

## **Funziona il Qe salvabanche della Bce?**

*di Guido Salerno Aletta*

Funziona il Qe salvabanche della Bce? Cominciano ad emergere valutazioni abbastanza contraddittorie sugli effetti immediati del Qe varato dalla Banca centrale europea. Il programma, ufficialmente denominato PSPP, è partito operativamente il 9 scorso e consiste nell'acquisto mensile di 60 miliardi di euro di titoli pubblici, di cui 45 miliardi di titoli governativi e 15 miliardi da parte di altre istituzioni. A differenza del Qe3 varato dalla Fed, si prevede che gli acquisti siano operati sul mercato aperto, con il vincolo di non superare né la percentuale del 25% per ciascuna emissione né il 33% del debito di ciascun emittente. In particolare, non possono essere acquistati titoli che abbiano un rendimento inferiore a quello stabilito dalla Bce per i depositi di liquidità eccedente la riserva obbligatoria, che è pari al -0,20%. Gli effetti teorici di questa immissione di liquidità sono noti: lo scivolamento del cambio dell'euro e la riduzione dei tassi di interesse a beneficio dei prenditori, migliorerebbero il clima economico. I bilanci bancari e quelli degli altri operatori finanziari, liberati dall'ingombro dei titoli pubblici acquistati in precedenza, avrebbero finalmente la disponibilità per nuovo credito e nuovi investimenti. Operativamente, emergono differenze rilevanti rispetto al Qe3 adottato dalla Fed: questa acquistava i titoli federali all'atto della emissione, pagandoli al valore nominale ed iscrivendoli così all'attivo del suo bilancio. Incassava quindi regolarmente gli interessi pagati dal Tesoro, riversandoglieli semestralmente. Infine, alla scadenza dei titoli in portafoglio, reinvestiva la liquidità incassata comprandone nuovi. In pratica, la immissione di liquidità arrivava direttamente nell'economia reale, attraverso il canale del Tesoro, alleggerendo correlativamente l'onere del finanziamento del deficit pubblico che altrimenti avrebbe spiazzato il credito all'economia. E' sostanzialmente il meccanismo che vigeva anche nel nostro Paese prima del cosiddetto divorzio tra Tesoro e Banca d'Italia. Il meccanismo varato dalla Bce comporta invece operazioni di acquisto sul mercato aperto, ad un prezzo superiore al valore nominale del titolo che sarà rimborsato dallo Stato emittente alla scadenza. Ciò deriva dal fatto che la politica monetaria accomodante già adottata dalla Bce ha fatto scendere notevolmente i tassi delle nuove emissioni. Ciò vale sia nel caso che il mercato offra rendimenti negativi fino al limite del -0,20%, come avviene per numerose scadenze dei Bund tedeschi, sia nel caso dei titoli italiani, per i quali i tassi attuali sono di gran lunga più bassi rispetto a quelli del biennio 2011-2012. Per i BTP con scadenza il 1° novembre 2026, che pagheranno un interesse del 7,25% ancora per 11 anni, il prezzo di mercato è di 158,15. Se la Banca d'Italia li comprasse, pagherebbe una somma molto superiore a quella che verrà rimborsata alla scadenza, che rappresenta la plusvalenza

per il venditore, assumendosi tutti i rischi derivanti da un aumento dei tassi. Prudenzialmente, dovrà quanto meno accantonare tutti gli interessi incassati. Lo stesso vale nel caso degli acquisti di titoli che sul mercato hanno oggi un rendimento negativo. Insomma, se si voleva sgravare i sistemi bancari dal rischio sovrano, questo viene invece accollato alle Banche centrali, e per di più viene addossato un rischio sui tassi. Non è neppure lontanamente immaginabile che le Banche centrali europee osino coprirsi sul mercato con contratti derivati: sarebbe assurdo, perché sono loro a decidere, nell'ambito della Bce, l'andamento dei tassi. Un rischio del genere la Fed non lo corre, perché compra, iscrive ed incassa sempre al nominale. In più, retrocede gli interessi al Tesoro americano. Il Qe varato nell'Eurozona, così come è congegnato, comporta quindi un "potenziale miglioramento della situazione reddituale e patrimoniale degli intermediari determinato dal programma di acquisti": pur con ampi margini di incertezza, "determinerebbe un aumento dei profitti bancari, al lordo delle imposte, di circa 1,7 miliardi nel biennio 2015-2016 (300 milioni nel 2015 e 1,4 miliardi nel 2016)". Questa opinione, espressa a titolo personale dai due ricercatori di Banca d'Italia che hanno redatto uno studio sul programma di acquisto di attività finanziarie per fini di politica monetaria nell'Eurosistema, è stata condivisa da Lorenzo Bini Smaghi nell'intervista pubblicata su Milano Finanza in edicola questa settimana, quando afferma che "il Qe e i tassi negativi fanno aumentare i prezzi dei titoli di Stato, che dovrebbero consentire alle banche di realizzare notevoli plusvalenze, le quali possono essere usate per rafforzare il capitale". D'altra parte, ha concluso Bini Smaghi, "senza una situazione patrimoniale solida le banche non riprenderanno a prestare all'economia reale". In pratica, le Banche centrali ricapitalizzerebbero le banche comprando ad un prezzo più elevato di quello nominale i titoli di Stato. C'è di che trasecolare, visto che fu il duplice aumento dei tassi di riferimento adottato dalla Bce nel 2011, quando era ancora Governatore Trichet, accompagnato da una riduzione della liquidità bancaria a scatenare sull'Italia una tempesta finanziaria inimmaginabile, con perdite immense ed irrecuperabili. Il tutto, accompagnato da una decisione dell'Eba che imponeva di considerare a mark-to-market ai fini dello stress test i titoli di Stato detenuti dalle banche: una decisione di politica monetaria si trasformò in una perdita immediata, decisa a fini prudenziali. Anziché un intervento della Bce volto ad evitare bolle nei valori degli asset, si arriva a teorizzare addirittura l'opposto. Dimentichi delle critiche rivolte per anni alla "Greenspan put", alla immissione di liquidità illimitata da parte della Fed dopo ogni crisi regionale o settoriale al fine di far risalire rapidamente le borse, si spera che sia il carro a trascinare i buoi. Viene ribaltato ogni ragionevole rapporto tra i valori sui mercati finanziari e l'economia reale: "L'intenzione di Eurotower è generare un effetto di ricchezza e liquidità che permetta anche all'economia di risalire e riallinearsi ai prezzi dei mercati". Così ha scritto Federico Fubini su Affari & Finanza, ricordando che "già prima che la Bce entrasse in gioco concretamente, l'indice Ftse-Mib aveva già una valutazione fra le più elevate

se si guarda al rapporto fra i prezzi delle azioni e gli utili delle imprese.... Da allora in poi la mano della Bce ha iniziato a farsi sentire e il Ftse-Mib è cresciuto di un ulteriore 4%, malgrado la recente correzione al ribasso. La Bce dunque ha centrato la prima parte della sua missione: scollare i prezzi degli attivi finanziari dalla realtà". Fubini mette però le mani avanti, pronosticando che "se la realtà economica italiana non riuscirà a risollevarsi, saranno i valori degli attivi finanziari a ricongiungersi alla realtà, al ribasso". Gli investimenti delle imprese non ripartono perché non c'è domanda insoddisfatta; le famiglie non spendono né si indebitano perché i salari non salgono, mentre i posti di lavoro sono sempre a rischio; gli Stati non fanno altro che aggiustare i conti peggiorando le aspettative. I risparmiatori disertano i depositi bancari e l'impiego in titoli di Stato, mentre le assicurazioni sono costrette ad investimenti rischiosi, come i fondi previdenziali. Tutta questa liquidità nell'Eurozona, anche se in gran parte solo promessa, sta avendo effetti rilevanti solo sui mercati azionari ed obbligazionari, creando valori ingiustificatamente alti. Se gli operatori finanziari e le banche faranno ampie plusvalenze vendendo titoli di Stato alle banche centrali, queste ultime si accollano le perdite per minusvalenze, che emergeranno quando i tassi di interesse risaliranno. Nel frattempo, gli Stati che hanno emesso titoli a tassi di interesse elevati nel biennio 2011-2012, come l'Italia, continueranno a pagarli per intero. E' un aiuto di Stato alle banche, neppure tanto piccolo, con gli acquisti dei titoli pubblici che servono ad anticipare utili futuri ed a coprire le perdite. I mercati sono euforici, l'economia reale assai meno: per far scoprire il bluff del Qe, c'è solo da aspettare.