

» Le analisi

Un nuovo Qe
per arrivare davvero
a imprese e famiglie

DI MARCELLO MINENNA

A PAGINA 8

L'analisi/1

Serve un Quantitative easing 3.0
che arrivi finalmente all'economia reale

Necessarie misure
per liberare spazio
nell'attivo delle banche
perché possano
poi concedere credito
a famiglie e imprese

DI MARCELLO MINENNA

Il nuovo Quantitative easing: acquisti protratti di almeno 6 mesi (fino a marzo 2017) con reinvestimento del capitale rimborsato in ulteriori acquisti; 680 miliardi che si aggiungono al programma di 1.140. Questo più 60% di liquidità non è bastato ai mercati. Gli operatori si attendevano (o meglio, pretendevano) un'accelerazione del ritmo degli acquisti mensili dagli attuali 60 miliardi a 70-80, e soprattutto avevano già scontato un taglio del tasso sui depositi più alto di quello concesso dalla Bce: da -0,2% a -0,3%.

La punizione dei mercati è arrivata subito: impenitata dell'euro, rialzo delle curve dei tassi e allargamento degli spread. Che è successo? Semplice. Chi aveva comprato bond governativi con rendimenti impliciti sotto il -0,3% convinto di poterli rivendere con profitto dopo la mossa della Bce, si è ritrovato con un eccesso di titoli non ammissibili per il programma di acquisti e quindi li ha venduti in massa, facendo crollare i prezzi.

Vincitori & Vinti

Nessuna novità anche sul fronte della lotta alla deflazione e dello stimolo alla crescita data l'assenza di modifiche alle regole del Qe: la condivisione dei rischi tra i diversi Paesi continuerà ad essere nulla o quasi e la ripartizione degli acquisti tra le banche centrali nazionali resterà proporzionale alla loro quota nel capitale della Bce. Tradotto: la Germania conserverà la sua «assicurazione» dai rischi della periferia dell'euro e sarà il primo beneficiario dell'iniezione di liquidità. Potrà continuare a finanziarsi a tassi più negativi del resto dell'Eurozona con il duplice vantaggio di ridurre lo stock di debito pubblico e la spesa per interessi.

E gli altri Paesi? Senza dubbio le prospettive di un euro debole che si delineano per il futuro (anche per l'imminente rialzo dei tassi della Fed) rimpingueranno le esportazioni, e aumenteranno i costi delle importazioni, ma certo questo non basterà a far risalire i prezzi e rilanciare l'economia reale nei Paesi periferici, soffocati dalla prolungata stretta sul credito.

Considerato che l'inflazione è un valido alleato per mettere sotto controllo la crescita del debito rispetto al Pil, il recente make-up del Qe poco aiuterà anche nella gestione dei problemi delle finanze pubbliche. Insomma il Qe conserva il suo vizio originario: i soldi (tanti) arriveranno alle banche ma il meccanismo di trasmissione all'economia reale resta inceppato.

Le banche zeppe di crediti dubbi non hanno infatti alcun incentivo a erogare nuovi prestiti a famiglie e imprese e la liquidità finirà, com'è stato sinora, investita in titoli di Stato, rimborso dei debiti e aumento dei depositi nella Bce.

Cosa si sarebbe dovuto fare? Se invece di intervenire sulle quantità, la Bce avesse rivisto la composizione dei propri acquisti in senso più rispondente alle condizioni dei bilanci bancari, lo scenario che potremmo vedere nei prossimi mesi sarebbe diverso. È vero, qualche novità c'è stata con l'inclusione nel programma dei bond regionali e locali, ma si tratta di un'operazione di facciata.

Al contrario, qualche piccola revisione al programma di acquisti di titoli privati che impacchettano crediti bancari (Abs) — lanciato da Draghi a settembre 2014 e caduto rapidamente nell'oblio — avrebbe liberato spazio nell'attivo delle banche per concedere credito a famiglie e



imprese. Con i limiti delle discipline prudenziali è infatti evidente che per erogare nuovo credito bisogna mandare in Bce il vecchio in qualche maniera. D'altronde la Federal Reserve Usa lo ha fatto per crediti deteriorati e impacchettati in Abs per 2.000 miliardi di dollari.

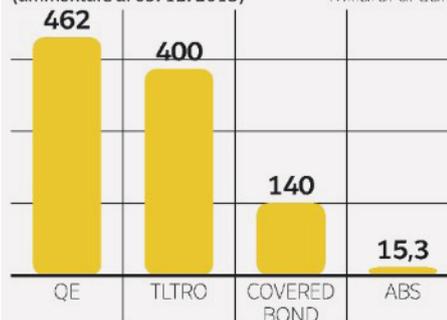
Possibili soluzioni

Non solo. Prestiti Bce dedicati a famiglie e imprese – come dovevano essere i Tltro dove infatti la «T» stava per targeted (cioè mirato) – potrebbero riattivare il meccanismo di trasmissione delle decisioni di politica monetaria all'economia reale; all'epoca però mancarono le sanzioni per le banche che invece di rispettare la «T» decisero di comprare titoli di Stato. Simili interventi supporterebbero anche gli investimenti, che nei Paesi industrializzati dell'Eurozona sono la componente del Pil su cui occorre obbligatoriamente puntare per farlo ripartire e uscire dalle secche della deflazione. Per il rilancio dell'Eurozona, e non solo del sistema bancario, serve una politica monetaria strutturata diversamente.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

L'attivismo di Francoforte

I programmi di espansione monetaria della Bce (ammontare al 09/12/2015) Miliardi di euro



Fonte: Bce

centimetri

