

21-MAR-2016



Tassi e deflazione

La cura Bce sarà rinforzata ma i «piccoli» restano fuori

DI MARCELLO MINENNA

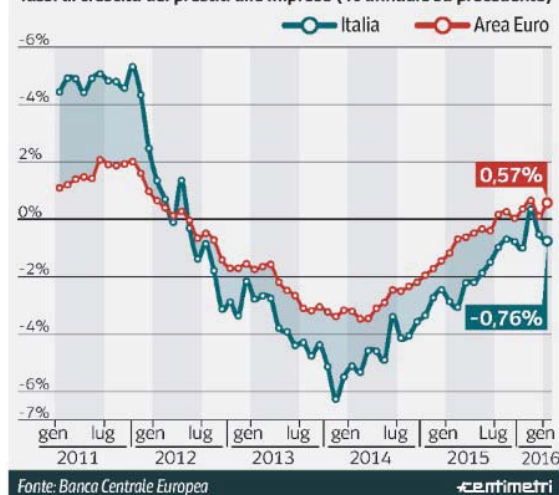
Il nuovo quantitative easing per risvegliare l'Europa passa dalle banche e dall'inclusione dei corporate bond nel paniere dei titoli acquistabili dalla Bce. Ma difficilmente il credito arriverà ai piccoli.

A PAGINA 6

L'analisi

Finanziamenti al palo

Tassi di crescita dei prestiti alle imprese (% annuale su precedente)



Quantitative easing 3.0: non è per i piccoli

L'acquisto dei corporate bond bypassa il canale bancario. Con insidie nascoste

di MARCELLO MINENNA

Dopo alcune incertezze iniziali, i mercati sembrano aver capito che il Quantitative easing della Bce sta tentando di combattere la restrizione del credito e la deflazione con un duplice approccio. Da un lato Francoforte incoraggia i prestiti delle banche all'economia reale: si paga sempre di più per detenere contante presso i conti di deposito ufficiali (ora allo -0,4%), mentre è possibile ottenere prestiti previa garanzia a tasso zero. Addirittura la banca può guadagnarci, ottenendo un prestito a tasso negativo (attraverso una Targeted long term refinancing operations — TlTRO) fino ad un massimo di -0,4% di sconto, se modifica la politica di impiego favorendo la crescita dei prestiti.

Insomma, la Bce è passata dal bastone alla carota, eliminando l'inefficace obbligo di restituzione dei TlTRO non erogati e implementando un complesso sistema di incentivi. Funzionerà? Viste le dimensioni striminzite degli sconti, lasciateci dubitare.

Programmi

Grazie al Quantitative easing, i prestiti alle imprese hanno smesso di contrarsi ma sono rimasti al palo: solo +0,6% nell'Eurozona a gennaio 2016, an-

cora negativi a -0,8% in Italia. Gli elevati requisiti di capitale da appostare in contropartita ai prestiti rimangono il fattore fondamentale che influenza le decisioni di impiego delle banche. L'investimento in titoli di Stato rimane l'opzione più redditizia e sicura: si può facilmente intermediare un profitto dalla compravendita con le banche centrali dell'Eurozona e c'è un trattamento favorevole in termini contabili, visto che per i titoli di Stato non è richiesta l'appostazione di riserve di capitale.

Non a caso dunque la Bce ha avviato un programma parallelo di acquisto di obbligazioni societarie non finanziarie con un elevato rating: in sostanza il debito della grande impresa industriale e commerciale europea. Le banche che posseggono titoli di imprese compatibili con il programma potranno cedere i titoli alla Bce sgravandosi del rischio. Difficile però che questo basti a far ripartire il credito, visti i quasi 1.000 miliardi di euro di crediti deteriorati che intasano il sistema bancario.

Anche le aziende stesse potranno emettere nuovo debito, con la garanzia implicita che la Bce sarà compratore di ultima istanza. Com'è accaduto con il Qe pubblico, sarà proprio la garanzia a consentire una riduzione dei costi di finanziamento

pagati dal sistema manifatturiero, più che gli acquisti diretti che si attesterebbero a 550 miliardi.

Chi ne beneficerà? Non sorprendentemente, i Paesi dove la grande industria la fa da padrona: le prime stime delle banche di investimento indicano 209 miliardi di obbligazioni francesi acquistabili e 122 miliardi di aziende tedesche. Un ammontare che supera il 60% dei titoli acquistabili. L'Italia si piazza solo al terzo posto con 69 miliardi, vista la prevalenza delle piccole-medie imprese.

Considerata la scarsa liquidità del mercato corporate, il ritmo degli acquisti rimarrebbe modesto sui 3-6 miliardi al mese, specie se paragonato agli 80 miliardi mensili del Qe. Certo, il programma potrebbe crescere se aumentassero le nuove emissioni delle imprese, al momento intorno ai 12 miliardi al mese. In questa maniera i nuovi flussi di liquidità potrebbero finanziare direttamente i bilanci delle aziende e stimolare «teoricamente» gli investimenti.

Perplessità

Anche qui, però, si sollevano dubbi. In tutti i Paesi dove è stato varato il Qe le imprese hanno preferito utilizzare la maggiore liquidità per ridurre l'indebitamento, per aumentare i dividendi e i riacquisti di

azioni proprie (i buyback), piuttosto che varare investimenti nella produzione o nella ricerca. E il mercato ha premiato queste strategie: d'altronde se l'impresa riduce il capitale, il titolo cresce di valore perché aumentano i profitti per azione. I manager quindi incassano lauti guadagni con le stock option. Spettacolare il caso del Giappone: con la partenza del Qe, nel 2013 i buyback sono passati dai 1.000 miliardi di yen nel 2012 ai 4.000 nel 2015 rinfocolando la bolla azionaria, mentre gli investimenti in capitale fisico sono rimasti incredibilmente fermi. Anche negli Usa i buyback sono cresciuti insieme al Qe, passando dai 137 miliardi di dollari del 2009 ai 570 del 2015.

Nell'Eurozona il fenomeno è in crescita: 200 miliardi di dollari nel 2015 (+7% in un anno). Da aprile le grandi imprese potrebbero accedere direttamente alla liquidità Bce, aumentando l'indebitamento e riducendo il capitale con riacquisto di azioni proprie. Le grandi manovre sono iniziate: Deutsche Telekom ha appena annunciato una prima emissione «dedicata» alla Bce. Mentre le piccole realtà continueranno a raffrontarsi con un sistema bancario recalcitrante a concedere credito. Non esattamente un circolo virtuoso che possa stimolare la crescita.