

Il Sole 24 ORE COMMENTI

SERVIZIO | DOPO IL QE

Dopo il quantitative easing. Chi ha venduto il debito alle banche centrali nazionali?

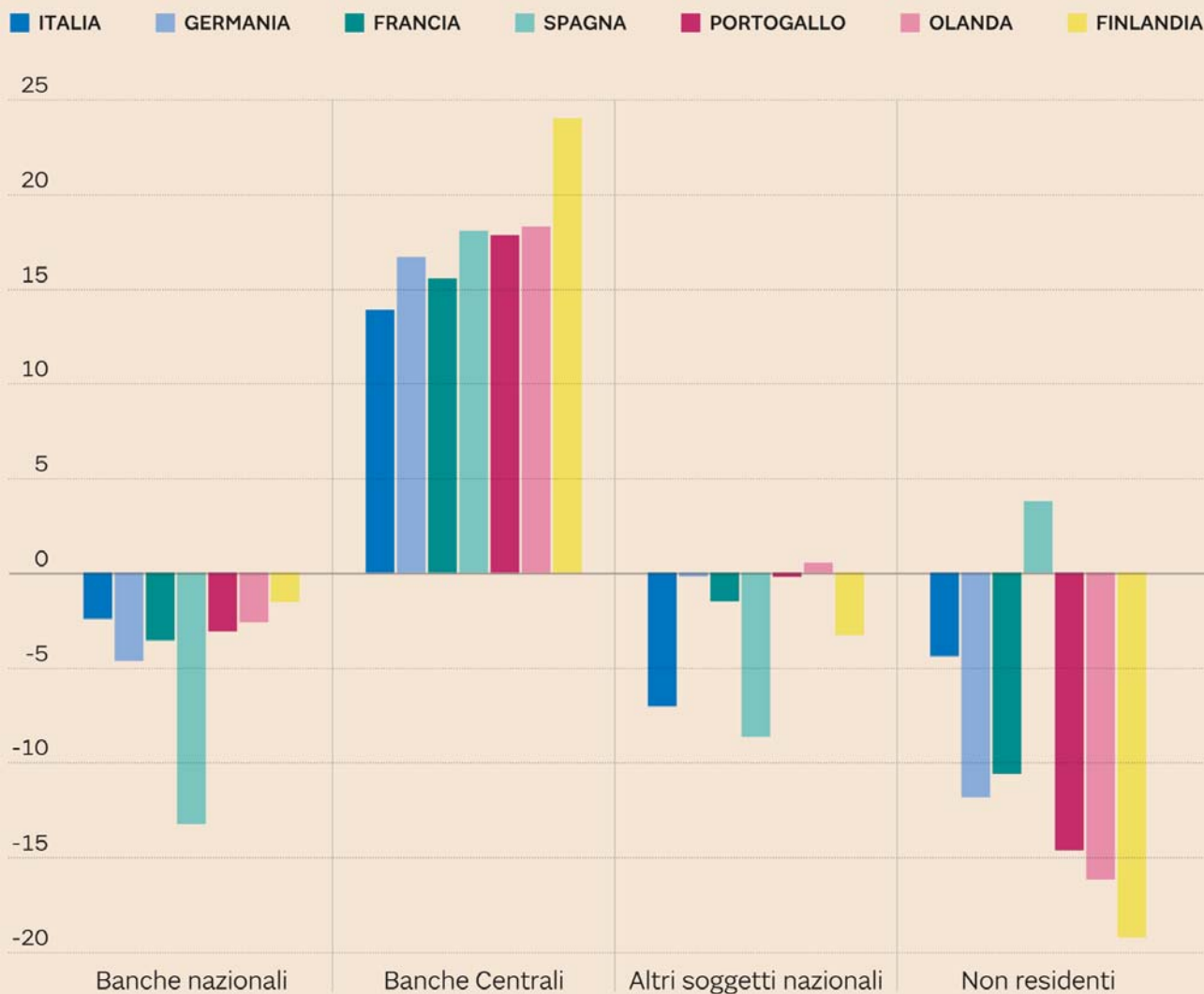
-di **Marcello Minenna** | 18 febbraio 2019

A dicembre 2018 si è chiuso dopo 45 mesi il programma di acquisto titoli da parte della BCE, con un'iniezione complessiva di liquidità nel sistema per 2.569 miliardi di euro.

L'impatto maggiore nel bilancio della Banca Centrale Europea ha riguardato i titoli di Stato, con 1.940 miliardi di acquisti lordi effettuati dalle banche centrali nazionali (BCN) secondo il criterio della capital key, cioè in proporzione alla quota di partecipazione al capitale della BCE.

Nel complesso dunque **durante il Quantitative Easing si è osservata una massiccia redistribuzione del rischio sovrano dal settore privato (nazionale ed estero) al settore pubblico**, a cui potrebbe seguire un ribilanciamento parziale solo nel lungo periodo.

Un'analisi dei dati relativa ai settori detentori del debito pubblico dell'Eurozona che compari la distribuzione del debito in due istanti diversi (prima e dopo il QE) ci consente di descrivere come siano cambiati gli assetti nel lungo periodo.



In media, in quasi 3 anni il 20% del debito pubblico dell'Eurozona si è accumulato nei bilanci delle BCN. Banca d'Italia ne ha rastrellato percentualmente una quantità inferiore (+14%), rispetto ai piccoli Paesi del Nord-Europa, che mostrano un peso percentuale degli acquisti più elevato (+18,4% in Olanda e +24,1% in Finlandia).

Questa differenza può dipendere dal fatto che il debito totale di questi Paesi durante il QE si è ridotto o è cresciuto meno rispetto a quello italiano e pertanto gli acquisti sono stati rapportati a un denominatore proporzionalmente meno ampio. Diversi altri fattori hanno comunque esercitato influenza, tra cui la diversa vita residua media dei titoli acquistati e le deviazioni dal criterio della capital key che la BCE ha messo in atto.

L'ANALISI
Perché la fine del
Quantitative Easing farà
bene all'Italia

Scopri di più >

All'avvio del programma si sperava che le banche nazionali avrebbero approfittato della finestra di opportunità data dagli acquisti delle BCN per ribilanciare il peso dei titoli di Stato nei loro attivi, indebolendo il nesso patologico

tra banche e governi che aveva contribuito all'aggravamento della crisi nel 2011-2012. Ex-post occorre constatare che questo non è avvenuto, almeno nella dimensione che si sperava. **Le banche italiane chiudono il 2018 con una modesta riduzione percentuale dei titoli governativi del -2,5%**; nel momento migliore della congiuntura economica a fine 2017 l'incidenza si era ridotta del -5,1% ma le tensioni sullo spread che hanno seguito l'insediamento del nuovo governo e la fuga degli investitori internazionali nel secondo e terzo trimestre del 2018 (-3,5% tra marzo e settembre) hanno inevitabilmente accresciuto il peso delle banche nazionali nella sottoscrizione delle nuove emissioni di debito.



IL RALLY DECENNALE | 6 febbraio 2019

Quantitative easing contro buyback: ecco chi è stato più decisivo per la corsa di Wall Street

In media le banche europee non hanno fatto meglio, con una riduzione limitata del -3%; certo si potrebbe obiettare con una certa logica che magari le banche nord-europee non avevano un gran bisogno di ridurre le proprie esposizioni in titoli di Stato, o perché partivano da livelli molto bassi (il 3% per la Finlandia) o per via della rischiosità quasi nulla del debito, come nel caso dell'Olanda e della Germania.

Secondo la Banca per i Regolamenti Internazionali il peso dei titoli di Stato nazionali sul totale degli attivi è per l'Italia al 20%, un valore tra i più alti al mondo.

L'unica eccezione degna di nota riguarda la Spagna: in questo caso il sistema bancario ha effettuato un rilevante deleveraging delle proprie posizioni in titoli di Stato con una riduzione percentuale degli stock di debito del -13,3% dopo il raggiungimento di valori record (30% di concentrazione) nel 2014.

Ad approfittare degli acquisti delle BCN sono stati anche **gli investitori privati** non finanziari di Italia e Spagna: in questi Paesi si è registrata una riduzione dell'esposizione di questi investitori, coerente con un trend di lungo periodo e con la discesa dei tassi di interesse che ha reso i titoli meno appetibili. Stabile o in leggero aumento la quota di altri investitori istituzionali domestici:

assicurazioni e fondi pensione, le cui decisioni di investimento plausibilmente non sono state modificate dalle variazioni di prezzo dei titoli indotte dal QE.

Per quanto riguarda il comportamento degli **investitori esteri**, si conferma il quadro generale delineato dalla BCE, che vede una riduzione tendenziale del peso di questa categoria di detentori del debito dell'Eurozona. Da una prospettiva ampia, sono stati gli investitori esteri a vendere titoli di Stato alle BCN; di questi il 70% sono riconducibili ad altre aree valutarie. Le ragioni vanno ricercate nella riduzione progressiva dei rendimenti dei titoli governativi che ha reso più appetibili investimenti alternativi al di fuori dell'area Euro.

L'ANALISI

Il tentativo della Fed di smontare il Qe potrebbe essere già finito

Scopri di più >

Questo ribilanciamento dei portafogli degli investitori extra-UE spiega in parte la crescita dei saldi creditori Target2 (il sistema interbancario di pagamenti europeo) delle BCN di Paesi che tradizionalmente intermediano le

transazioni con i Paesi fuori dall'area Euro: Germania e Olanda (con USA e Giappone) e Finlandia (con Svezia e Norvegia). In sostanza se un investitore USA vende un titolo francese alla Banque de France tramite una banca tedesca, questa transazione viene contabilizzata come se fosse un regolamento tra la BCN francese e la banca intermediaria; in bilancio figurerà dunque come un afflusso di capitale verso la Germania, quando in realtà il beneficiario finale è fuori dall'area Euro.

Ci sono però alcuni caveat a questa rassicurante spiegazione. I dati mostrano infatti una cesura netta tra Paesi dell'area core (Nord-Europa e Francia) e la periferia (Italia e Spagna). In questi ultimi due Paesi infatti gli investitori esteri si sono ridotti o molto poco (-3,8% in Italia) o sono addirittura aumentati (+3,4% in Spagna) durante il QE. A ben vedere, se ignoriamo la recente fuga registrata in corrispondenza dell'innalzamento dello spread che ha poco a che vedere con il QE, fino a marzo 2018 anche in Italia il peso degli investitori esteri è rimasto grosso modo invariato. Una possibile spiegazione sta nel persistente spread (in media di 120 punti base) che questi titoli hanno mantenuto rispetto ai titoli governativi core anche nel periodo di maggiore convergenza tra il 2015 ed il 2016.

In ogni caso per Italia e Spagna non appare evidente una connessione tra ribilanciamento dei portafogli degli investitori esteri ed il peggioramento dei saldi Target2 che denota una fuoriuscita netta di capitali. Come ho evidenziato in una recente ricerca con Giovanni Dosi ed Andrea Roventini, ci sono altri fattori all'opera, tra cui una crescente preferenza degli operatori del settore privato non finanziario verso investimenti all'estero in fondi comuni di investimento, azioni ed obbligazioni. Questo deflusso di capitali che potremmo sublimare in un desiderio di "diversificazione" del rischio-Paese è comune ad altre nazioni dell'Eurozona anche se in misura inferiore. Tuttavia in Italia e Spagna non è controbilanciato da una crescita dell'esposizione verso l'estero del settore bancario, come invece ad esempio avviene nel caso della Francia, o da un

corrispondente forte incremento degli afflussi di capitale derivanti dal surplus commerciale (vedi Germania).

Dalle indicazioni della BCE sulla durata del programma di reinvestimento dei titoli in scadenza, appare **verosimile che circa un quinto del debito pubblico europeo rimarrà congelato nei bilanci delle BCN per un paio d'anni almeno**. L'esperienza della FED nel primo tentativo di “riduzione” del proprio attivo di bilancio (si parla già di un probabile stop del programma) induce cautela; un deleveraging di dimensioni significative non appare perseguibile, soprattutto ora che il ciclo economico è in rapido peggioramento. Quel debito eredità del QE potrebbe rimanere congelato ancora (molto) a lungo.

* Economista

@MarcelloMinenna