

Le incognite che vede la Bce

[IL COMMENTO]

Le incognite della ripresa e la prudenza di Draghi

Marcello Esposito

Come coloro che si notano più per la loro assenza che non per la loro presenza, la non-decisione della Bce nell'ultimo Consiglio direttivo prima della pausa estiva rivela, più di quanto non celi, le preoccupazioni e la strategia comunicativa di Mario Draghi. Soprattutto se la si mette in relazione con il discorso al Forum di Sintra di fine giugno e con le successive e quasi immediate precisazioni di alti esponenti della Bce che ne smussavano le (corrette) deduzioni circa l'ineluttabilità di una prossima normalizzazione della politica monetaria in Europa. Nessuno può infatti contestare che l'economia europea, come quella mondiale, sia in una fase di ripresa piuttosto robusta e che il rischio deflazione si sia quasi azzerato. Così come nessuno può contestare la necessità di ripristinare il prima possibile condizioni "normali" sui mercati monetari e creare uno spazio minimo di manovra se e quando dovesse essere necessario affrontare una crisi imprevista. Costatare, come ha fatto Draghi a Sintra, che il tempo dei tassi negativi sta per finire non dovrebbe quindi essere un problema. Così come non dovrebbe essere un problema comunicare che non è più necessario per la Banca centrale acquistare ogni mese 60 miliardi di euro di titoli obbligazionari.

D'altro canto, non si sta parlando di tassi al 4%, come poteva essere considerato "normale" dieci anni fa. Ma con un'economia europea che è prevista crescere dell'1,7% nel 2017 in termini reali e del 3,3% in termini nominali, i tassi negativi della BCE appaiono per quello che sono: un'anomalia storica, non giustificata dalle attuali condizioni

macroeconomiche e politiche dell'area euro.

Eppure, la Bce ha preferito replicare alla virgola il vecchio comunicato e rimandare a settembre la di un'eventuale variazione. Perché tanta prudenza? Un rialzo dei tassi d'interesse ha effetti negativi sulla ricchezza e quindi sulla crescita. Per le economie europee, alcune delle quali appena uscite da una delle peggiori recessioni del secondo dopoguerra, sarebbe meglio evitare di rallentare la ripresa. Soprattutto, se il rischio è che il rallentamento si trasformi in una violenta frenata.

Se rischiosità e la durata delle attività in portafoglio sono allineate con quelle delle passività, le conseguenze di un rialzo dei tassi d'interesse risultano gestibili e le perdite del periodo vanno inquadrare e messe in relazione con i guadagni ottenuti in passato e quelli che auspicabilmente si otterranno in futuro grazie al reinvestimento in obbligazioni dal flusso cedolare più sostanzioso dell'attuale. Diverso il caso se, a causa di un prolungato periodo di tassi a zero, si siano invece determinate allocazioni di portafoglio sbilanciate in relazione al profilo delle passività o alla tolleranza al rischio degli investitori. Un rialzo dei tassi può provocare allora danni molto maggiori.

Sono quindi evidenti e giustificate le preoccupazioni circa i danni collaterali che la politica monetaria ultra-espansiva degli ultimi anni può aver provocato sul comportamento dei mercati finanziari e degli operatori economici che li popolano.

Il mercato obbligazionario, fondamentale per determinare l'allocazione intertemporale delle risorse, è stato profondamente distorto dagli acquisiti massicci di titoli operati dalle banche centrali

nell'ambito del cosiddetto quantitative easing. I prezzi delle obbligazioni hanno perso la loro funzione segnaletica circa la effettiva rischiosità dei diversi emittenti e delle diverse scadenze e questo può aver indotto i risparmiatori e gli investitori a composizioni di portafoglio molto pericolose ed estremamente vulnerabili ad un rialzo dei tassi.

Un problema che potrebbe riguardare non solo i paesi periferici ma anche (e forse soprattutto) i paesi "core", dove la soppressione del premio al rischio è iniziata ancora prima delle misure straordinarie della Bce, con la crisi dello spread. E la relativa calma della Bundesbank e dei politici tedeschi sui ritardi della Bce nell'annunciare il "tapering" del QE alimenta il dubbio che questa volta siano proprio le istituzioni nordeuropee ad avere bisogno di più tempo per adattarsi al ritorno alla normalità.

Ad ogni modo, come nel caso di un paziente a cui sia stato somministrato per molto tempo un potente analgesico, la "normalizzazione" non può che avvenire per gradi, senza escludere la possibilità di piccoli passi indietro se la reazione dell'organismo è eccessiva. Una sorta di processo "stop&go", dove la linearità della comunicazione viene sacrificata lasciando però il tempo agli operatori avveduti di aggiustare il portafoglio con perdite sopportabili.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

