

Le banche vittime dell'incertezza politica

[IL COMMENTO]

Bce, l'ombra del "tapering"

Marcello Esposito

Ottobre è sempre stato un mese piuttosto problematico per i mercati finanziari. Non è questione di meteorologia, ma di come i grandi gestori di patrimoni impostano le strategie di investimento, disegnando lo scenario per l'anno che verrà e preparando i portafogli di conseguenza. La memoria del meltdown del 2008 è ancora fresca e da allora allungare lo sguardo troppo in là nel futuro spaventa sempre un po'.

Molti fattori, soprattutto di natura politica, contribuiscono d'altro canto a dipingere il 2017 come un *annus horribilis*. Superato il doppio scoglio delle elezioni presidenziali americane a novembre e del referendum italiano a dicembre, gli appuntamenti elettorali interesseranno paesi "core" come la Francia e la Germania, dove i partiti di estrema destra anche in caso di sconfitta possono comunque finire per condizionare pesantemente l'agenda politica europea dei prossimi anni. Tuttavia, fatto salvo per la vittoria di formazioni populiste in uno dei paesi su cui si regge l'ordine economico internazionale, alcuni sviluppi, forse non ancora pienamente compresi, nella politica monetaria e nelle dinamiche inflazionistiche, potrebbero aiutare a tracciare una rotta sufficientemente sicura attraverso quella che appare oggi come una tempesta perfetta.

Non si vuole con questo sottovalutare il rischio politico e il suo impatto sulla crescita e sulla stabilità finanziaria. L'incertezza politica condiziona lo sviluppo economico, come documentato dalle recenti revisioni al ribasso delle previsioni del Fondo Monetario Internazionale, preoccupato per lo stallo nel commercio internazionale e per il circolo vizioso che sembra essersi instaurato tra declino economico e declino del consenso

popolare nei confronti della globalizzazione e delle istituzioni sovranazionali che, a torto o a ragione, la rappresentano. L'incertezza politica limita anche lo spettro di soluzioni disponibili per la soluzione della crisi del sistema bancario in Europa. A parte gli specifici casi aziendali con valenza sistemica locale (Mps) o globale (Deutsche Bank), il modello di business della banca tradizionale, con i nuovi requisiti di capitale e i nuovi limiti regolamentari, non riesce più a generare una redditività sufficiente a sostenere un volume di erogazione del credito coerente con gli obiettivi di crescita auspicati. Pensare di risolvere il problema a colpi di regole e aumenti di capitale è una pia illusione. Serve un'azione politica decisa, con interventi che, superando le opinioni e le critiche strumentalmente populiste, consentano di ristrutturare un settore cruciale per lo sviluppo economico e l'equilibrio sociale.

In un contesto così delicato, non stupisce che la Bce abbia prontamente smentito le indiscrezioni, diffuse la scorsa settimana, sul "tapering" del Qe, cioè sulle modalità con cui verrà gradualmente spento il motore del programma straordinario di acquisti di titoli obbligazionari, governativi e corporate, con cui viene iniettata nel sistema finanziario europeo liquidità per 80 miliardi di euro al mese - una cifra enorme, pari in un mese a circa 2 volte il deficit italiano annuo. Eppure, si tratta di una bella notizia ed è importante che gli operatori economici e gli investitori inizino a ragionare sulle conseguenze per le proprie strategie della fine del Qe, perché un'estensione sic et simpliciter appare tecnicamente e politicamente implausibile. Oltre che economicamente molto rischiosa a causa degli effetti collaterali sul corretto funzionamento del sistema dei prezzi delle attività finanziarie e l'allocazione delle risorse. I titoli obbligazionari, acquistabili con le regole che la stessa Bce si è data, si stanno esaurendo. Una volta raggiunto il limite, bisognerebbe allargare gli acquisti ad altre asset

class, ad esempio le azioni, o costringere le banche centrali del Nord Europa a comprare il debito pubblico italiano, dove purtroppo c'è ancora parecchio spazio. Ma in assenza di una crisi tipo-Lehman, è molto difficile immaginare entrambe le soluzioni, soprattutto dopo la Brexit e nel bel mezzo della campagna elettorale tedesca. L'etica della responsabilità potrebbe facilmente cedere il passo all'etica dei principi, anche nella prudente politica europea della Cancelliera Angela Merkel.

D'altro canto, una scusa economica per porre fine al Qe dovrebbe sperabilmente venire dalla ripresa dell'inflazione, grazie al prezzo del petrolio, quasi raddoppiato rispetto ai minimi di gennaio 2016 e sostenuto dal recente accordo Opec di Algeri. Iniziando ad aprile 2017 a ridurre di 10 mld di euro al mese il volume di acquisti, come fece la Fed nel 2014 con il suo Qe-3, la Bce porterebbe ad esaurimento il Qe entro la fine del 2017. Gli effetti finanziari negativi del "tapering" furono gestiti dalla Fed con la promessa di mantenere bassi i tassi d'interesse per il futuro prevedibile. Le perdite degli indici azionari rientrarono abbastanza rapidamente e gli effetti permanenti rimasero solo sulla curva dei rendimenti. Come era naturale aspettarsi, i tassi a lunga si alzarono di circa lo 0,7%, mentre quelli a breve rimasero invariati a zero, ricreando così le basi per alimentare il "margine d'interesse" delle banche e lasciare rifiatte le assicurazioni. Il che non sarebbe poi così male per l'Europa, se non fosse che da questa parte dell'Atlantico si è maestri nel trasformare le opportunità in problemi.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

