

## Cosa c'è dietro la svolta pragmatica di Berlino sulla Bce

**I**eri il presidente della Bundesbank, Jens Weidmann, ha detto di non aver cambiato posizione sulle eventuali ulteriori politiche straordinarie della Banca centrale eu-

di **GIORGIO ARFARAS**

ropea, poi però ha aggiunto: "In questa situazione è normale che sia responsabilità comune pensare a strumenti per far fronte a questa potenziale situazione in cui questa deviazione (dei prezzi verso il basso, ndr) diventerebbe preoccupante". Cosa spinge dunque i tedeschi a dichiarare ora che nulla in realtà osta alle politiche di Quantitative easing (Qe) all'americana? Si sapeva che non apprezzavano questa politica monetaria "non ortodossa", in opera da tempo negli Stati Uniti, che acquista le obbligazioni pubbliche e private. Gli acquisti della Banca centrale schiacciano i rendimenti delle obbligazioni e perciò riducono il costo del finanziamento sia del Tesoro sia dei privati. Si hanno così dei rendimenti "artificiali", inferiori a quelli che si sarebbero avuti in assenza di intervento della mano pubbli-

ca. Se si comprime artificialmente il rendimento delle obbligazioni del Tesoro, si occultano il costo delle politiche di bilancio "allegre". Per i tedeschi l'intervento sul debito pubblico della Banca centrale incentiva i comportamenti detti di "azzardo morale": mi comporto dissennatamente perché conto che qualcuno alla fine mi salvi pagando. Laddove chi alla fine doveva pagare era la Germania.

Non che nell'Eurozona non ci siano state delle politiche di Qe. Sono state, infatti, comprate le obbligazioni dei Tesori, sia attraverso gli acquisti subordinati alle riforme che i paesi hanno dovuto varare per essere aiutati, sia attraverso le linee di credito che la Banca centrale ha acceso per finanziare le banche di credito ordinario che hanno comprato i titoli del Tesoro del paese d'origine. Perciò un Qe nell'Eurozona c'è stato, ma, a differenza degli Stati Uniti, non si è avuto un acquisto continuo e non legato a eventi specifici, e - aspetto piuttosto rilevante - non sono state toccate le obbligazioni private. Stavolta invece il progetto

include anche le obbligazioni private, e i tedeschi incredibilmente non paiono avere nulla in contrario. Questa improvvisa svolta "all'americana" ha una ragione esterna all'Eurozona e una interna: l'impatto del rialzo dei rendimenti che dagli Stati Uniti potrebbe arrivare in Europa e lo stato malfermo dei bilanci delle banche tedesche.

Negli Stati Uniti le politiche di Qe prima o poi termineranno. Si dovrebbe perciò avere - per il venir meno della domanda pubblica - un rialzo dei rendimenti delle obbligazioni del Tesoro e di quelle private. Alzandosi i rendimenti negli Stati Uniti, si dovrebbero alzare anche quelli dell'Eurozona. E qui sorge un problema con i paesi detti "mal messi": la Spagna e l'Italia, cui si potrebbe aggiungere la Francia, finirebbero col pagare di più il loro gran debito pubblico, che, andando alle aste, verrebbe sottoscritto con rendimenti maggiori, proprio nel momento in cui si cerca di riprendere il sentiero della crescita. L'intervento della Bce con un Qe all'americana potrebbe perciò aiutare.

Il nuovo Qe di cui si parla coinvolgereb-

be anche le obbligazioni private. In questo modo si potrebbe aiutare a creare una domanda di obbligazioni con in pancia - invece dei mutui ipotecari come avvenuto negli Stati Uniti - i crediti dubbi delle banche. Con la fine dell'Asset quality review dei bilanci bancari si dovrebbe scoprire - verso la fine dell'anno - che le banche tedesche non sono così "ben messe" come si crede. Se non sono ben messe, ecco che ha senso che esse "scarichino" i cattivi crediti in veicoli dedicati acquistati anche dalla Bce. La stessa operazione, ben inteso, la potrebbero fare anche le banche italiane. Si avrebbero così degli attivi bancari più "leggeri" in grado di riaprire il rubinetto del credito. La "conversione" tedesca favorisce dunque l'Italia, sia per la presenza di un paracadute della Bce sul nostro debito pubblico, sia per la possibilità di alleggerire le nostre banche dai cattivi crediti. Qui potrebbe nascondersi l'"azzardo morale": in Italia infatti qualcuno potrebbe essere tentato dal perseguire un percorso meno riformista. Ma, alla fine, il pragmatismo prevale sulla rigidità morale.