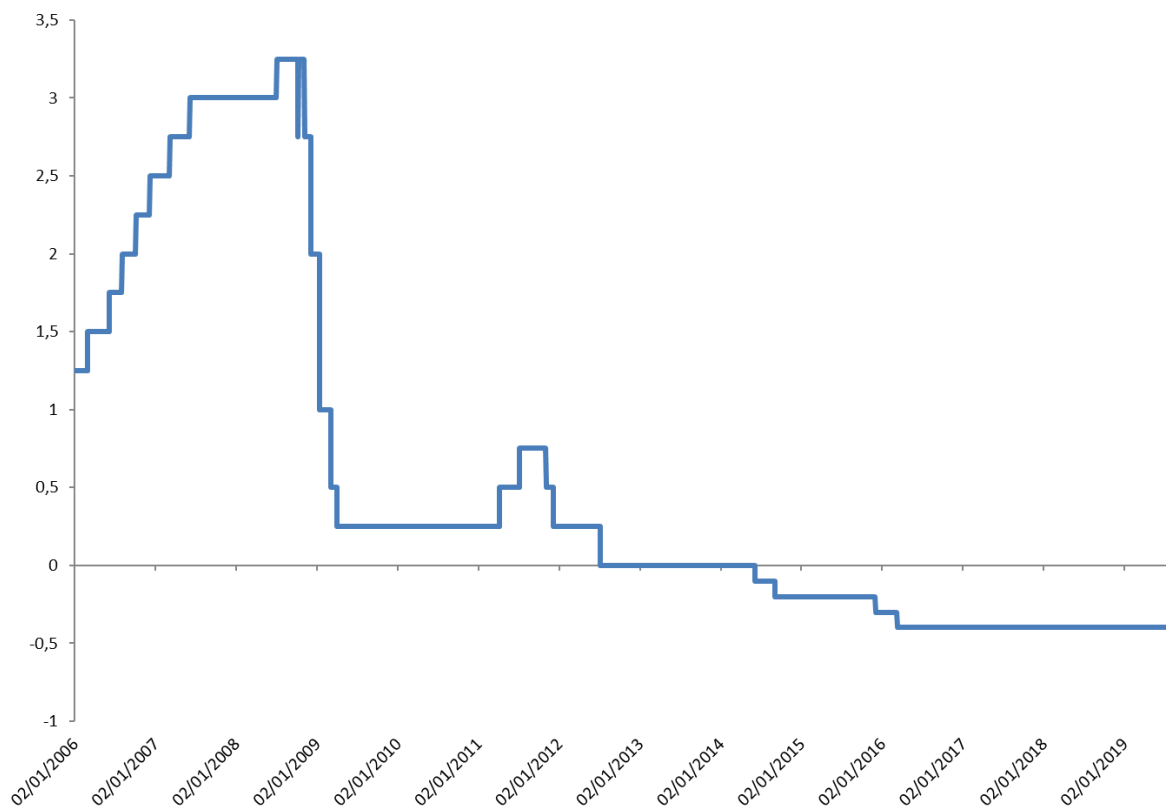
(2) M. Draghi, L. de Guindos, *Press conference*, in <[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)>, 25 July 2019.

(3) Il prossimo 12 settembre 2019 si terrà uno dei *meeting* periodici del Consiglio della Bce in cui vengono prese le decisioni di politica monetaria.

(4) Si tratta del tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale (*deposit facility rate*) che la Bce fissa ogni sei settimane nell'ambito delle decisioni di politica monetaria. Questo tasso definisce l'interesse che le banche percepiscono sui loro depositi *overnight*

la Bce per tenervi depositato il denaro; giusto per aver un termine di paragone prima del fallimento di Lehman Brothers lo stesso tasso era positivo e pari al 3,25% (cfr. Figura 2).

**Figura 2:** Andamento del tasso sui depositi presso la Bce nel periodo 2006-2019



Non è quindi un caso che l'attenzione sulle scelte di politica monetaria si concentri sulla riapertura del Qe: stime di operatori di mercato ipotizzano che il ritmo degli acquisti dei titoli possa arrivare mediamente a 50 miliardi di euro al mese.

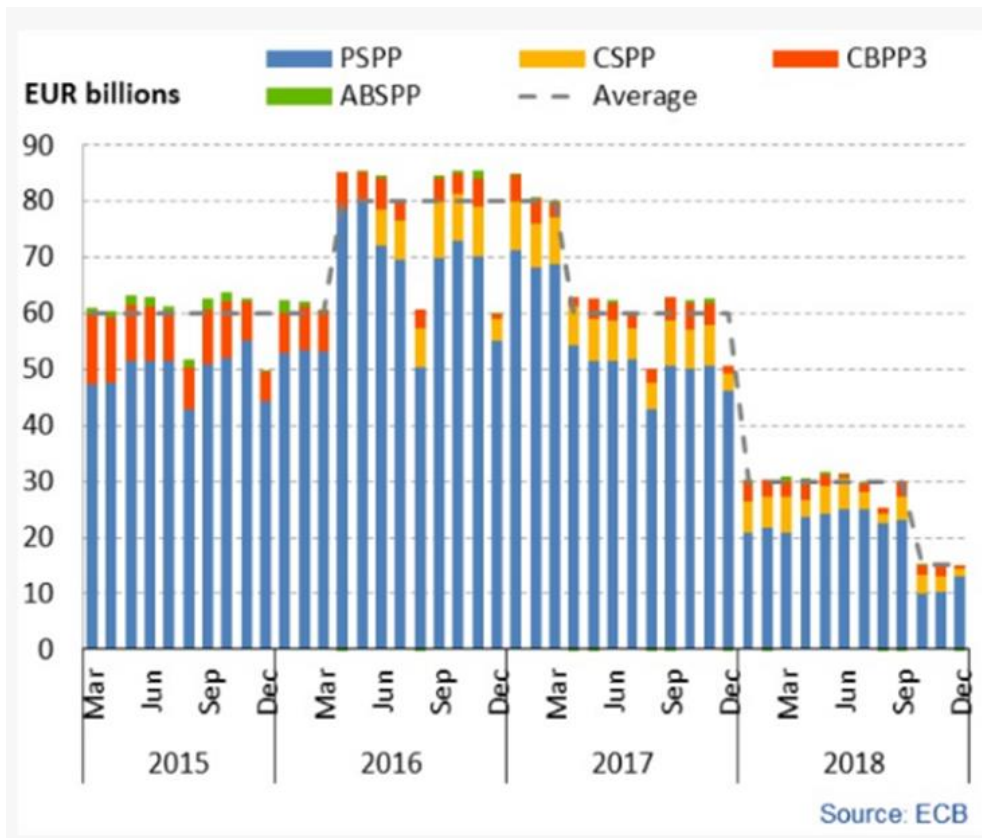
## 2. Un'analisi storica del Quantitative easing

Un *refresh* in prospettiva storica del noto programma di acquisti varato dalla Bce è utile. Il programma di acquisto dei titoli di debito pubblico dell'Eurozona (c.d. Pspp), iniziato a marzo 2015, rappresenta la parte preponderante del Qe avviato dalla Bce nell'ottobre 2014 e sospeso a dicembre 2018. Nel tempo gli acquisti di titoli di Stato (*govies*) da parte dell'Eurosistema – cioè la Bce e le banche centrali nazionali dell'area euro (Bcn) – hanno rappresentato tra l'80% ed il 95% del totale degli acquisti di titoli del Qe (cfr. Figura 3). Si cominciò con 60 miliardi al mese, aumentati a 80 a partire da aprile 2016, per poi ritornare a 60 miliardi nell'aprile 2017; a gennaio 2018 gli acquisti vennero dimezzati a 30 e da settembre fino alla fine del 2018 furono nuovamente dimezzati per arrivare a 15 miliardi di euro mensili; da gennaio 2019 l'Eurosistema – raggiunto un ammontare di *govies* in portafoglio di ben oltre 2000 miliardi di euro, e cioè intorno al 20% del debito pubblico complessivo dell'Eurozona – ha interrotto gli acquisti limitandosi a rifinanziare il debito in scadenza. È evidente che, con un simile stock di debito pubblico in portafoglio, anche il semplice rifinanziamento del debito in scadenza mantiene uno stimolo monetario di una certa consistenza all'interno dell'area valutaria.

(per la durata di un giorno lavorativo) presso la banca centrale. Dal giugno 2014 il tasso è negativo. Per ulteriori dettagli v. <[www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-the-deposit-facility-rate.en.html](http://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-the-deposit-facility-rate.en.html)>.

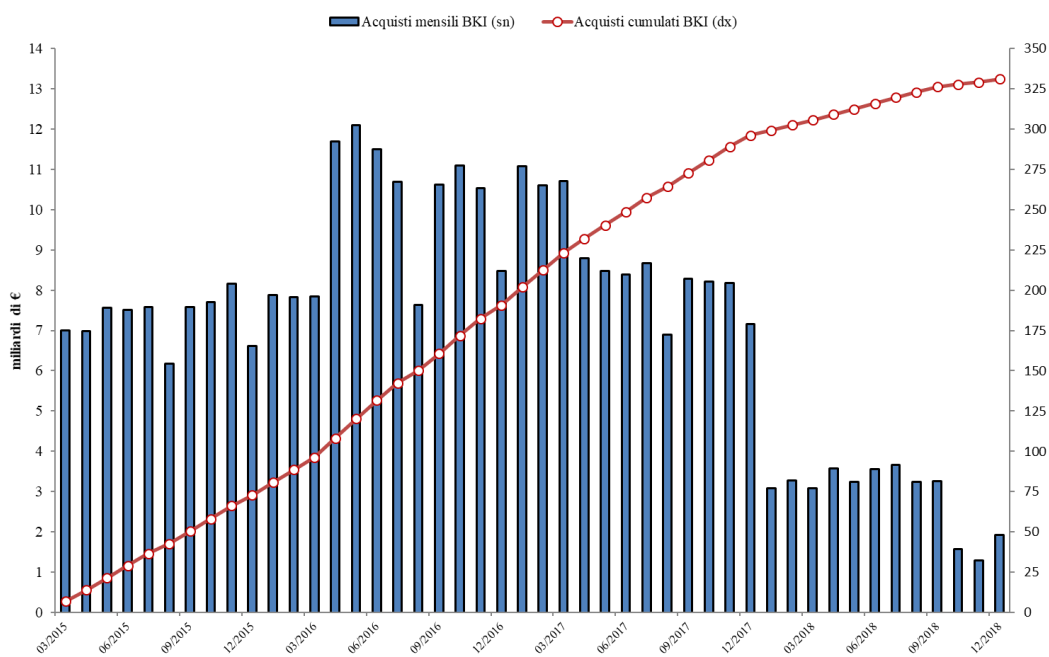
(5) Ecb, *Monetary policy decisions*, 10 March 2016, in <[www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310.en.html)>.

**Figura 3:** Andamento storico degli acquisti netti mensili di titoli effettuati nell’ambito del Qe



L’acquisto dei *govies* per il 90% è effettuato direttamente dalle Bcn e solo per il 10% dalla Bce; la Banca d’Italia nel tempo è arrivata a detenere oltre 320 miliardi di euro di titoli di Stato italiani (Btp) a cui si sommano circa 30 miliardi di Btp acquistati direttamente dalla Bce (cfr. Figura 4).

**Figura 4:** Acquisti netti mensili e cumulati di titoli di Stato effettuati dalla Banca d’Italia nell’ambito del Qe



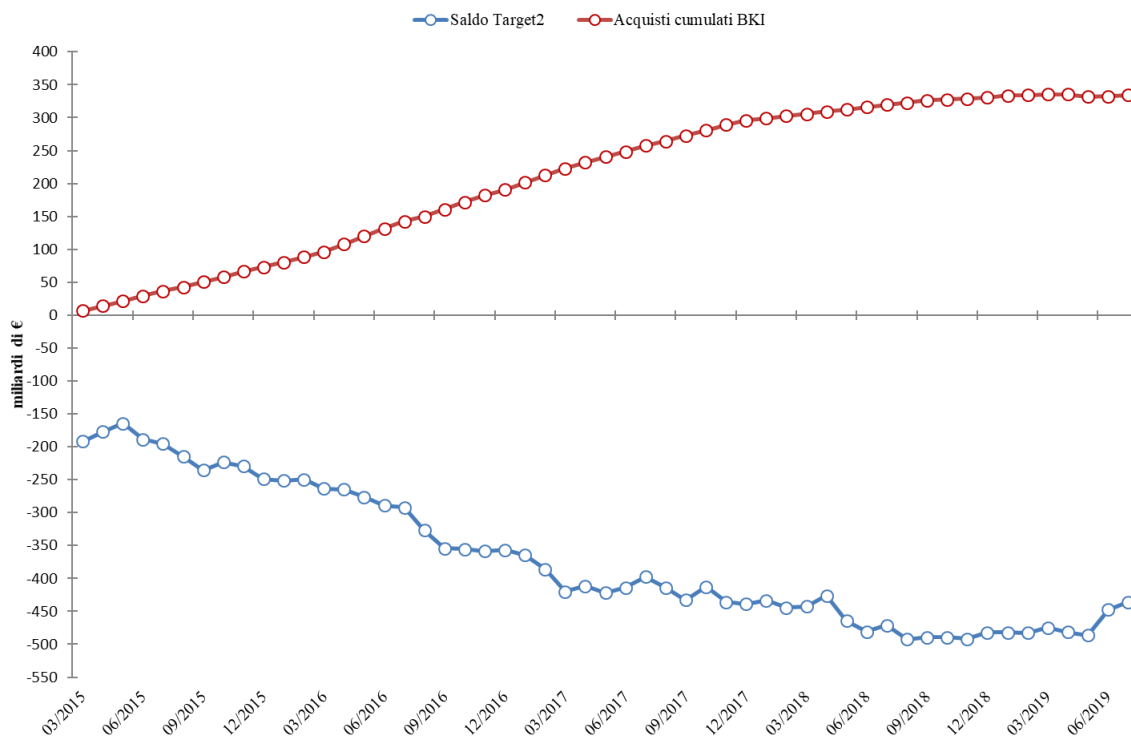
Per finanziare gli acquisti di *govies* le Bcn prendono a prestito denaro dalla Bce: questo meccanismo apparentemente neutrale permette alla Bce di non esporsi direttamente al rischio-sovrano dei titoli di Stato acquistati (sia esso di *default* o di ridenominazione del debito in altra valuta in caso di *euexit*); il rischio in questione resta infatti in capo alle Bcn acquirenti, che invece risultano indebitate con la Bce per un importo in euro che non è esposto a simili rischi di perdita di valore. I flussi finanziari conseguenti nei vari scenari possibili replicano la struttura di un derivato di credito (*credit default swap*) che la Bce ha *de facto* acquistato da ciascuna Bcn per proteggersi dal rischio-sovrano del corrispondente paese membro (6).

Questa ingegneria finanziaria degli acquisti non consente quindi la condivisione dei rischi (*risk sharing*) nell'Eurosistema – se non per la quota, minima, di acquisti effettuata direttamente dalla Bce – e spinge verso la loro nazionalizzazione (o segregazione) nei vari paesi membri (*risk segregation*).

La Banca d'Italia compra Btp da banche, fondi, assicurazioni ed altri operatori (intermediari) non italiani che riducono così la loro esposizione al rischio-Italia oppure da soggetti residenti che tendenzialmente con il ricavato investono in attività esposte a rischi diversi da quello nazionale.

La risultante di queste dinamiche è che l'evoluzione degli acquisti presenta un'elevata correlazione con l'andamento del saldo passivo della Banca d'Italia nel sistema Target2 (cioè il sistema di regolamento dei pagamenti interbancari transfrontalieri a livello dell'Eurozona), come è possibile verificare osservando la *Figura 5*. Per tale motivo il saldo Target2 è una buona stima statistica (*proxy*) di quanti rischi sono stati nazionalizzati dalla Banca d'Italia per via del Qe.

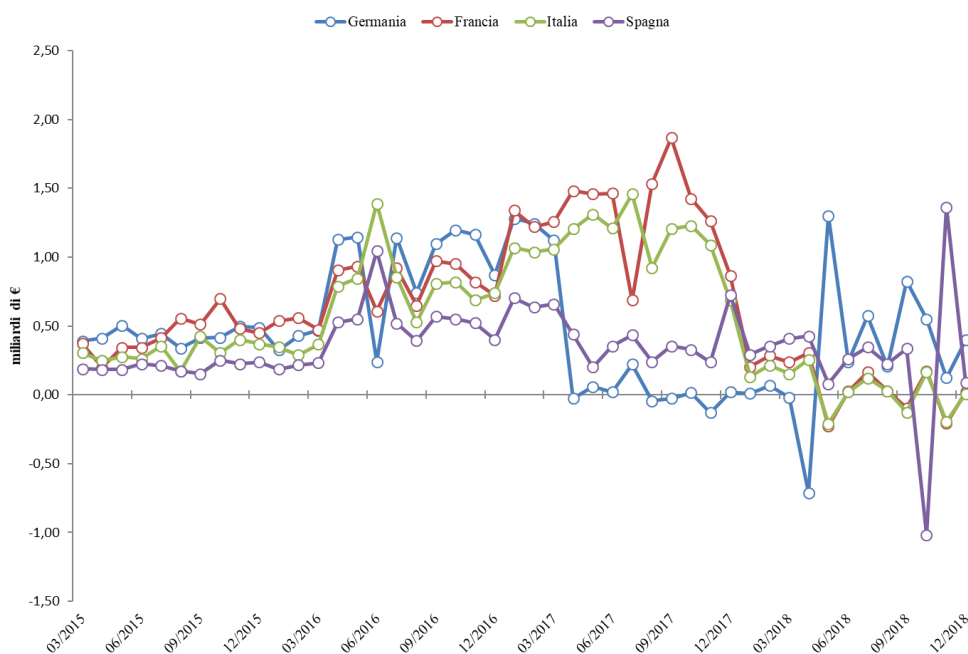
**Figura 5:** Correlazione tra l'andamento del saldo Target2 e gli acquisti cumulati di titoli di Stato da parte della Banca d'Italia nell'ambito del Qe



Nella struttura del Qe le regole non riguardano solo chi sia deputato all'acquisto dei titoli ma anche quanti *govies* le Bcn sono autorizzate ad acquistare. È previsto che gli acquisti siano proporzionali alla quota di capitale (*capital key*) della Bce detenuta dalle diverse banche centrali nazionali. Limitatamente ai primi 3 azionisti durante gli anni di svolgimento del programma di acquisti le quote erano rispettivamente pari a: 25,6% per la Bundesbank (Germania), 20,1% per la Banque de France (Francia) e 17,5% per la Banca d'Italia.

Nel concreto, l'analisi storica degli acquisti effettivi mostra moderate deviazioni dal criterio della *capital key* (cfr. *Figura 6*).

(6) Per un'illustrazione più dettagliata di questo aspetto v. M. Minenna, *Why Europe's Qe resembles a Ccs trade?*, in <www.risk.net>, 2 luglio 2015

**Figura 6:** Andamento storico delle deviazioni dal criterio della *capital key* per i principali paesi dell'Eurozona

Per comprendere questi scostamenti è utile richiamare alcune ulteriori regole che caratterizzano l'architettura del Qe e che hanno subito delle variazioni nel tempo (7) (8) (9) (10) (11).

Inizialmente era stato stabilito un limite massimo del 25% agli acquisti di uno specifico titolo di Stato (ossia di una singola emissione). L'esistenza di un limite scaturiva dall'esigenza di ripartire gli acquisti sul maggior numero possibile di *govies* così da ridurre i rischi di illiquidità per specifiche emissioni e possibili conseguenti speculazioni; il livello della soglia invece era conseguente alle caratteristiche delle clausole di azione collettiva (Cac) (12) che dal gennaio 2013 accompagnano i *govies* di nuova emissione con scadenza superiore all'anno. Queste consentono infatti ad investitori che possiedano più del 25% di una specifica emissione di interferire con una ordinata procedura di ristrutturazione del debito pubblico di un paese membro (senza ipotizzare l'*euexit*) ovvero con la decisione di un paese membro di ridenominare il proprio debito in altra valuta.

Sarebbe stato quindi singolare se le Bcn ovvero la Bce avessero avuto la possibilità di superare questo limite poiché ciò avrebbe dato loro il potere di interferire con eventuali scelte dei governi nazionali in materia di gestione dei rischi del debito pubblico.

Originariamente era stato inoltre fissato un rendimento minimo per i *govies* acquistabili – pari al tasso riconosciuto sui depositi bancari presso la Bce – al fine di neutralizzare il più possibile l'impatto del Qe nel bilancio delle Bcn e della Bce e ridurre gli incentivi per il sistema bancario ad aumentare i depositi in Bce.

Se una banca centrale dell'Eurosistema compra infatti un titolo di Stato che ha un rendimento inferiore al tasso di deposito in Bce, è evidente che questa consegua una perdita pari a tale differenza. *Mutatis mutandis*, se una banca ha in portafoglio un titolo di Stato che ha un tasso più negativo di quello dei depositi in Bce, essa avrà utilità a vendere quel titolo alla banca centrale ed a depositare in Bce i proventi di tale vendita per conseguire una minor perdita.

Infine, all'avvio del Qe, non era consentito acquistare *govies* con una vita residua inferiore a due anni; questa scelta era funzionale ad evitare continui rifinanziamenti dei titoli in scadenza con conseguente esposizione dei portafogli delle Bcn e della Bce stessa alla volatilità della curva dei tassi di interesse.

(7) Decisione Ecb/2015/10 del 4 marzo 2015.

(8) Decisione Ecb/2015/33 del 5 novembre 2015.

(9) Decisione Ecb/2015/48 del 16 dicembre 2015.

(10) Decisione Ecb/2016/8 del 18 aprile 2016.

(11) Decisione Ecb/2017/1 del 11 gennaio 2017,

(12) Queste clausole furono previste dall'accordo intergovernativo di fine 2012 relativo all'istituzione del Meccanismo europeo di stabilità.

Riepilogando, si trattava di regole sostanzialmente orientate ad una prudente ed indipendente gestione dei rischi dei *govies* nei portafogli titoli dell'Eurosistema.

### 3. Le criticità del Quantitative easing

Eppure nel tempo – man mano che gli acquisti procedevano incrementando gli attivi dei bilanci di Bcn e Bce ed i titoli negoziati sui mercati si riducevano – queste regole sono state ammorbidite: già a settembre 2015 il tetto sugli acquisti di una singola emissione di titoli di Stato fu portato dal 25% al 33%; a gennaio 2017 venne autorizzato l'acquisto di *govies* con rendimento implicito anche al di sotto del livello dei tassi sui depositi presso la Bce e il limite minimo in termini di vita residua dei titoli di Stato acquistabili fu abbassato da due anni ad uno. In più, nel tempo è stata estesa la pletera delle cosiddette “agenzie nazionali” ammissibili, ossia dei soggetti emittenti che erano di fatto considerati equiparabili al governo centrale dei vari paesi membri ai fini della *policy* di acquisti del Qe.

Questi aggiustamenti delle regole del Qe sono stati sostanzialmente dovuti al tentativo di restare il più fedeli possibile al criterio della *capital key* che, non essendo proporzionato alla quantità di debito in circolazione dei vari Stati membri, ha creato un anomalo effetto-scarso sui titoli di Stato di alcuni paesi. Tralasciando paesi più piccoli come il Belgio o l'Irlanda, l'effetto in questione è stato particolarmente pronunciato sui *Bund* per via della predilezione loro accordata dal suddetto criterio. Come risultato, ben presto per la Bundesbank e la Bce è diventato difficile trovare titoli governativi tedeschi acquistabili nell'ambito del Qe, con un conseguente eccesso di domanda che ha spinto al ribasso i rendimenti di tali titoli e ne ha prosciugato il flottante presente sul mercato secondario.

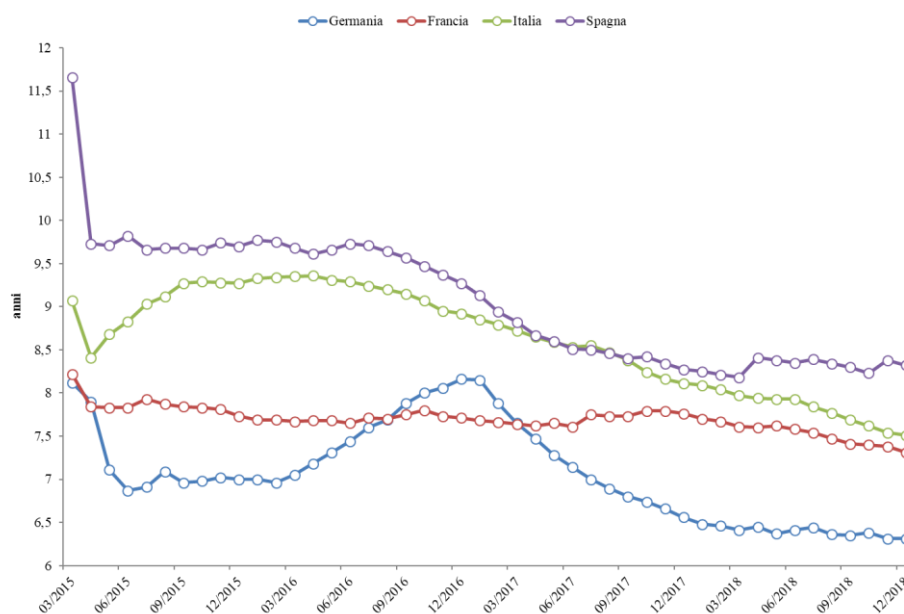
Alla luce di queste considerazioni è possibile esaminare le dinamiche degli scostamenti degli acquisti effettivi di *govies* rispetto al criterio della *capital key*. Nel primo anno di vita del Qe gli scostamenti sono stati minimi e positivi, vista la rilevante disponibilità di titoli su tutte le scadenze; gli scostamenti sono aumentati nel secondo anno di vita del programma anche in relazione all'incremento degli acquisti a 80 miliardi di euro mensili. A inizio 2017 – nonostante l'aggiornamento di alcune regole d'ingaggio del Qe – l'acuirsi degli scostamenti positivi ha trovato eccezione solo per la Germania e, addirittura, nella primavera 2018 la scarsità di *Bund* ha comportato scostamenti negativi dalla *capital key* (cfr. Figura 6). Nei mesi successivi, con la riduzione degli acquisti da parte dell'Eurosistema, anche gli scostamenti si sono normalizzati, rilevando qualche maggiore variabilità per la Spagna, che gradualmente stava aumentando la propria quota di titoli di Stato con rendimento negativo.

In definitiva, la regola della *capital key* non è stata poi così granitica in questi anni, così come non lo sono state le altre regole di controllo dei rischi definite all'epoca di avvio del programma.

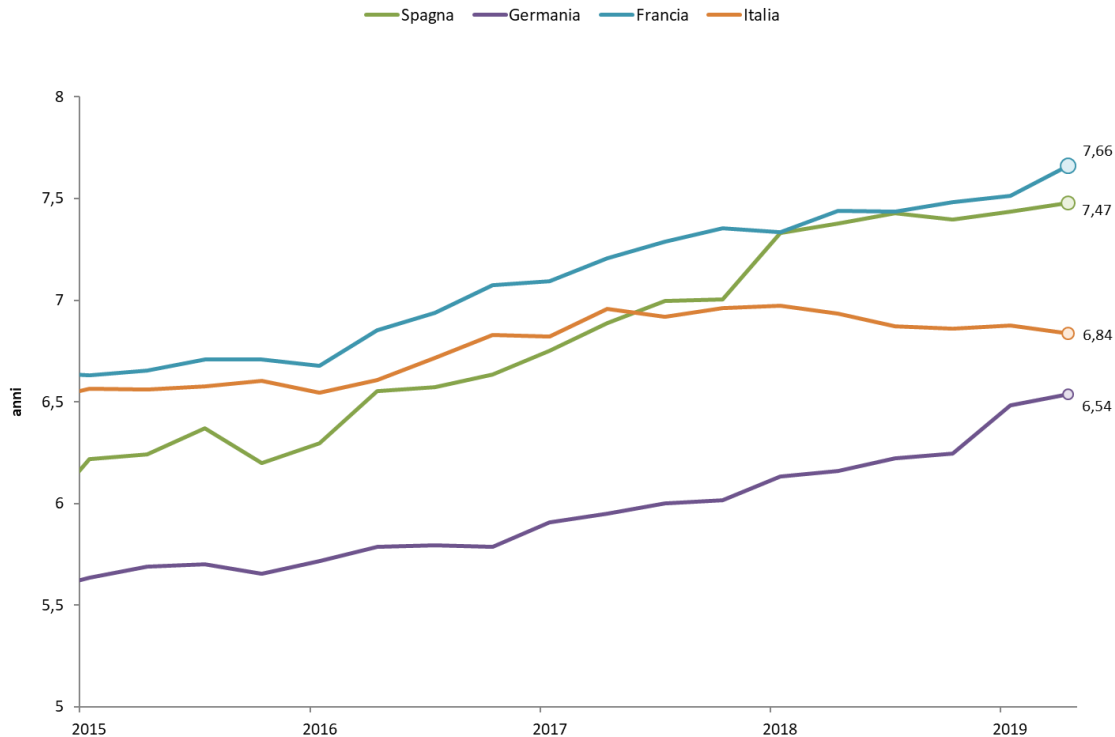
Peraltro, la *capital key* non è l'unico fattore che spiega le differenze nei rischi di portafoglio di *govies* detenuti nell'Eurosistema. È infatti previsto che le banche centrali deputate agli acquisti operino al meglio la selezione dei titoli da comprare per non alterare l'andamento dei mercati (cioè la struttura a termine dei tassi di interesse e la relativa volatilità dei *govies*).

La vita media residua (*Weighted average maturity* o Wam) dei titoli di Stato presenti nel portafoglio delle Bnc (cfr. Figura 7) è differente, evolve nel tempo e non riflette quella del debito complessivo del paese membro. Queste dinamiche riflettono la disponibilità e la redditività dei *govies* sulle varie scadenze e la tendenziale riduzione riflette esigenze di controllo dei rischi, dato che maggiore è la durata dei *govies* detenuti in portafoglio e maggiore è il rischio sopportato.

**Figura 7:** Andamento storico della Wam dei titoli di Stato acquistati dalle Bcn nell'ambito del Qe





**Figura 8:** Vita media residua del debito governativo per i principali Stati dell'Eurozona

#### 4. Una proposta di reingegnerizzazione del Qe a rischi condivisi

*Weighted average maturity* e *capital key* – alla luce delle dinamiche osservate – possono costituire elementi di flessibilità nella reingegnerizzazione del *Quantitative easing*; una reingegnerizzazione che metta al centro l'analisi dei rischi dell'Eurozona e che quindi segua la legge di conservazione della massa di Lavoisier (“nulla si crea, nulla si distrugge ma tutto si trasforma”). A tal fine vanno considerati alcuni aspetti critici: 1) la scarsità di *Bund* acquistabili nell'ambito del Qe a regole date; 2) la circostanza che i tassi negativi stanno contribuendo a deteriorare la solidità del sistema-Germania e da qui dell'intera Eurozona (13); 3) la contraddizione in termini rappresentata dall'esistenza di uno strutturale differenziale di rendimento (*spread*) tra titoli emessi da Stati appartenenti alla stessa area valutaria (14) (15); 4) l'esigenza, per un ordinato funzionamento del sistema finanziario, di titoli di Stato privi di rischio (*safe-assets*) per una quantità di gran lunga superiore all'ammontare di *Bund* in circolazione (16).

Il rafforzamento della nostra area valutaria richiede dunque interventi in grado di condividere i rischi nell'Eurosistema, e in questa prospettiva 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 base al livello dello *spread* ed al rapporto tra debito pubblico e Pil; in base ai dati attuali, gli acquisti del nuovo Qe sarebbero composti per il 50% da Btp, per il 25% da titoli di Stato spagnoli (*Bonos*), per il 10% da titoli di Stato francesi (*Oat*) e per il restante 15% da titoli emessi dagli altri Stati membri.

La seconda reingegnerizzazione consisterebbe nell'attribuzione alle Bcn di opportuni margini di manovra – sempre determinati in base al livello dello *spread* ed al rapporto tra debito pubblico e Pil – per incrementare la vita media residua dei *govies* detenuti in portafoglio. Maggiore è la *Wam* e maggiore è infatti l'effetto “congelamento” dei rischi

(13) C. Altavilla *et al.*, *Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms*, in <www.ecb.europa.eu>, giugno 2019.

(14) L. Gambetti, A. Musso, *The macroeconomic impact of the Ecb's expanded asset purchase programme (App)*, *ibidem*, giugno 2017.

(15) F. Eser, *Tracing the impact of the Ecb's asset purchase programme on the yield curve*, *ibidem*, luglio 2019.

(16) C. Brand, L. Ferrante, A. Hubert, *From cash- to securities-driven euro area repo markets: the role of financial stress and safe asset scarcity*, *ibidem*, gennaio 2019.

nel bilancio della banca centrale acquirente. Ovviamente una simile operatività dovrebbe trovare un qualche coordinamento nelle politiche di rifinanziamento dei debiti pubblici da parte dei paesi membri, per evitare scarsità di titoli su specifiche scadenze. Questo margine di manovra differenziato dovrebbe consentire alla Banca d'Italia di riposizionare gli acquisti verso Btp con scadenza superiore ai 15 anni ed arrivare così, prima degli altri paesi membri, a superare i 10 anni di vita media residua dei titoli di Stato in portafoglio. Ovviamente la stessa Bce potrebbe supportare la strategia di allungamento della Wam dei debiti governativi, rendendo idonei per l'acquisto i titoli *ultra-long* (nel primo Qe la Bce si è fermata a 30 anni).

Entrambi gli interventi rappresentano forme differenziate e implicite di *risk-sharing*, dato che la Bce, garantendo il finanziamento dell'operatività delle Bcn, acconsentirebbe all'assunzione di maggiori livelli di rischiosità per alcuni paesi membri rispetto ai livelli attuali.

L'ultima soluzione di reingegnerizzazione del Qe sarebbe un *risk-sharing swap*, vale a dire uno scambio nelle posizioni relative della Bce e delle varie Bcn per consentire alla prima di subentrare alle seconde nei nuovi acquisti netti che dovrebbero partire a breve come pure nel rifinanziamento dei *govies* in scadenza; già ad aprile 2016 si verificò una simile operatività, allorquando la quota degli acquisti effettuati direttamente dalla Bce passò dall'8% al 10%. Il subentro graduale della Bce nel programma di acquisto dei titoli di Stato dell'Eurozona equivarrebbe all'abbandono definitivo dell'impostazione originaria che prevedeva la *risk-segregation*. Di conseguenza verrebbe anche smontato il citato meccanismo di assicurazione dai rischi sovrani – tramite *credit default swap* – che la Bce ha *de facto* posto in essere finanziando le Bcn per le somme necessarie all'acquisto dei *govies* previsto dal Qe. Questa operatività avrebbe anche il pregio di normalizzare nel tempo il saldo positivo *monstre* di quasi 1000 miliardi di euro della Bundesbank nel sistema Target2 ed i connessi deficit equi-ripartiti di Banca d'Italia e Banco de España.

I mercati apprezzerrebbero la nuova impostazione attraverso un'operatività tesa ad azzerare i differenziali di rendimento tra i titoli di Stato dei vari paesi membri, come avvenne negli anni immediatamente antecedenti alla partenza dell'Euro. All'epoca gli operatori finanziari, infatti, nel presupposto che l'euro avrebbe rispettato il paradigma tradizionale della condivisione dei rischi e avrebbe avuto quindi un'unica struttura a termine dei tassi d'interesse, iniziarono a comprare i titoli di Stato a rendimento più elevato ed a vendere quelli meno redditizi per lucrarne il differenziale accelerando la convergenza delle curve dei tassi dei vari paesi membri (17).

Sarebbe un po' come tornare all'anno zero della partenza dell'euro e superare gradualmente i limiti di scelte di *policy* – prese in seguito alla crisi finanziaria globale – che hanno privilegiato gli interessi nazionali a quelli di aumentare la resilienza dell'Eurozona. D'altronde, all'indomani del fallimento di Lehman Brothers, lo stesso presidente della Bce Jean-Claude Trichet dava per acquisito che una valuta potesse avere solo una struttura a termine dei tassi di interesse (18).

Se la ridefinizione del Qe dovesse riguardare semplicemente l'aumento dal 33% al 50% della quota di una specifica emissione di titoli di Stato acquistabili dalle banche centrali dell'Eurosistema, difficilmente si otterrebbero risultati tali da rimuovere le sopradescritte anomalie della nostra area valutaria, guadagnando al più un po' di tempo da spendere in un contesto economico-finanziario che appare 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.

### Referenze

Altavilla C. *et al.* (2019), *Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms*, <[www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2289~1a3c04db25.en.pdf?e0c348b9bd29608f0dc3854a26f2464f](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2289~1a3c04db25.en.pdf?e0c348b9bd29608f0dc3854a26f2464f)>.

Brand C., Ferrante L., Hubert A. (2019), *From cash- to securities-driven euro area repo markets: the role of financial stress and safe asset scarcity*, <[www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2232~c3399f4b01.en.pdf?4a5b7f70c587493dc299cc2d1768aa1e](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2232~c3399f4b01.en.pdf?4a5b7f70c587493dc299cc2d1768aa1e)>.

Draghi M., L. de Guindos (2019), Press conference, Frankfurt am Main, 25 July 2019, <[www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190725~547f29c369.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190725~547f29c369.en.html)>.

Ecb (2019), 20 years of European economic and monetary Union, Forum dei banchieri centrali, Sintra, 17-19 giugno 2019, <[www.ecb.europa.eu/pub/conferences/html/20190617\\_ecb\\_forum\\_on\\_central\\_banking.en.html](http://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/html/20190617_ecb_forum_on_central_banking.en.html)>.

Ecb (2017), Decisione Ecb/2017/1 dell'11 gennaio 2017, <[www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex\\_32017d0001\\_en\\_txt.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex_32017d0001_en_txt.pdf)>.

Ecb (2016), *What is the deposit facility rate?*, <[www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-the-deposit-facility-rate.en.html](http://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-the-deposit-facility-rate.en.html)>.

(17) M. Minenna, *La moneta incompiuta*, Roma, Ediesse, 2013.

(18) J.-C. Trichet, L. Papademos, *Introductory statement with Q&A*, in <[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)>, 6 November 2008.

Ecb (2016), Monetary policy decisions 10 March 2016, <[www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310.en.html)>.

Ecb (2016), Decisione Ecb/2016/8 del 18 aprile 2016, <[www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex\\_32016d0008\\_en\\_txt2.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex_32016d0008_en_txt2.pdf)>.

Ecb (2015), Decisione Ecb/2015/10 del 4 marzo 2015, <[www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj\\_jol\\_2015\\_121\\_r\\_0007\\_en\\_txt.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2015_121_r_0007_en_txt.pdf)>.

Ecb (2015), Decisione Ecb/2015/33 del 5 novembre 2015, <[www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex\\_32015d0033\\_en\\_txt.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex_32015d0033_en_txt.pdf)>.

Ecb (2015), Decisione Ecb/2015/48 del 16 dicembre 2015, <[www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj\\_jol\\_2015\\_344\\_r\\_0001\\_en\\_txt.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2015_344_r_0001_en_txt.pdf)>.

Eser F. (2019), *Tracing the impact of the Ecb's asset purchase programme on the yield curve*, <[www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2293~41f7613883.en.pdf?36492d92dc3dd55d1a60977740c06db6](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2293~41f7613883.en.pdf?36492d92dc3dd55d1a60977740c06db6)>.

Gambetti L., Musso A. (2017), *The macroeconomic impact of the Ecb's expanded asset purchase programme (App)*, <[www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp.2075.en.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp.2075.en.pdf)>.

Minenna M. (2015), *Why Europe's Qe resembles a Ccs trade?*, <[www.risk.net](http://www.risk.net)>.

Minenna M. (2013), *La Moneta Incompiuta*, Roma, Ediesse.

Trichet J.-C., L. Papademos (2008), *Introductory statement with Q&A*, <[www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2008/html/is081106.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2008/html/is081106.en.html)>.

\*\*\*

**Direzione e redazione**

Via Antonio Baiamonti, 25 - 00195 Roma - tel. 0638762191 - E-mail: [massimario.rivista@corteconti.it](mailto:massimario.rivista@corteconti.it)



ISBN 978-88-498-5743-6



9 788849 857436

I.S.S.N. 0392-5358  
(c.m. 30-443900120101)