

LE SCELTE DI DRAGHI

# L'AZIONE DELLA BCE PER UN COORDINAMENTO DELL'EUROZONA

**Futuro** È necessario che le istituzioni europee (e in primo luogo la Commissione) sappiano sfruttare l'opportunità

di **Marcello Messori**

# L

e reazioni tedesche alle decisioni assunte dalla Bce la scorsa settimana sono state così negative da innescare polemiche ancora più accese rispetto a quelle suscitate, nel settembre 2012, dal varo del programma Omt e, alla fine del 2015, dai primi segnali di lancio del *quantitative easing* con acquisti di titoli del debito pubblico di Paesi dell'area euro nei mercati secondari.

A prima vista, queste reazioni appaiono comprensibili. L'incremento negli acquisti mensili di titoli pubblici da parte della Bce e l'innalzamento della loro incidenza massima rispetto al singolo Paese emittente e alla singola emissione, l'ulteriore compressione nella struttura dei tassi di interesse di policy e — soprattutto — il rafforzamento dei tassi negativi sui depositi bancari presso la banca centrale, l'effettivo impegno all'acquisto di obbligazioni emesse da società non bancarie private determineranno una diminuzione nei rendimenti di gran parte delle attività finanziarie e, pertanto, trasferiranno risorse dagli Stati membri dell'Unione economica e monetaria Uem) europea con eccessi di risparmio aggregato (come è il caso della Germania) a quelli con debiti elevati (come è il caso di gran parte dei Paesi «periferici»). Né tale trasferimento cambierà di segno per il fatto che il peso della ricchezza finanziaria delle famiglie rispetto al Pil è più basso in Germania rispetto a Paesi come l'Italia. La preesistente allocazione di questa ricchezza consentirà a molti investitori italiani retail di lucrare guadagni in conto capitale dall'innalzamento nei prezzi dei titoli a reddito fisso, mentre ridurrà i proventi finanziari di gran parte delle famiglie tedesche che detengono forme vincolate di depositi bancari e piani di accumulazione di lungo termine. Per di più, la riduzione dei proventi finanziari del-

le famiglie non annullerà l'impatto negativo per le compagnie di assicurazione e per altri investitori istituzionali tedeschi; e non basterà a equilibrare i costi aggiuntivi sopportati dalle banche locali tedesche con eccessi di depositi rispetto ai prestiti erogati al mercato.

A un esame più meditato, emerge tuttavia che alcune delle recenti decisioni della Bce avranno un impatto positivo soprattutto per gli intermediari finanziari e le imprese non finanziarie dei Paesi «centrali» dell'area euro e, quindi, anche — se non soprattutto — della Germania. Al riguardo, basti considerare tre aspetti. Primo: il programma di acquisto dei corporate bond abbasserà il costo di indebitamento più per i settori produttivi, incentrati su medio-grandi e grandi imprese che già ricorrono ai debiti di mercato e che — comunque — sono in grado di sostituirli ai debiti bancari, che non per quelli con una schiacciante prevalenza di piccole e piccolissime imprese non attrezzate a emettere titoli di debito. Secondo: tale programma avrà effetti positivi anche sulla gestione dell'attivo di quelle banche con un ampio portafoglio di titoli derivati (*asset backed security: Abs*) che, almeno in parte, soddisfano gli standard di qualità richiesti dalla Bce; e si tratta, per lo più, di banche dei Paesi «centrali» dell'Uem. Terzo: il programma T-Ltro2, che dal prossimo giugno consentirà a ogni banca dell'area euro di accedere a finanziamenti della Bce con tassi di interesse compresi fra lo 0% e il -0,4% per un ammontare pari al 30% dei propri crediti in essere a fine gennaio 2016, sosterrà soprattutto la profittabilità dei settori bancari con un elevato e non pienamente sfruttato potenziale di credito; il che, richiedendo un'attività economica in crescita e una limitata incidenza dei crediti problematici non coperti da garanzie statali, privilegia le banche locali tedesche.

La conclusione sembra, quindi, essere che le reazioni negative tedesche alle recenti decisioni della Bce siano state sproporzionate rispetto ai loro presumibili effetti complessivi. Una spiegazione è che si sia trattato di una scelta strumentale per preparare posizioni negoziali più rigide rispetto alle prossime mosse del Presidente Draghi. Credo però che questa spiegazione non sia sufficiente in quanto non coglie un'importante discontinuità nelle ultime iniziative attuate dalla Bce rispetto a quelle, pur cruciali, assunte fino a ieri. Nel recente passato (novembre 2011, luglio 2012, dicembre 2015), per evitare rotture dell'area euro, la Bce aveva «comprato tempo» così da agevolare la realizzazione di politiche fiscali espansive da parte delle istituzioni europee e di riforme da parte dei governi nazionali. Ora essa ha fatto di più: ha riportato in-



dietro le lancette dell'orologio europeo, ripristinando le condizioni per quel coordinamento accentrato che lo stallo fra riduzione e ripartizione dei rischi e la conseguente sfiducia fra Stati membri avevano rimpiazzato con un decentramento letale per il futuro dell'euro. È essenziale che le istituzioni europee (e, in primis, la Commissione) sappiano sfruttare tale opportunità perché non ve ne saranno molte altre nel prossimo futuro.

© RIPRODUZIONE RISERVATA