

Titoli di Stato. Le minute della banca centrale Qe, la Bce apre a deroghe sulla capital key: tassi e spread in netto calo

LE QUOTE DEL QE

Gli acquisti di titoli di Stato vanno fatti in proporzione alla quota nel capitale della Bce detenuta da ciascun Paese dell'Eurozona

Andrea Franceschi

■ Lo spread tra Bund e BTP, così come quello di altri Paesi come la Francia e tutti quelli della «periferia» dell'Eurozona hanno registrato ieri una netta frenata. Il differenziale Italia-Germania, che in mattinata viaggiava intorno a quota 187 punti base poco dopo le 12 e 30 è crollato fino a 177 punti base mentre il tasso BTP è sceso fino al 2,14% sui minimi da tre settimane. Ad innescare questo movimento sono state alcune indicazioni contenute nei verbali dell' riunione della Bce del 18-19 gennaio. Dalle «minute» è infatti emerso che la Banca centrale ha aperto la porta a possibili deroghe, seppur «limitate e temporanee», alla regola della «capital key», uno dei paletti che si è autoimposta quando ha deciso di mettere in atto il piano di acquisti di titoli di Stato (Quan-

titative easing). La regola della «capital key» prevede che gli acquisti siano fatti in proporzione alla quota che i singoli Paesi hanno nel capitale della Bce. Tradotto: su 100 miliardi di titoli acquistati 26,4 devono essere tedeschi (perché la Germania è il primo azionista della Bce), 20,8 francesi, 18 italiani e così via.

Questa regola è stata fortemente voluta dalla Germania. L'establishment tedesco, come noto, ha contrastato il Qe che in Germania viene visto come un sistema per aggirare l'articolo 21 dello statuto della Bce che vieta il finanziamento del debito pubblico da parte dell'Eurotower. Se Mario Draghi è riuscito a far passare la sua linea è anche perché ha accettato di sottostare alla condizione della capital key che, con il criterio della proporzionalità, in qualche modo mitiga i rischi del finanziamento monetario.

La necessità di rispettare la regola della «capital key» ha tuttavia provocato notevoli distorsioni al mercato. Si pensi al paradosso della curva dei tassi tedesca che ad oggi è negativa fino al-

la scadenza degli 8 anni (ma fino a poco fa anche il decennale viaggiava sotto zero). È inevitabile d'altronde che la Germania, che è l'emittente dei titoli maggiormente soggetti al piano di acquisti della Bce, sia anche il principale beneficiario del Qe. La regola della capital key ha messo a rischio la stessa applicabilità del Qe specie finché il piano era soggetto ad altri paletti come il divieto di acquistare titoli a scadenza inferiore a due anni o il divieto ad acquistare titoli con rendimenti inferiori al tasso sui depositi (-0,4%).

La situazione è stata parzialmente sanata a dicembre dello scorso anno quando la Bce ha rimosso il limite del tasso sui depositi e la scadenza minima è stata portata da due anni ad un anno. Dal 16 di gennaio - si legge nelle «minute» - la Bce ha iniziato a comprare titoli con tassi negativi inferiori alla remunerazione sui depositi. È chiaro tuttavia che questa opzione, che espone la Bce a incamerare delle perdite (il tasso negativo), è da limitare al minimo indispensabile. Allo stesso modo il rispetto tassativo della regola del-

la capital key rischia di essere di difficile applicazione dal momento che, materialmente, c'è un problema di scarsità di titoli da acquistare. Un problema che tuttavia non riguarda i Paesi periferici dell'area euro come l'Italia che sono in genere più indebitati e che non hanno il problema dei tassi negativi. In questo senso il fatto che la Bce metta nero su bianco che delle deroghe alla «capital key» siano non solo «possibili» ma anche «inevitabili» va chiaramente a loro vantaggio e giustifica il calo dello spread. Difficile tuttavia che l'apertura alle deroghe sia il primo assaggio di qualcosa di più. La capital key resta in vigore ed è presumibile che i tedeschi facciano le barricate per difenderla. Se la Bce decidesse rimodulare il Qe in base al controvalore di debito pubblico disponibile sul mercato ad essere avvantaggiata sarebbe l'Italia visto che, stando ai calcoli di Danske bank, il 25% del Qe (e non più il 18%) sarebbe destinato all'acquisto di BoT e BTP.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Lo spread

Differenziale dei rendimenti dei titoli di Stato decennali rispetto al Bund. **In punti base**

