

Giugno 2014

BCE: What else does it take? - cosa altro sarà necessario?

Giuseppe G. Santorsola, Professore Ordinario di Corporate Finance e Corporate & Investment Banking Università Parthenope di Napoli

Le misure adottate il 5 giugno dal Comitato Direttivo BCE confermano il percorso indicato nel periodo precedente e spesso commentato in note ed articoli.

La riduzione del tasso di riferimento allo 0,15% ha valore psicologico prevalente in quanto record storico del minimo e in linea rispetto a quanto adottato da altre principali banche centrali. L' impatto quantitativo del -0,10 e' ovviamente contenuto benché da calcolare su quantità di moneta ben oltre le consuetudini. Commento simile si può dedicare al tetto dello 0,40 sul rifinanziamento. Segnalo che i sistemi bancari europei sono abituati a movimenti dei tassi nell'ordine del quarto di punto, mentre quello statunitense si muove da tempo con variazioni per ottavi. Infatti questo ha reagito nel 2013 davanti ad una variazione di un quarto, quello europeo potrebbe non sentire, come invece auspicato, l'attuale decimo di punto.

Del tutto nuovo e' invece l'impatto del tasso negativo sui depositi di liquidità (-0,10%), già commentato quasi due mesi fa quando ne fu ipotizzata l'introduzione. Si tratta di una manovra auspicabilmente non duratura. Se fosse perdurante, significherebbe non aver conseguito gli scopi per cui è stata introdotta (dedicare liquidità al credito e lasciar comunque circolare la moneta). Se sul conto della BCE affluisse denaro abbondante con tale penalizzazione, dovremmo immaginare che il rischio di credito e *sovereign* sul mercato sia elevato; non saremmo solo nella temuta deflazione, quanto nella ancor peggiore depressione.

Molti commenti sono stati dedicati a queste tre misure, ma il vero cuore del provvedimento 5/6/14 - data che potrebbe, davanti ad esiti positivi, divenire storica come il 15/8/71, il 16/10/87, il 4/1/02 o purtroppo l'11/9/01 - risiede nelle misure di politica monetaria che disegnano il percorso verso un *quantitative easing*, che potrebbe anche coincidere con il *tapering* della FED generando condizioni per un riequilibrio del cambio €-\$ intorno al valore 1,16 che fu quello iniziale. Nulla indica che tale obiettivo possa essere raggiunto e in questo dubbio risiede il motivo della eventuale storicità della scelta adottata. Possiamo azzardare che si tratta della più importante e complessiva scelta adottata dall'insorgere della crisi, l'azione a lungo attesa, ma proprio per tali ragioni densa di un rischio effettivo e bilaterale. Le alternative in gioco sono lasciare la crisi nella sua conca inferiore, oppure generare condizioni di ripresa. Le scelte adottate,

peraltro, rendono quasi improbabile un rialzo del cambio, l'ulteriore peggioramento della crisi e la divaricazione delle condizioni economiche fra i Paesi dell'Eurozona. Ricordo peraltro che questa crisi ha esaltato i fenomeni di **curtosi** (bassa probabilità, alto impatto), dando effetto ad eventi la cui probabilità era ritenuta marginale o nulla. Ci conforta invece l'analisi matematica quando ci insegna che le **derivate** sono una sequenza in ossequio alla quale se la **volatilità** si attenua e la **convessità** si restringe, la **curtosi** diviene meno invasiva. Da un lato non vorrei annoiare chi non fosse prossimo alla maturità scientifica, dall'altro, gli eventi reali servono proprio ad affinare i parametri dei sistemi matematici.

Le misure principali sono:

- a) la conferma della **forward guidance** con bassi tassi e moneta a rubinetto;
- b) la predisposizione di TLTRO allo 0,25% + 0,1 sulla base, a quattro anni, con esclusione della facoltà di utilizzare quei fondi per prestiti allo Stato e mutui. In caso diverso, il rimborso deve avvenire due anni prima; peraltro l'esperienza inglese al riguardo, di fatto simile, non ha avuto adeguato successo (FfL, **finance for loans**), perché la domanda di credito è restata scarsa e/o rischiosa;
- c) rimodulazione e acquisto di titoli ABS semplici, con divieto della cartolarizzazione di titoli già ABS, al fine di creare fonti di credito non bancario per le imprese, come sostenuto da Visco nelle Considerazioni Finali, obiettivo difficile nei sistemi europei banco-centrici e senza un mercato efficiente di **Corporate Bonds**.

Qualche dubbio infine da approfondire:

- è corretto gestire una **forward guidance** senza paletti di inversione? Potrebbe generare anche maggiore **moral hazard**;
- l'adozione di soluzioni non convenzionali era ormai ineludibile perché la manovra sui tassi e' giunta vicina (quasi) al limite;
- occorre verificare se i mercati hanno già scontato le misure o se hanno invece soltanto anticipato parte dei possibili effetti;
- mi chiedo se la facoltà di destinare quote anche marginali dei TLTRO a crediti più garantiti (di Stato o mutui) in luogo della loro totale esclusione, potrebbe invece garantire migliore e necessaria elasticità.

Per contro appare interessante, *in pectore*, ma lento e lontano negli effetti, il percorso di riqualificazione degli strumenti ABS purché gli asset (**A**) restino adeguatamente "dietro" (**B**) ai debiti che vengono cartolarizzati quando sono emessi i titoli (**S**).

In questa luce, dobbiamo chiederci se le scelte connesse ai tassi produrranno effetti idonei a migliorare il campo di gioco quando le altre misure avranno nel 2015-16

applicazione concreta. Senza questa filiera positiva, mancherà il presupposto perché le misure più attese abbiano successo.

La chiave di volta e' probabilmente da ricercare nella gestione della minore velocità di circolazione della moneta, essenzialmente dovuta al timore di non disporre in futuro in altrettanta misura. Aumentare la quantità della moneta aiuta a mantenere l'equilibrio della finanza rispetto all'economia reale. Non si è sicuri (anche se speranzosi) che la nuova moneta sia prestata e poi investita o spesa, invece che tesaurizzata o utilizzata per ricostituire condizioni modificate in negativo durante la crisi. In questo senso, non è nei compiti, obiettivi e strumenti della BCE operare sull'ottimismo delle genti, variabile per le quali sono necessarie modifiche quantomeno del quadro di politica economica se non del più complesso *social mood*. Compito ad evidenza fuori schema per un banchiere centrale di uno Stato che non c'è!