

Dir. Resp.: Luciano Fontana

L'analisi

Il quantitative easing? Da rivedere No al raddoppio, sì ai bond privati

DI MARCELLO MINENNA

Gli acquisti di titoli di Stato da parte della Bce («Quantitative easing») hanno ormai raggiunto quota 337 miliardi, di cui oltre 46 sono Btp. Il Qe avrebbe dovuto ridurre i tassi di interesse e aumentare le aspettative di inflazione con benefici per l'economia reale e per le finanze pubbliche.

Purtroppo però non si è assistito a significativi aumenti di prestiti a famiglie e imprese; inoltre, esaurito l'effetto-annuncio, i rendimenti dei titoli europei sono risaliti dai minimi di aprile e, terminato il rialzo dei prezzi guidato dal petrolio, è tornato anche lo spettro della deflazione. Il Qe ha ridotto la liquidità dei titoli pubblici favorendo, per le banche, speculazioni basate sulla compravendita di titoli di Stato.

Revisione

Di recente Draghi ha quindi aperto a possibili revisioni del Qe. Con la decisione del 25 settembre scorso gli acquisti di Asset backed securities (i titoli in cui le banche impacchettano i prestiti alle imprese) sono stati estesi in modo da ricomprendere, oltre alle tranche meno rischiose (senior), anche tranche di qualità intermedia (mezzanine) purché assistite da garanzie fornite da un soggetto pubblico con rating non inferiore a BBB-; l'Italia è quindi della partita e c'è un'opportunità per il nostro sistema bancario. Sinora il ritmo degli acquisti di Abs da parte della Bce è stato lento: appena 13 miliardi in un anno. Tra i motivi

vi è la necessità di un'istruttoria preliminare su ogni titolo acquistabile; una clausola fortemente voluta dalla Germania per bloccare la condivisione nell'area-euro dei rischi presenti nei bilanci delle banche periferiche. A questo si aggiungono l'atrofia del mercato europeo degli Abs e, per le banche italiane, la scarsa disponibilità di tranche mezzanine e qualche questione regolamentare sui rischi. Come intervenire? In una recente ricerca con Bassanini, Del Bufalo, Masera, Reviglio ed il compianto Giuseppe Zadra, il cui stimolo intellettuale mancherà a tutti noi, proponevamo un acquisto automatico delle tranche garantite da Stati ammessi al Qe sui titoli del settore pubblico. Un titolo Abs garantito dallo Stato ne eredita, infatti, sinteticamente il rischio. Se invece dei Btp, il Qe avesse comprato 46 miliardi di prestiti impacchettati in Abs, le banche – anziché speculare sui titoli di Stato – avrebbero implementato uno schema costruttivo per l'economia reale in cui l'esternalizzazione del vecchio credito lascia spazio per un nuovo credito.

Per rendere questo schema più efficace servirebbe anche qualche revisione della disciplina sui requisiti di capitale delle banche in tema di rischi degli Abs, di cui peraltro si parla da anni. In più, lo stesso schema potrebbe essere facilmente impiegato per «smaltire» almeno una parte dell'enorme fardello di crediti dubbi (Npl) che pesa sulle nostre banche (350 miliardi). L'idea è semplice: utilizzando la garanzia statale si possono impacchettare crediti che incorporano anche una quota marginale di Npl e li si

conferisce a una bad bank che, a sua volta, trova nel Qe uno sfogo naturale per le sue emissioni di Abs. E la quota di Npl potrebbe salire se alla garanzia statale si aggiungesse un supporto di qualche ente sovranazionale come la Bei. In un recente lavoro con Antonio Guglielmi, le banche avrebbero un'opportunità in più per trasformare perdite su crediti (con impatto immediato e integrale sul loro bilancio) in una versione rateizzata delle stesse, spalmata sulla durata dei titoli della bad bank. La rata in parola corrisponderebbe al costo della garanzia e, al fine di escludere spiacevoli sorprese per i contribuenti, lo Stato dovrebbe ovviamente dotarsi di adeguati strumenti di misurazione e monitoraggio dei rischi per una valutazione «a mercato» delle garanzie.

Tempi

Si tratta di sfide importanti ma lo è anche la posta in gioco. Purtroppo, almeno per ora, a sentire Standard Poor's l'orientamento sembra invece quello di raddoppiare il Qe sui titoli pubblici (2.400 miliardi) e di prorogarne la durata fino al 2018. La Bce potrebbe decidere entro la fine del 2015, per via del pressing della deflazione e della disoccupazione che non accennano a ridursi e a cui si aggiunge il pericoloso rafforzamento dell'euro sul dollaro, complici i dubbi crescenti sul rialzo dei tassi negli Usa. Come spesso accade, se una medicina non funziona si tenta la strategia del «raddoppio della dose» ma con tutti i rischi di una moltiplicazione degli effetti collaterali.

Comanda la Germania

I titoli di Stato acquistati dalla Bce con il quantitative easing



centimetri

