

» Bce & ripresa

Inemici nascosti
degli stimoli
all'americana

DI MARCELLO MINENNA

A PAGINA 12

L'analisi

La pericolosa anomalia dei tassi negativi

I Bund sotto zero potrebbero diventare un costo da ripartire tra tutti i Paesi

di MARCELLO MINENNA

Giovedì la Bce ha reso noto che nel programma di Quantitative Easing sono stati già comprati 10 miliardi dei 60 mensili previsti. Weidmann in parallelo ha dichiarato che l'Eurozona non ha bisogno degli stimoli monetari. Forse non aveva ancora letto il dato sulla produzione industriale italiana, -2,2% rispetto all'anno scorso.

Chissà di cosa si discuterà durante il prossimo Board Bce del 18 marzo. Alcuni dettagli del QE possono dare utili indizi:

1) non si può comprare più del 33% dei titoli di uno stesso Stato ivi inclusi quelli già comprati in altri programmi;

2) c'è anche un limite del 25% sulla singola emissione;

3) sono ammessi titoli con rendimenti negativi purché non inferiori al tasso di deposito Bce, oggi pari al meno 0,2%.

Gli anglosassoni dicono che il diavolo si nasconde nei dettagli. Il primo punto esclude la Grecia dal QE anche se nel discorso di Draghi del 5 marzo questo figura solo al terzo posto di un insieme di motivi che escludono il Paese «discolo» dagli aiuti. Insomma di Grecia si parla.

Il secondo punto è collegato agli accordi che

hanno dato vita allo European Stability Mechanism a fine 2012. Accordi che limitano la sovranità degli Stati sul proprio debito pubblico, come la possibilità di convertirlo in un'altra valuta per ridurlo. Infatti per i titoli emessi dal 2013 il 25% dei detentori di un'emissione può bloccare simili eventi di ristrutturazione. In altri termini il QE mette l'Euro-sistema in una condizione di forza per poter evitare perdite sui titoli di Stato acquistati, nel caso in cui a qualcuno venissero in mente strane idee, tipo l'uscita dall'euro.

Il terzo punto evidenzia le differenze tra i vari titoli di Stato che saranno acquistati.

Il tema dei tassi negativi è infatti ignoto ai Paesi periferici che, anzi all'apice della crisi, si rifinanziavano addirittura con tassi a due cifre. È invece ben noto ai Paesi core, Germania in primis che dall'inizio della crisi ha ridotto la sua spesa per interessi di circa 10 miliardi proprio rifinanziando 400 miliardi l'anno di debito largamente con tassi negativi.

Su questo aspetto il macchinoso schema del QE — per cui le banche centrali nazionali devono comprare l'80% dei titoli con soldi della Bce incamerando gli interessi —

genera ulteriori contraddizioni. La prima è collegata al fatto che gli statuti delle banche centrali nazionali sono differenti riguardo alla distribuzione degli interessi sui titoli di Stato ai rispettivi governi. In Italia ad esempio solo metà andrà allo Stato.

In Francia o in Germania le percentuali di distribuzione allo Stato sono ben più alte. Il punto però è che per la Germania c'è un rischio elevato che la Bundesbank debba distribuire perdite allo Stato. Non ci sono infatti in circolazione abbastanza Bund con tassi positivi per assecondare il QE. Prime stime mostrano come — con tutte queste regole — manchino 70-80 miliardi all'appello rispetto alla quota di acquisti della Germania (oltre 200 miliardi di titoli).

Le vere ragioni delle preoccupazioni di Weidmann — anche se andrebbero diversamente argomentate — sono quindi evidenti. Per la prima volta i tassi negativi rischiano di generare perdite e non guadagni per il suo Paese. Ed il problema circa l'utilità del QE va quindi sollevato e pure in fretta.

Spostandoci in Italia i problemi sono altri. Le nostre banche devono ancora restituire 110 miliardi di euro degli Ltro,

cioè i prestiti agevolati erogati all'apice della crisi. Tenuto conto che la quota del QE per l'Italia è pari a circa 140 miliardi di euro, si può intuire che per l'economia reale ne resteranno davvero pochi.

Le banche sostituiranno, infatti, i titoli di Stato in bilancio con la liquidità necessaria per estinguere i loro debiti con la Bce. Per gli altri Stati membri — dati i vincoli della disciplina prudenziale sulle banche — nella migliore delle ipotesi i titoli di Stato verranno rimpiazzati con altri titoli di Stato.

Al prossimo Board si dovrebbe parlare quindi di come cambiare le regole del gioco per far arrivare qualcosa all'economia reale; invece temo che si parlerà dell'«iniquità» dei tassi negativi tedeschi. Gli equilibrismi o forse gli opportunismi presenti nell'Eurotower hanno prodotto un meccanismo contorto dove in Bce si mutualizzano rischi solo per l'8%. Se la Bce avesse comprato direttamente i titoli a interessi zero per tutti, come fanno le altre banche centrali, si sarebbe invece restituita un po' più di solidarietà e perché no di solidità finanziaria alla nostra Unione.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



