

Finisce il Qe ma c'è ancora spazio per condividere i rischi

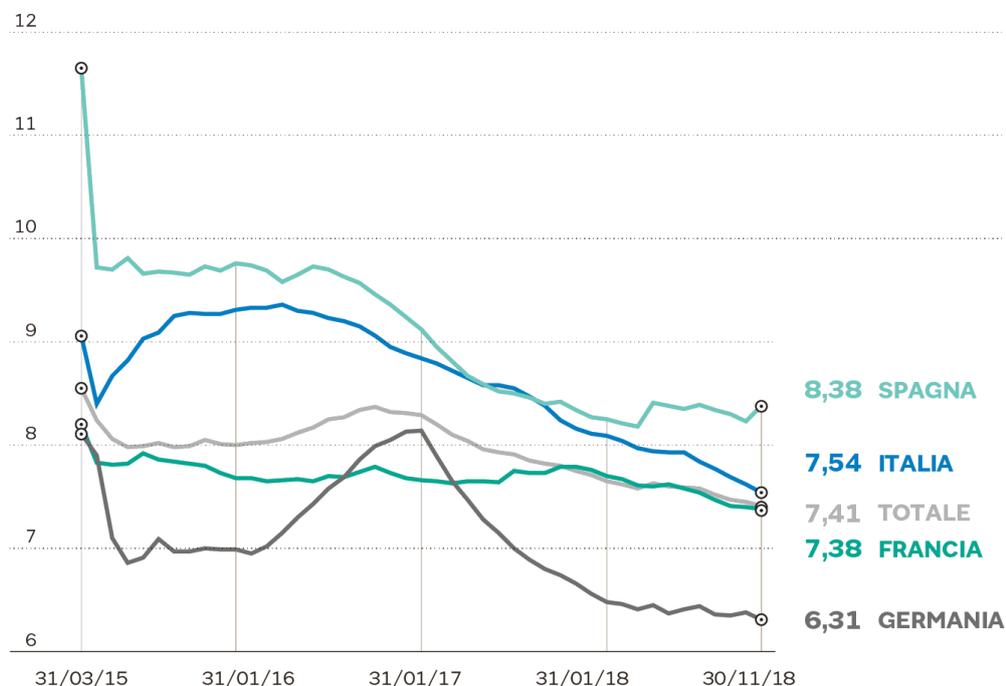
di **Marcello Minenna** 17 dicembre 2018

La BCE ha annunciato giovedì scorso la fine degli acquisti di titoli nell'ambito del Quantitative Easing (QE). Dal 2019 lo stimolo monetario in Eurolandia sarà sostanzialmente limitato al reinvestimento integrale dei titoli in scadenza. Considerando solo il PSPP (la parte del programma destinata ai titoli di debito pubblico), l'ammontare complessivo di reinvestimenti attesi per il prossimo anno è di 170-180 miliardi di euro.

L'interesse di analisti e investitori è concentrato soprattutto sull'allocazione dei riacquisti tra i titoli governativi dei vari Stati membri. La BCE ha reso noto che i reinvestimenti avverranno «nella stessa giurisdizione» in cui i titoli in scadenza erano stati emessi ma con gradualità aggiustamenti per rispettare la capital key - la quota di ogni Banca Centrale Nazionale (BCN) nel capitale della BCE - «come emendata nel tempo».

LA DURATA DEI TITOLI A CONFRONTO

Vita media residua dei titoli del PSPP



Da gennaio, infatti, entrerà in vigore la nuova capital key, con valori aggiornati per tener conto delle variazioni al contributo di ciascun paese al PIL e alla popolazione della Comunità Europea nell'ultimo quinquennio. I nuovi valori mostrano un incremento dello 0,82% della quota in mano alla Bundesbank (dal 25,56% al 26,38%), seguita dalla banche

centrali di Francia (+0,26%) e Paesi Bassi (+0,15%) che viene controbilanciato da un calo della quota detenuta dalle banche centrali di Spagna, Italia, Grecia e Portogallo che, complessivamente, scendono dell'1,64%. Per questo motivo gli analisti si aspettano che i reinvestimenti favoriranno la Germania a discapito di altri paesi, specie periferici.

Ma non è solo questione di capital key, anche perché la BCE conserva margini di flessibilità e in passato ci sono state già deviazioni da questo criterio. Un altro aspetto tecnico rilevante è la vita media residua (weighted average maturity o WAM) delle obbligazioni in pancia all'Euro-sistema: più è breve, più è ragionevole attendersi che ci saranno titoli in scadenza già nel 2019. E anche qui la Germania sta una spanna avanti agli altri; infatti, la WAM dei Bund comprati nell'ambito del PSPP è di appena 6,31 anni, oltre 1 anno in meno della stessa statistica misurata sull'intero portafoglio di titoli pubblici comprati sinora (pari a 7,41 anni). Ribaltando questi dati sui reinvestimenti che verranno fatti l'anno prossimo, la Germania potrebbe beneficiare di un bonus di alcuni miliardi di maggiori acquisti rispetto a quelli cui avrebbe teoricamente diritto con la nuova capital key. L'Italia potrebbe avere anche lei un mini-bonus, per la Spagna le cose resterebbero sostanzialmente invariate, mentre la Francia potrebbe vedere meno reinvestimenti rispetto a quelli cui avrebbe teoricamente diritto in base alla quota aggiornata di capitale della BCE.

C'è però un inconveniente: se anche in futuro i reinvestimenti privilegiassero le brevi scadenze, l'Euro-sistema potrebbe assorbire una minore quantità del rischio di duration presente nel mercato delle obbligazioni sovrane dell'Eurozona. Gli investitori chiederebbero un premio al rischio più alto con conseguente aumento dei tassi a lunga e, quindi, della spesa per interessi. Questione tutt'altro che secondaria, specie per via XX Settembre.

E se è vero che la BCE ha rinnovato l'impegno ad un intervento che non abbia impatti distorsivi sulla struttura a termine dei tassi (market-neutrality) - oltre ad assicurare che i tassi resteranno invariati almeno sino alla prossima estate - è anche vero che per ora non sono arrivati i nuovi prestiti agevolati BCE (T-LTRO) su cui speravano in molti.

Ed è sfumata anche l'ipotesi di un intervento mirato ad abbassare i tassi di interesse a lunga (operation twist) simile a quello fatto anni fa dalla Banca Centrale americana (FED) per stimolare investimenti e consumi. La BCE si troverebbe infatti a dover gestire l'ardua impresa di coordinare molteplici twist a causa dello spread dei vari Paesi membri e della struttura del QE che attribuisce il 90% degli acquisti di titoli del proprio Governo a ciascuna BCN, peraltro con discrezionalità nella scelta dei titoli da comprare, anche in termini di vita residua (purché compresa tra 1 e 31 anni).

Per ora la BCE intende limitarsi a qualche ritocco, il che è coerente con l'outlook complessivamente positivo trapelato dal discorso di Draghi. Il quale però ha anche dichiarato che il bilancio dei rischi si sta spostando in direzione sfavorevole («the balance of risks is moving to the downside») e che la BCE resta pronta ad intervenire, confermando il ruolo fondamentale dell'autorità monetaria nell'impalcatura dell'area euro.

Prima che il quadro macro-economico peggiori occorrerebbe superare il tabù della condivisione dei rischi (risk sharing). Ad esempio archiviando la capital key e

concentrando i reinvestimenti delle BCN solo nei paesi più indebitati. Una versione 2.0 del Securities Market Programme ma avendo cura, stavolta, di restituire le cedole incassate sui titoli acquistati al governo che le ha corrisposte e di concentrare gli acquisti sulle scadenze molto lunghe (20-50 anni) nell'ambito di una mossa coordinata coi Tesori nazionali. Così una parte del debito pubblico dei paesi periferici sarebbe congelata nei bilanci delle BCN con un prevedibile calo dei costi di funding e una normalizzazione delle curve dei tassi.

Anche se – finché gli acquisti di obbligazioni resteranno segmentati a livello delle BCN – difficilmente si riavvierà la convergenza tra le curve dei diversi emittenti sovrani dell'Eurozona aggredendo così il fenomeno dello spread. Per un obiettivo del genere (oltre a una dimensione d'intervento ben maggiore di quella corrispondente ai soli reinvestimenti dei bond in scadenza) bisognerebbe centralizzare la politica degli acquisti in BCE e assegnare alle BCN un ruolo di execution-only. Peraltro questa impostazione rimetterebbe sotto controllo l'anomalo credito Target2 della Bundesbank di oltre 900 miliardi di euro de facto verso i paesi periferici che tanto preoccupa i tedeschi. Insomma una soluzione di policy che accontenterebbe tutti e sarebbe un piccolo passo ma concreto verso gli Stati Uniti dell'Eurozona.

Marcello Minenna, Economista

[@MarcelloMinenna](#)