

Il programma di acquisto della BCE spinge nel breve verso la nazionalizzazione dei rischi e alla lunga riduce gli interessi degli Stati membri a tenere in piedi l'euro.

Lo scorso 22 gennaio la Banca Centrale Europea (BCE) ha varato un Quantitative Easing (QE) di oltre 1000 miliardi di titoli che saranno ripartiti in un programma di acquisti per 60 miliardi su base mensile e della durata di 18 mesi. Tralasciando per semplicità la circostanza che negli oltre mille miliardi ci sono anche titoli di debito privati, il QE avrà un impatto sull'inflazione ma sarà ragionevolmente eterogeneo nell'Eurozona; infatti, si può sospettare che sarà più difficile per i sistemi bancari periferici trasmettere la liquidità all'economia reale. A meno di reazioni delle altre banche centrali è ipotizzabile che si raggiungerà la parità dell'euro con il dollaro, parità che però favorirà maggiormente le grandi economie esportatrici. In ogni caso il punto debole del QE riguarda la ripartizione dei rischi su cui si potrebbe sorvolare se l'ipotesi di rottura dell'euro fosse per certo da escludersi facendo affidamento sullo scudo anti-spread. La questione è che per attivare lo scudo – semmai sarà necessario – ci vorrà una convergenza della politica su una piena mutualizzazione dei rischi a livello europeo che non si intravede all'orizzonte.

Per comprendere quali siano i rischi a cui ci stiamo riferendo è opportuno fare un passo indietro ed approfondire il perché non è stato deciso un acquisto di titoli di Stato come da best practice delle banche centrali del mondo, cioè senza pagamento di interessi alla BCE e senza trattamenti discriminatori sui rischi dei debiti pubblici dei diversi Paesi membri. Dietro alle tensioni che hanno condotto a questa decisione c'è la tesi di matrice teutonica che un differente intervento della BCE avrebbe realizzato un'indebita commistione tra politica monetaria e fiscale e favorito il *moral hazard* della periferia. Non pagando interessi alla BCE un Paese membro avrebbe potuto ad esempio ridurre le tasse o aumentare la spesa pubblica e quindi utilizzare il provvedimento di politica monetaria europea a fini fiscali nazionali. Allo stesso modo si immagina il caso di perdita di valore dei titoli di Stato di un Paese membro comprati dalla BCE; tale perdita che riguarda uno Stato nazionale sarebbe stata ribaltata su tutti i contribuenti dell'Eurozona. Ma la tesi del *moral hazard* non è supportata dai fatti.

Sulla questione interessi alcune decisioni della BCE hanno sicuramente implicazioni di politica fiscale ma i termini sono differenti. Nel biennio 2010-2012 con il Securities Market Programme (SMP) la BCE accresce il proprio bilancio di circa 220 miliardi di euro di titoli emessi da Euro Zone Peripheral Countries (EZPC). Considerando i titoli giunti a maturity negli ultimi 24 mesi e le sterilizzazioni effettuate sul mercato secondario, a dicembre 2014 circa 160 miliardi di € di titoli governativi – in base alla decisione del giugno 2014 – non sono stati reimmessi sul mercato determinando così un contenuto aumento della base monetaria. La peculiarità del SMP è che, diversamente da quanto accaduto con i programmi di acquisto della FED, i governi sono tenuti a pagare gli interessi alla BCE. In totale si stima un flusso di una decina di miliardi di euro l'anno che poi vengono distribuiti pro-quota sull'Eurosistema (18% la Germania, 14% la Francia, 12% l'Italia e così via). In altri termini la Germania per il tramite della Bundesbank riceve quasi 4 miliardi di interessi dagli EZPC. Dunque sinora la politica monetaria ha indotto trasferimenti fiscali tra gli Stati membri, ma dalla periferia al centro e non viceversa.

Sulla questione del rischio di credito, cioè della perdita di valore di un titolo di Stato, la soluzione del programma di acquisti deciso il 22 gennaio è che – sempre per non creare indebite commistioni – la BCE acquisterà direttamente titoli di Stato dell'Eurozona per circa 100 miliardi (l'8% del QE) mutualizzandone i rischi e fornirà liquidità alle banche centrali per 1000 miliardi per consentire l'acquisto di titoli di Stato (l'80% del QE) e di titoli emessi da organismi europei sovranazionali (il 12% del QE), tra cui l'ESM, cioè l'ex-Fondo Salva-Stati, avrà ragionevolmente una quota rilevante.

Gli acquisti di titoli avverranno in base alla quota di partecipazione di ciascun Paese all'Eurosistema, i.e.: 18% la Germania, 14% la Francia, 12% l'Italia e così via.

Al termine dell'acquisto le banche centrali nazionali si troveranno ad avere nell'attivo di bilancio i titoli e nel passivo un debito verso la BCE di pari ammontare. Questo significa che le banche centrali nazionali stanno assicurando la BCE dai rischi di perdite di valore del debito pubblico degli Stati membri che sarà interessato dal programma. Ad esempio ipotizzando che la Banca d'Italia compri 100 miliardi di titoli di Stato italiani, se in futuro l'Italia dovesse svalutare il debito del 60%, nell'attivo della Banca d'Italia ci sarebbero solo 40 miliardi di euro (o, equivalentemente, 100 miliardi di lire) e nel passivo continuerebbero ad esserci 100 miliardi di debito in euro verso la BCE. Nel concreto il meccanismo con cui le banche centrali nazionali presteranno la garanzia potrebbe anche essere diverso da quello sopra ipotizzato ma il ragionamento di fondo non cambia. Per dirla in altro modo, finendo nell'attivo della banca centrale nazionale quei titoli di Stato diventano *de facto* sottoposti a legge di diritto estero e quindi se il Paese membro uscisse dall'euro non potrebbe ridurre il valore ridenominandoli nella nuova valuta nazionale e poi svalutandoli ma sarebbe chiamato a restituire alla BCE il loro intero controvalore nominale in euro.

Dal punto di vista finanziario lo schema adottato per il QE è quindi quello dei derivati di credito. In termini più espliciti le banche centrali nazionali stanno vendendo un credit default swap alla BCE e ne stanno incassando il premio. Ovviamente si potrebbe discutere a lungo di come faccia una banca centrale nazionale a prestare garanzia sul debito pubblico del proprio Stato dato il "collegamento" di rischiosità tra le due entità.

Analisi quantitative basate sul c.d. "rischio Italia", applicate alla quantità di titoli di Stato che la Banca d'Italia dovrebbe acquistare nell'ambito del programma, ci consentono di dire che l'Italia dovrebbe incassare per una simile assicurazione oltre 1 miliardo di euro l'anno fino alla scadenza dei titoli acquistati.

Per questa assunzione di rischi le banche centrali nazionali saranno remunerate attraverso gli interessi sui titoli di Stato acquistati assecondando quindi il medesimo criterio di distribuzione asimmetrica seguito per i rischi. Gli interessi incamerati dalle banche centrali nazionali compensano infatti le garanzie prestate nei confronti della BCE per i rischi dei debiti pubblici nazionali dell'Eurozona ricompresi nel programma.

Per quanto riguarda gli acquisti di titoli emessi da istituzioni europee (12% del totale), tra cui un ruolo importante sarà rivestito dall'ESM, qualsiasi perdita di valore verrebbe invece sopportata dagli Stati membri secondo le percentuali di partecipazione al Fondo (per la Germania il 27%, per la Francia il 20%, per l'Italia il 18% e così via) dato che i rischi relativi a questi titoli sono stati mutualizzati. In realtà, almeno per i titoli emessi dall'ESM, il QE realizza una sorta di mutualizzazione al quadrato tenuto conto che per questo Fondo i rischi sono già condivisi per Statuto. C'è quindi da interrogarsi sui motivi di una simile decisione. Una possibile risposta viene dalla composizione dei rischi dell'ESM che vede una quota rilevante occupata dai titoli del debito pubblico greco. La sua ristrutturazione determinerebbe perdite eccedenti la dotazione di capitale dell'ESM; sembra quindi che, nel dubbio che qualche Stato membro possa in futuro decidere di non partecipare alla ricapitalizzazione del Fondo, il QE abbia risolto preventivamente il problema trasferendo con certezza i rischi di tali eccedenze sulle banche centrali nazionali.

Anche in questo caso lo schema ricalca dal punto di vista finanziario quello dei derivati di credito e si può tentare di stimarne il relativo premio. Prendendo per eccesso e come approssimazione il "rischio Grecia" ed al netto dei risibili rendimenti dei titoli ESM per l'Italia ad esempio il premio conseguente all'acquisto di titoli dell'ESM sarebbe di circa un miliardo di euro l'anno. Stavolta però senza sostanziali compensazioni a Banca d'Italia per l'assicurazione fornita.

Si può ora completare il ragionamento facendo riferimento all'8% di acquisto di titoli di Stato effettuati direttamente dalla BCE e quindi con rischi c. In questo caso il derivato di credito è venduto dalla BCE ed acquistato dagli Stati membri dell'Eurozona. Svolgendo analisi quantitative simili a quelle compiute

sinora viene fuori che, ad esempio, per l'Italia l'assicurazione per quell'8% di rischio "condiviso" sui titoli di stato italiani vale circa 100 milioni di euro l'anno.

La decisione annunciata il 22 gennaio non è quindi finanziariamente equa né ci sono "regali" ai paesi "deboli" della periferia ed ha poco sapore di Stati Uniti d'Europa. Piuttosto è in linea con le decisioni precedenti – compresa quella di metà gennaio che ha sancito la possibilità di alleviare il Fiscal Compact in presenza di una recessione non solo dell'Eurozona ma anche dei singoli Paesi. Anche questa è stata certamente una decisione utile ma che non si interroga sul perché i padri fondatori dell'Eurozona non abbiano neanche preso in considerazione l'idea che i cicli economici degli Stati membri potessero essere disallineati. Sarà casuale, ma proprio in questi giorni i regolatori europei che si occupano di rischi nei bilanci delle banche dicono che è arrivato il momento di discriminare i titoli di stato dell'Eurozona. È in corso da tempo una metamorfosi dell'Europa da Unione a sommatoria di Stati membri e purtroppo la politica monetaria non è intervenuta come avrebbe potuto.

References:

- Paul De Grauwe, Yuemei Ji (2015), "Quantitative easing in the Eurozone: It's possible without fiscal transfers, VoxEU.org, 15 January.
- Minenna, M (2014), "The European Public Debt Refinancing Program - Why the ECB Quantitative Easing Should Envisage Euro-Zone Government Bonds," *Rivista di Politica Economica forthcoming*
- Sinn, H W (2014), "Responsibility of States and Central Banks in the Euro Crisis", *CESifo*, volume 15, no. 1
- Winkler, A, (2014), "The ECB as Lender of Last Resort. Banks versus Governments", LSE Financial Markets Group, Special Paper Series, February.