

Dir. Resp.: Luciano Fontana

PERCHÉ IL Q-EXIT PUÒ FAR MALE ALL'ITALIA

I mercati si preparano alla chiusura del quantitative easing. E torna lo spettro dei tassi...

di **Marcello Minenna**

L'annuncio dello stop del Quantitative easing, il programma che da marzo 2015 ha acquistato oltre 1.600 miliardi di euro di titoli di Stato dell'Eurozona (Govies) forse arriverà già il prossimo 7 settembre al meeting dei banchieri centrali di Jackson Hole. Un'«eutanasia finanziaria» che ridurrà gli acquisti di Govies di 10-20 miliardi già da inizio 2018; l'aumento dei tassi di interesse, specie sulle lunghe scadenze in tutta l'area euro è già iniziato a prescindere dai rialzi che prima o poi la Bce avvierà in stile Fed.

In Germania questa dinamica contribuirà a normalizzare l'anomalia dei tassi negativi. Il governo riprenderà finalmente a pagare per il suo debito e le banche tedesche rivedranno un po' di margini di interesse. Non male.

Per l'Italia la situazione è più complessa. Il ribasso dei tassi dovuto al Qe se da un lato ha abbattuto la spesa per interessi di 8 miliardi di euro nel biennio 2015-2016 dall'altro ha contribuito a generare spese su derivati per 15. Il conto causato dalla fine del Qe potrebbe però essere assai più salato negli anni a venire. Francoforte potrebbe chiedere alla Banca d'Italia di reimmettere gradualmente sul mercato circa 300 miliardi di Btp e la Commissione europea potrebbe imporre altrettanto al sistema finanziario nazionale attraverso nuove regole che discriminano i Btp nei bilanci. Il risparmio di interessi verrebbe, quindi, vanificato ma non si può dire lo stesso per i derivati dato che le perdite potenziali ammontano a circa 40 miliardi.

L'aumento dei tassi riflette anche problemi tecnici del programma: il Qe prevede infatti acquisti dei Govies in proporzione alla quota di ciascun Paese membro nel capitale della Bce (per evitare di favorire i Paesi più indebitati), e comunque con un limite del 33% di ogni singola emissione. Con queste regole però a fine anno non ci saranno più Bund ammissibili per il programma e quindi i tedeschi avranno buon gioco per esigerne la chiusura. L'opzione di concentrare gli acquisti sui Paesi a maggiore debito non incontrerebbe infatti il placet della Germania.

Ecco perché il mercato non esclude un possibile remake del 2011 nonostante lo scudo anti-spread della Bce a cui quindi viene data una bassa probabilità di attivazione. Eppure un'alternativa ci sarebbe: la Bce dovrebbe comprare i titoli di Stato dalle varie Banche centrali nazionali e congelarli in bilancio il tempo necessario a consentire il riallineamento dei cicli economici dei Paesi membri. Tradotto: fare in modo che qualcuno torni a credere che l'euro meriti un po' di condivisione dei rischi. In ogni condominio in fondo ci sono parti comuni da tutelare e mantenere a meno di non comprometterne inesorabilmente la stabilità.