

## Mercati. Deviazione importante dalla regola del «capital key» per Italia e Francia

# Bce, a giugno acquistati 9,3 miliardi di titoli italiani

### LO SCENARIO

Lo scostamento è dovuto al problema scarsità in particolare sui titoli tedeschi. È da vedere se l'impasse crescerà con il «tapering»

■ Lo scorso mese la Bce ha acquistato un miliardo di euro in più di titoli di Stato italiani rispetto a quanto avrebbe fatto se avesse applicato alla lettera la chiave capitale originaria, che per l'Italia è il 17,489%, sul totale degli acquisti di quel mese: 9,3 miliardi contro poco più di 8 miliardi. Una deviazione importante. Anche sulla Francia, la Bce ha «sfiorato» la chiave capitale lo scorso mese in maniera rilevante, mentre è andata sotto la soglia per la Germania.

Gli esperti della materia hanno calcolato che la deviazione in termini percentuali dalla chiave capitale rivista (che riassegna le quote di Grecia, Cipro ed Estonia e porta l'Italia al 18,10% dal 17,48% e la Francia al 20,84% rispetto al 20,14%) nel mese di giugno è stata positiva del 10,98% per l'Italia e dell'11,61% per la Francia mentre per la Germania è stata negativa del 3,16% (tenuto conto che la chiave capitale iniziale della Germania 25,56% sale al 26,46% escludendo Grecia, Cipro ed Estonia e riassegnando le loro quote). Per i BTP e per gli OaT, i maggiori acquisti della Bce hanno dato lo scorso mese

un supporto extra ai prezzi in un momento in cui la pressione al ribasso del rischio politico europeo sta venendo meno mentre però va aumentando quella in vista del tapering (riduzione degli acquisti nel QE ora di 60 miliardi al mese).

La deviazione dalla chiave capitale nel programma di acquisti PSPP è un fattore monitorato da vicino dagli operatori in titoli di Stato, che ne valutano l'impatto sulle emissioni lorde, gli importi assoluti in asta, e sulle emissioni al netto dei titoli rimborsati. Dall'avvio del PSPP nel marzo 2015 la Bce ha tuttavia dimostrato di poter disporre di una certa flessibilità nell'applicare la capital key, che non è un numero scolpito nella pietra ed è variata nel tempo con l'esclusione dei titoli di Stato greci (un peso del 2,88% riassegnato sul totale). C'è tuttavia un altro parametro che viene utilizzato sul mercato e dalle banche centrali ed è quello dato dalla chiave capitale media calcolata sul totale degli acquisti. Dall'inizio del PSPP, la chiave capitale media di Germania, Francia e Italia è stata rispettivamente del 26,77%, del 21,57% e del 18,73% e quindi superiore alla capital key iniziale data dalla quota di capitale detenuta nella Bce dalle banche centrali nazionali rispetto al Pil e a popolazione: per Italia, Francia e Germania, che

sono i tre Paesi con più titoli in circolazione, gli acquisti della Bce sono stati in media superiori alla chiave capitale iniziale.

La capital key è rilevante, ma non tanto in termini di deviazione quanto rispetto alla scarsità dei titoli acquistabili, un tema che da tempo tiene banco sul mercato.

«In giugno la Bce ha acquistato più titoli di Stato italiani e francesi rispetto alla chiave capitale, ma c'è stata anche un'inversione di tendenza sulla Germania, con acquisti sotto la capital key - ha commentato Chiara Manenti, strategist di IntesaSanPaolo sul fixed income - L'effetto scarsità è rilevante, la Bce arriverà a detenere per esempio il 25% del debito pubblico irlandese a fine anno, molto vicino alla soglia del 33%. Resta da vedere se il problema scarsità, soprattutto quello sui titoli di Stato tedeschi, si acuirà con la fase di tapering, la riduzione graduale degli acquisti».

L'IFF stima che la Bce deterrà il 25% del debito pubblico tedesco entro la fine di quest'anno: se dovesse continuare il PSPP al ritmo di 60 miliardi al mese, arriverebbe alla soglia massima del 33% sulla Germania per fine 2018 mentre con tapering soft (40 miliardi nel primo trimestre 2018 e 20 miliardi nel secondo trimestre) la quota sul debito pubblico tedesco salirebbe attorno al 28%.

**I.B.**

© RIPRODUZIONE RISERVATA



### Lo scostamento degli acquisti Bce rispetto ai programmi

Dati in percentuale

