

Quantitative easing spiegato ai bambini. Ecco l'Abc della manovra che oggi potrebbe lanciare la Bce. di Vito Lops (Sole24ore)

Oggi è il gran giorno della Banca centrale europea. Operatori, analisti finanziari, grandi e piccoli investitori scopriranno quali armi il governatore Mario Draghi intenderà sfoderare dal cilindro. Nell'estate di due anni fa svelò il bazooka dello scudo anti-spread. Per quanto ad oggi mai ancora utilizzato si è rivelato la più potente misura mai annunciata dall'istituto di Francoforte. Consiste nella capacità di intervenire illimitatamente sul mercato secondario con l'acquisto di titoli di Stato di Paesi dell'Eurozona per scadenze fino a 3 anni (previa la firma di un memorandum dello stesso Paese sull'impegno ad adottare rigide riforme ispirate alla dottrina neo-liberale).

Prima dello scudo anti-spread Draghi aveva provato a stupire i mercati annunciando a dicembre 2011 e nel febbraio seguente due prestiti alle banche a 3 anni al tasso agevolato dell'1%. I tecnici chiamano questi prestiti Ltro (Long term refinancing operation). Ma la sostanza non cambia: si tratta di aiuti al sistema finanziario nella speranza di scacciare la crisi.

Se lo scudo anti-spread ha avuto un effetto dirompente nell'allontanare la speculazione, i prestiti Ltro non hanno raggiunto l'effetto sperato: quello di far confluire i soldi dalle banche all'economia reale. Ma hanno fatto scendere di molto i rendimenti dei titoli dei Paesi europei a rischio (e di conseguenza lo spread, ovvero la differenza con il rendimento del Bund tedesco) perché le banche hanno utilizzato questi soldi per acquistare titoli di Stato, marginando sulla differenza (motivo per cui la manovra Ltro è stata anche oggetto di critiche). I soldi quindi non sono andati a famiglie e imprese.

Lo dimostra il fatto che l'economia reale dell'Eurozona (in particolare dei Paesi del Sud) sta ancora pagando lo scotto della stretta creditizia, del contestuale peggioramento dei livelli di affidabilità di imprese e famiglie, conseguenza del calo della produzione industriale e dell'impoverimento di redditi e patrimonio anche a causa del depauperamento di salari e valori immobiliari.

Gli squilibri interni nella bilancia dei pagamenti tra i Paesi dell'Eurozona sono tutt'altro che irrilevanti. E famiglie e imprese del Sud Europa faticano ancora oggi ad avere pieno accesso al credito. In un contesto in cui lo spettro della deflazione è ancora presente (a maggio l'inflazione nell'Eurozona è scesa dallo 0,7% allo 0,5%) e la Banca centrale ha praticamente esaurito le manovre sui tassi (oggi la Bce potrebbe portare il tasso sui rifinanziamenti - quello che le banche pagano alla Bce per prestiti a brevissimo termine - allo 0,1%, e addirittura portare sotto zero quello che ricevono le banche dalla Bce quando parcheggiano a Francoforte la liquidità in attesa di destinazione migliore e più profittevole).

Quando una Banca centrale esaurisce la possibilità di manovrare i tassi il sospetto che l'area in cui opera sia sprofondata in una trappola della liquidità è altissimo. È quello che è successo già a Stati Uniti, Gran Bretagna e Giappone dove da qualche anno le rispettive banche centrali sono state costrette a far ricorso a misure non convenzionali per provare a uscire dal pantano della crisi.

E adesso potrebbe toccare anche alla Bce. Tra le misure non convenzionali quella più nota è il quantitative easing (o allentamento quantitativo). Di cosa si tratta? Non potendo più agire sui tassi che regolano l'accesso al costo del denaro all'ingrosso (la moneta messa in circolazione dalla banca centrale) la Bce potrebbe iniettare nuova moneta in un altro modo: acquistando titoli già esistenti sul mercato finanziario, con l'effetto di abbassarne i tassi e alzarne i prezzi che si muovono in direzione opposta e portare fiducia sul settore oggetto degli acquisti. Ricordiamo che la Federal Reserve degli Stati Uniti ogni mese acquista sia titoli di Stato che titoli agganciati al

mercato dei mutui per un controvalore di 65 miliardi di euro (destinato a scendere nei prossimi mesi per via dell'annunciato piano tapering, che altro non è che la fuoriuscita da un piano di quantitative easing).

E la Bce cosa potrebbe fare? Stando alle prime indiscrezioni indicate dallo stesso Draghi il quantitative easing europeo potrebbe essere interamente focalizzato sull'acquisto di Abs. Cosa sono? Asset backed securities, in sostanza prestiti impacchettati in un unico titolo che paga una cedola e prevede un rimborso a scadenza (come le comuni obbligazioni). Ma questo rimborso è agganciato al fatto che i prestiti sottostanti vengano effettivamente rimborsati ai creditori reali dai debitori reali.

Sono gli stessi titoli che negli Stati Uniti - contenendo all'interno prestiti subprime, ovvero concessi a categorie poco affidabili - hanno contribuito nel 2007-2008 al collasso del sistema finanziario globale culminato con il fallimento di Lehman Brothers e con numerosi salvataggi statali nei confronti di numerosi istituti bancari europei (non a caso il debito pubblico/Pil dell'Unione europea è lievitato dal 60% all'80% dal 2008 al 2010 proprio per effetto della scelta di far cadere sulle spalle dei Paesi il salvataggio delle banche private).

Ma gli Abs che avrebbe in mente la Bce non sarebbero agganciati a prestiti subprime ma a titoli composti da prestiti più affidabili, quindi molto meno rischiosi. Il messaggio che la Bce potrebbe lanciare alle banche potrebbe essere in sostanza questo: «Non preoccupatevi, aumentate i prestiti all'economia reale. Dopodiché impacchettate questi prestiti in titoli derivati (ecco perché si parla di prestiti cartolarizzati, cioè di prestiti veri trasformati poi in prodotti finanziari derivati, ndr). Una volta che il mercato degli Abs è ripartito io Bce acquisto da voi banche questi titoli con un piano programmato. In questo modo non avete più alibi; avete tutti i mezzi e le garanzie per prestare soldi a famiglie e imprese».

Di che soldi stiamo parlando? Potrebbero essere a loro volta soldi prestati dalla Bce alle banche tramite un nuovo pacchetto Ltro, ma questa volta con scadenza a quattro anni. Il percorso finale potrebbe essere questo.

1) le Bce presta denaro a condizioni agevolate alle banche con scadenza a 4 anni attraverso nuovi prestiti Ltro;

2) le banche sono però "obbligate" a utilizzare questa liquidità non per acquistare titoli di Stato (ottenendo dei profitti sulla differenza tra quanto pagato alla Bce e quanto incassato da titoli più remunerativi, questa perlomeno è stata la strategia che è andata per la maggiore negli ultimi due anni) ma per dare ossigeno a imprese e famiglie aumentando i prestiti;

3) dopodiché le banche sono chiamate a impacchettare questi prestiti in titoli derivati Abs che sono trattati sui mercati come obbligazioni (quindi offrono cedole e hanno un rimborso a scadenza) e che al loro interno contengono i prestiti effettuati all'economia reale;

4) alla fine del percorso questi titoli vengono acquistati dalla Bce stessa per mantenere il mercato degli Abs liquido e per evitare che si creino tensioni, come invece successo negli anni dello scoppio della bolla immobiliare-finanziaria negli Stati Uniti, conosciuta come crisi dei derivati subprime.

Una strategia articolata, il cui obiettivo è, in realtà molto semplice. Riparare la cinghia di trasmissione tra finanza ed economia reale, inceppata negli ultimi anni in Europa. Sarà proprio questa? E soprattutto riuscirà a sortire l'effetto sperato?

Non tutti gli analisti sono ottimisti. Per alcuni, negli ultimi anni la crisi ha spezzato la schiena a molte imprese e famiglie, a tal punto da abbassarne comunque il grado di solvibilità e quindi sarà

difficile creare un vasto mercato di Abs sicuri e affidabili. Altri pongono l'accento che stiamo affrontando una profonda crisi di domanda aggregata e le armi (per quanto non convenzionali come un Qe) a disposizione di una banca centrale rischiano di non essere sufficienti per riportare la domanda sui livelli della capacità produttiva in modo tale da abbattere il tasso di disoccupazione e rilanciare in modo convincente la ripresa.

I dubbi restano se si guarda ad esempio il Pil degli Stati Uniti - che ormai dal 2009 stanno praticando a più riprese quantitative easing - che nel primo trimestre del 2014 è arretrato dell'1%. Ma, pur con tutti i dubbi del caso, questa volta la Bce sembra comunque decisa a provarci. Famiglie e imprese, l'economia reale che pulsa ogni giorno, aspettano un segnale.