

Consiglio direttivo della BCE

C'erano grosse aspettative per la riunione del consiglio direttivo della BCE dello scorso 12 Settembre. I mercati si attendevano che la Banca Centrale Europea (BCE) adottasse nuove misure di stimolo all'economia Europea per contrastare un evidente e diffuso rallentamento del comparto manifatturiero e un tasso d'inflazione in costante decrescita, pericolosamente lontano dal tasso di mandato della BCE.

I media, soprattutto quelli più vicini ai paesi "falchi" e gli stessi governatori delle banche centrali nazionali di questi paesi, erano stati apertamente ostili a nuovi aggressivi stimoli, non giudicando la situazione così drammatica e trasversalmente logora. Molti segnalavano che il settore dei servizi è ancor oggi in decisa crescita in Europa ed anche negli stati più in difficoltà non ha mai subito durature contrazioni. Per esempio, in Germania, uno dei paesi più in difficoltà economicamente, il settore manifatturiero sta evidenziando la peggior correzione dal 2012 mentre il settore dei servizi è vicino ai massimi di periodo ed ancora in forte crescita.

Tuttavia questi osservatori, volutamente o per demerito, forse dimenticavano che la BCE ha un unico mandato, quello di mantenere nell'Area Euro un tasso di Inflazione dei prezzi al consumo al 2%. In questo periodo, non solo il tasso di inflazione è all'1%, ma le attese di inflazione implicite nei prezzi di mercato si stanno completamente disancorando dal target della BCE. Per esempio, l'inflazione a medio termine implicita nella curva dei tassi europea sta da mesi viaggiando attorno al 1.2%, il livello minimo degli ultimi tre anni, a testimonianza che i mercati si attendono un'inflazione ben inferiore del livello target della BCE anche nei prossimi anni. In sostanza la BCE sta perdendo credibilità, aspetto inaccettabile per una banca centrale: meno è credibile e più rischia di essere inefficiente nello stimolare l'inflazione e la crescita, in una spirale auto generativa molto pericolosa che potrebbe far piombare l'Europa in una stagnazione deflazionistica stile Giapponese. Tale "era glaciale" dei prezzi (onore all'analista Albert Edwards per averla prevista correttamente da più di vent'anni ormai) risulterebbe difficilmente sostenibile politicamente, viste anche le crescenti correnti populiste all'interno dei singoli stati membri.



Non è quindi un caso che Draghi abbia voluto agire e lo abbia voluto fare con convinzione. Non voleva, come si è scritto su autorevoli giornali, lasciare la sua ultima firma prima della sostituzione con la francese Lagarde ad inizio 2020, quanto bensì ha cercato di preservare e tutelare la credibilità dell'unico istituto europeo che ad oggi funziona correttamente.

Andando ad analizzare nel concreto lo stimolo, notiamo che l'ampiezza e la trasversalità dell'azione è in linea con le attese e per alcuni versi anche maggiore.

Per prima cosa la BCE riprenderà ad acquistare 20 miliardi di Euro di titoli obbligazionari al mese e proseguirà con questi acquisti fino a quando sarà necessario. Alcuni osservatori si attendevano 30 miliardi, tuttavia non dobbiamo dimenticare che ciò che importa ai mercati finanziari è il trend di espansione, in questo senso 20 o 30 miliardi poco importa basta che il tasso di espansione della politica monetaria quantitativa (Quantitative Easing) sia positivo. L'obiettivo dichiarato qui è quello di immettere liquidità nel sistema liberando nuove risorse da far confluire nell'economia reale, tuttavia l'obiettivo reale è quello di dimostrare ai mercati che la BCE è disposta a fare di tutto per proteggere il suo mandato.

Come seconda politica in ordine di importanza, la BCE ha variato le modalità della nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (trimestrali OMRLT III), dove la BCE fornisce la liquidità alle banche commerciali che si impegnano a utilizzarla per concedere finanziamenti ad aziende non finanziarie e consumatori (ad esclusione dei mutui). La BCE non solo ha aumentato la scadenza dei finanziamenti a tre anni, ma ha annunciato che potrà applicare alle banche che richiedono i finanziamenti, un tasso negativo. In sostanza l'obiettivo dichiarato e reale qui è il seguente: banche prestate per 3 anni denaro ad aziende e cittadini e noi non solo vi diamo la liquidità, ma vi paghiamo per farlo.

La terza politica in ordine di importanza è il taglio dei tassi di interesse sulle riserve in eccesso di 0,10%, portandoli a -0.5%, mentre la BCE ha lasciato il tasso di rifinanziamento principale a zero. Qui è necessaria una puntualizzazione molto importante che spesso si dimentica. La BCE ogni mese fissa tre tassi di politica monetaria:

- 1. il tasso sulle operazioni di rifinanziamento a 7 giorni delle banche commerciali presso la BCE che attualmente è a zero e rappresenta il vero costo del denaro nella zona Euro;**
- 2. Il tasso sui prestiti overnight, che attualmente è +0,25%, ed è il tasso a cui le banche possono andare a chiedere prestiti ad un giorno alla BCE;**
- 3. il tasso di remunerazione dei depositi delle banche commerciali presso la BCE, che attualmente è stato abbassato al -0,5%, ed è il tasso di remunerazione dei depositi che le banche commerciali presso la BCE.**

Quest'ultimo tasso ha preso crescente importanza solo negli ultimi anni perché le banche sono piene di liquidità non utilizzata e devono depositarla alla BCE, ma si dimentica che tale tasso NON è il costo del denaro dell'Area Euro fissato dalla BCE. Esso è una "multa" che la BCE chiede alle banche che non fanno girare la liquidità nel sistema.

In base a queste considerazioni pensiamo che la scelta di tenere invariato il tasso di rifinanziamento principale a zero e di abbassare solo il tasso sui depositi possa segnalare la riluttanza di andare con il tasso di politica monetaria principale in territorio negativo.

Sempre in linea con la visione che i tassi negativi sono visti con crescente riluttanza vi è a nostro avviso la decisione della BCE di introdurre "un sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve, in cui parte della liquidità in eccesso detenuta dalle banche sarà esente dal pagamento del tasso di interesse negativo sui depositi presso la banca centrale". La BCE praticamente potrà di volta in volta decidere quanto dei denari delle banche depositate presso di lei penalizzare con il tasso negativo dello -0.5% e quanto invece

escluderlo da tale penalità. Ci attendiamo quindi che la fetta di denaro penalizzata sia sempre meno in futuro.

Tutte queste considerazioni chiudono a nostro avviso le porte a scenari di tassi d'interesse in continuo calo sotto lo zero e possono rendere estremamente vulnerabili le obbligazioni Europee anche e se il Quantitative Easing dovesse continuare. Oggi un investitore che acquista un Bund o un titolo Investment Grade europeo guadagna solo se i tassi calano ancor di più in territorio negativo, ma la decisione di Draghi di tenere fermo il tasso di rifinanziamento principale a zero e la possibile esenzione della penalità sui depositi, sono segnali forti che portano verso uno scenario differente, dove la BCE è riluttante ad andare troppo in territorio negativo.

Se ciò è vero tuttavia si apre un ulteriore dibattito: con i tassi a zero e senza la possibilità di portarli in territorio negativo e con 20 miliardi di Quantitative Easing al mese già avviati, la BCE non ha forse esaurito le armi a sua disposizione in caso di ulteriori peggioramenti dell'economia? Alcuni ritengono di sì ed il fatto che tra poco Draghi finisca il suo mandato complica ulteriormente la situazione. I mercati credevano nella risolutezza di Super Mario, sudata e guadagnata con il famoso discorso "whatever it takes" del Luglio 2012, mentre la Lagarde dovrà dimostrare le sue capacità.

Tutto fa pensare tuttavia che le Banche centrali mondiali siano estremamente risolte nell'acquistare quantità crescenti di titoli di stato ed in caso di recessione continueranno ad accelerare sempre più gli acquisti immettendo crescenti quantità di denaro nel sistema. In caso di recessione si andrà probabilmente verso un sistema finanziario dove la maggioranza dei titoli governativi saranno a bilancio delle banche centrali (il Giappone e la Svizzera sono già avanti in questo percorso e l'Europa seguirà probabilmente) ed i governi saranno più liberi di stimolare fiscalmente l'economia senza essere penalizzati dai "vigilanti" del mercato obbligazionario tramite tassi d'interesse crescenti.

Infine, dovremmo sempre più iniziare a concepire l'idea che parte di questo debito centralizzato non sarà mai più rivenduto, ma sarà di fatto monetizzato, ovvero rifinanziato in eterno con l'immissione (apparentemente gratuita) di moneta elettronica da parte delle banche centrali. Ancor oggi questa idea è un tabù, ma il passaggio sarà inevitabile e non privo di conseguenze.

Per il momento non possiamo che condividere la mossa di Draghi, a nostro avviso inevitabile per tenere alto il nome e l'efficienza dell'unico istituto Europeo che è stato coerente e flessibile in questo decennio di crisi. Senza questo intervento e quelli ormai leggendari del 2012 probabilmente staremo parlando di un'Europa in pezzi e di un'Italia vicina all'insolvenza tecnica.

Bravo Super Mario, ci mancherai!