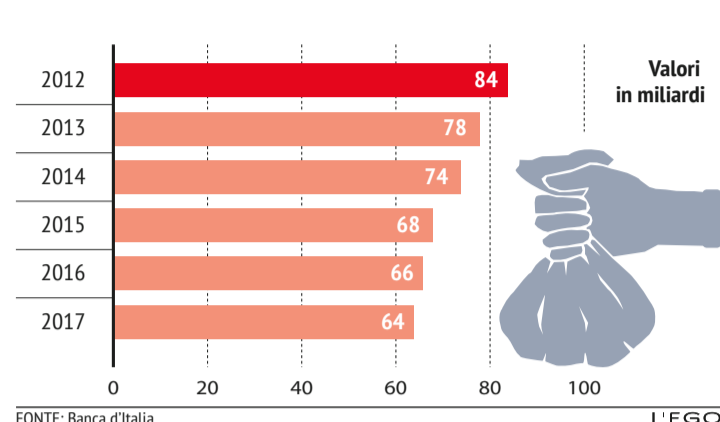


La svolta

La riunione della Banca centrale europea si è chiusa con l'annuncio di una nuova fase della politica monetaria. Nell'ultimo trimestre gli acquisti di titoli passeranno a 15 miliardi al mese per poi azzerarsi

INTERESSI PASSIVI SUL DEBITO PUBBLICO



FONTE: Banca d'Italia

LEGO

Il presidente della Banca centrale europea, Mario Draghi, durante la conferenza stampa a Riga, in Lettonia, dopo l'incontro del comitato esecutivo della Bce



Analisi

Francforte chiude il paracadute
Ma tiene alta la guardia e invita a camminare senza due stampe

Nella conferenza stampa dopo le decisioni del Consiglio direttivo della Bce riunito a Riga, Mario Draghi ha voluto ribadire la scelta della pazienza, della prudenza e della persistenza quale linea confermata unanimemente dal Direttivo. Ciò sta ad attestare la convinzione che non sia stata ancora avviata una vera e propria normalizzazione della politica monetaria. Il programma di "quantitative easing" è stato naturalmente confermato, come previsto, negli ammontari fino al 30 settembre, dopodiché gli acquisti di titoli continueranno fino a dicembre, ma dimezzati, nella misura di 15 miliardi mensili. Contemporaneamente il Consiglio ha deciso di mantenere il livello dei tassi attuali fino al 2019 sempre che ciò sia coerente con la situazione e le prospettive dell'inflazione. Se ne ricava che, pur avendo ridimensionato il QE (anche se invero non esisteva un impegno a mantenerlo integro fino alla fine dell'anno), nel complesso la politica monetaria, considerati pure i reinvestimenti dei titoli pubblici in scadenza, si può definire ancora accomodante. Si sarebbe potuto fare di più? Forse, si sarebbe potuto attendere ancora per precisare la "forward guidance", considerata la permanenza dei rischi geopolitici, le decisioni della Fed e i pericoli di guerre commerciali, nonché una non stabilizzata situazione a livello europeo, e rinviare le scelte ai prossimi mesi. Tuttavia, la pressione dei "falchi" nelle scorse settimane perché si arrivasse alla cessazione del QE era stata rilevante; ma non sarebbe stata sufficiente a far adottare una decisione quale quella assunta ieri se non si fosse rilevato che l'inflazione, anche sotto la spinta dei prezzi del petrolio, marcia verso il target «intorno ma sotto il 2%» che concretizza l'obiettivo, vincolo assoluto per la Bce, la quale ha un solo mandato fissato dal Trattato Ue: il mantenimento della

stabilità dei prezzi che è assolta quando si consegue il predetto target.

Per di più, il contesto dell'area – ricchezza delle famiglie, solidità della domanda, condizioni del mercato, opportunità per l'export – pur incombendo i rischi accennati, migliora: certamente, però, non al punto di poter dismettere il carattere accomodante della manovra monetaria, bensì solo per attenuare una misura non convenzionale quale è l'acquisto in questione. D'altro canto, la Bce, come si rileva dal discorso di Draghi, è pur sempre pronta ad adottare i provvedimenti che si rendessero necessari al presentarsi di condizioni che rendano necessario intervenire pesantemente, nonché a compiere le verifiche, per una conferma, che saranno dovute anche prima di passare agli acquisti di 15 miliardi.

Insomma, da ottobre i Paesi membri saranno un po' meno "protetti", ma sempre con la guardia alta di Francoforte, e altrettanto più responsabilizzati a camminare magari con una sola stampella monetaria, mentre per la completa riabilitazione sarà la politica economica e di finanza pubblica che deve agire cogliendo l'occasione della formazione della Legge di bilancio alla quale si attende proprio mentre il QE si ridimensiona. Crescita, produttività e occupazione sono i fattori, insieme con lo sviluppo delle riforme di struttura, da migliorare decisamente e ai quali anche Draghi ha fatto riferimento. Alla lunga si deve ridurre il carattere di oggettiva supponenza esercitata, volens nolens, dalla Banca centrale. Insomma, da Riga viene una chiamata, l'ultima o la penultima, perché sia l'Unione sia i singoli Paesi confidino molto di più sulle proprie forze e avvertano più intensamente le proprie responsabilità. Aiutati che la Bce ti aiuta, ottemperando alla sua missione, ma nei limiti della stessa.

Angelo De Mattia

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Bce: il QE termina a dicembre Tassi a zero fino all'estate 2019

Draghi: euro irreversibile. Non drammatizzare scelte Italia

MARCO GIRARDO

A fine anno calerà il sipario sul Quantitative Easing, il paracadute Bce aperto da Mario Draghi all'apice della crisi finanziaria che ha impedito all'Eurozona di schiantarsi e all'Italia di risparmiare cinquanta miliardi di interessi sul debito pubblico, liberando così risorse per gli interventi di politica economica e fiscale. L'annuncio è arrivato ieri da Riga, in Lettonia, dov'era riunito il comitato esecutivo della Banca centrale europea nella sua seduta "fuori porta": «Dopo settembre 2018 e in subordine al fatto che i dati in arrivo confermino le stime di medio termine d'inflazione – recita il comunicato – il tasso mensile degli acquisti netti di titoli sarà ridotto a 15 miliardi fino a fine dicembre 2018, e a quel punto gli acquisti netti termineranno». La scorpacciata di bond sovrani (e non) si dimezzerà quindi nell'ultimo trimestre dell'anno – dai 30 miliardi attuali –, per poi azzerarsi nel gennaio del 2019. Si accelera così il ritorno alla normalità monetaria, anche se i tassi di riferimento resteranno a zero fino all'estate dell'anno prossimo e il QE rimarrà nel panier dell'Eurotower, qualora servisse a sfamare Stati e banche in una nuova carestia di liquidità. La Bce si è avventurata in «acque inesplorato», come le definì lo stesso Draghi, pur di salvare la moneta unica: «Whatever it takes» (tutto il necessario, ndr), l'oramai celeberrima frase pronunciata dal governatore il 26 luglio 2012 alla Global Investment Conference di Londra. Da allora dall'arsenale di politiche monetarie non convenzionali sono usciti i programmi per fornire liquidità alle banche e all'economia reale, le operazioni a mercato aperto Tltro e Tltro, che non prevedevano creazione di moneta, e il vero "bazooka" per alimentare la base monetaria, il QE. Nelle sue tre versioni: il 22 gennaio del 2016 Draghi presentò il primo piano di acquisto da 60 miliardi al mese, il 10 marzo 2016 il ritmo venne alzato a 80 miliardi, riportato a 60 nella primavera del 2017 e dimezzato infine a 30 miliardi nel gennaio di quest'anno. Mantenendo però sempre i tassi di riferimento a "zero" (quelli interbancari, negli ultimi mesi, si sono già riscaldati anticipando la svolta). L'operazione di "tapering" e cioè il rallentamento nel ritmo di acquisto di asset sul mercato è pertanto già iniziato. Da ieri ne è stata ufficializzata la data di chiusura. Abbandonare il mare di liquidità garantito da misure ultra-espansive è una navigazione altrettanto perigliosa. Sbagliare il ritmo della "stretta" può costare caro, anche una recessione, come ben sanno l'ex numero uno della Fed, Alan Greenspan, e pure il pre-

decessore di Draghi alla Bce, Jean Claude Trichet. Ecco perché le manovre di allontanamento dal QE sono state calibrate con cautela: sia verso i cosiddetti "falchi", non solo tedeschi, che avrebbero voluto un'uscita più veloce e comune anticipata, sia dalle "colombe", che desideravano invece un'estensione del programma al 2019. Il capitale derivante dai titoli in scadenza verrà ad esempio reinvestito «a lungo dopo la fine degli acquisti netti, e in ogni caso per tutto il tempo necessario a mantenere condizioni di liquidità favorevoli». Un paracadute di scorta, insomma, che potrebbe risultare utile soprattutto al debito italiano, del quale la Bce, fino a fine di maggio, ha drenato ben 345 miliardi di titoli. Agendo di fatto da prestatore di ultima istanza, Draghi ha creato margini di bilancio grazie al taglio dei rendimenti. Il governo, senza lo scudo principale di Francoforte, dovrà in ogni caso stare ancora più attento a non perdere il controllo dei conti. Il rialzo dei tassi di interesse sui titoli di Stato italiani a partire dalle aste di fine

maggio – ha calcolato ieri l'Osservatorio sui conti pubblici della Cattolica, guidato da Carlo Cottarelli – potrebbe arrivare a costare nel 2018 poco meno di 800 milioni, per superare poi i 3,7 miliardi l'anno prossimo. Oltre a far crollare il rischio-Paese, il QE ha abbattuto inoltre il cosiddetto "redenomination risk" (il rischio di uscita dall'euro) sul quale, proprio a proposito dell'Italia, Draghi ieri si è soffermato: «L'euro è irreversibile – ha ribadito – non porta beneficio a nessuno metterlo in discussione». Ma fissato questo limite, al nuovo governo e alle polemiche sul presunto «piano B» per un'Italexit il presidente della Bce ha voluto anche tendere una mano. Invitando anzitutto a «non drammatizzare» un cambiamento politico inevitabile, «essendo l'euro la valuta di 19 democrazie», e ridimensionando anche lo scossone visto sui mercati durante le difficili consultazioni di fine maggio: la crisi politica italiana «non ha comportato nessun contagio» né ha riportato in auge il "redenomination risk" degli anni della grande crisi. Quanto ai mercati, hanno reagito bene: Milano ha chiuso in rialzo dell'1,2%, in lieve calo lo spread e l'euro è scivolato sotto quota 1,17 dollari.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Cottarelli: il rialzo dei tassi costerà quest'anno poco meno di 800 milioni. Ma il conto sarà più salato nel 2019 con 3,7 miliardi

Domande & Risposte

CHE COS'È IL QUANTITATIVE EASING?

Il Quantitative Easing (QE), Alleggerimento Quantitativo, è uno strumento non convenzionale di politica monetaria espansiva. Viene messo in atto per stimolare la crescita e supportare agli Stati che hanno difficoltà a sostenere e rinnovare il proprio debito pubblico.

COME FUNZIONA L'ALLEGGERIMENTO QUANTITATIVO?

Perché si possa parlare di Quantitative Easing è necessario che nel processo ci sia creazione di moneta, che avviene acquistando obbligazioni sul mercato attraverso le Banche centrali dei singoli paesi dell'eurozona. Oltre all'acquisto di titoli di Stato, le manovre di QE possono comprendere anche l'acquisto di altre attività finanziarie delle banche.

QUALI EFFETTI HA AVUTO IL QE PER L'ITALIA?

Le operazioni di Alleggerimento Quantitativo sono di solito accompagnate dalla riduzione dei tassi di interesse. Lo spread Btp e Bund è passato dai 350 punti del 2015 ai 130 del mese scorso. Nel 2012, all'apice della crisi dello spread, l'Italia dovette sborsare per onorare il suo debito 85,6 miliardi, nel

2017 circa 64. I risparmi cumulati ammontano a circa 50 miliardi di euro, il 3% del Pil, e ciò ha consentito di destinare risorse a misure di politica economica. Considerando che nello stesso arco di tempo il disavanzo fiscale è rimasto stabile, riducendosi di uno 0,5% del Pil cumulato al 2016, la Bce ha dato l'unico contributo, con acquisti che hanno superato i 340 miliardi, al risanamento dei nostri conti pubblici.

CHE COSA SUCCEDERÀ ADESSO PER IL TESORO?

Sarà più "solo" nel guadagnare la fiducia degli investitori con politiche di bilancio che devono essere ancor più sostenibili nel medio e lungo periodo, mancando la Bce come acquirente di ultima istanza del nostro debito.

PER I RISPARMIATORI COSA CAMBIA?

In breve tempo l'investimento in titoli a reddito fisso come i Bot o i Btp torneranno ad essere più remunerativi. Lo sarà anche il risparmio previdenziale nel lungo periodo.

E PER CHI HA SOTTOSCRITTO UN MUTUO?

Per i mutui a tasso fisso già in essere non cambia nulla, per quelli di nuova sottoscrizione nemmeno nel breve periodo. Per i mutui variabili, invece, ci sarà probabilmente un innalzamento degli interessi: anche se i tassi di riferimento rimarranno a zero fino all'estate 2019, l'Euribor comincerà presto a muoversi al rialzo in vista del ritorno alla completa normalità monetaria. (M.Gir.)

SABATINI (ABI)

**Impatti positivi sulla finanza
Serve una pausa regolamentare**

La fine del QE non spaventa i banchieri italiani che accolgono positivamente la riduzione degli acquisti di titoli di Stato da parte della Bce e puntano alla proroga della Gacs. L'uscita moderata dalle politiche monetarie non convenzionali, secondo l'Associazione bancaria italiana, potrebbe portare impatti positivi e anche per l'Italia nessun timore, l'effetto dello stop al QE «sarà molto diluito nel tempo», spiega il dg dell'Abi, Giovanni Sabatini, facendo notare che bisogna considerare positivamente l'importanza dell'elevata durata media del debito pubblico italiano. Quello che sta a cuore al sistema bancario italiano è che arrivi rapidamente una proroga della scadenza (a settembre) della Gacs, la garanzia statale che il Mef mette a disposizione degli operatori per favorire lo smaltimento delle sofferenze. Altro tema caldo è quello della pressione normativa su cui l'Abi auspica un momento di «pausa regolamentare».

Tria a Berlino per l'unione bancaria

MILANO

Giovanni Tria ha incontrato ieri a Berlino il ministro delle Finanze Olaf Scholz e il collega dell'Economia Peter Altmaier: il dialogo con i due esponenti del governo Merkel viene definito, subito dopo, «proficuo e costruttivo», e che lo scambio sia stato «positivo» viene confermato dai tedeschi. Le bilaterali sono però blindate: nessun incontro con la stampa, né prima né dopo, tutto si svolge in un clima di rigoroso riserbo. E alla fine trapelano solo i temi: quelli in agenda al prossimo Ecofin, il completamento dell'unione bancaria, e la riforma dell'eurozona, affrontate con il socialdemocratico che ha sostituito il mastino dell'austerità Wolfgang Schäuble. Mentre con il collega della Cdu, politico molto vicino ad Angela Merkel, Tria ha par-



Giovanni Tria

lato del nodo del rilancio della politica degli investimenti in Europa. A Berlino, negli ambienti governativi, si commentano poco davanti ai giornalisti gli ultimi sviluppi italiani: o almeno molto meno che a Parigi. La situazione è più che sensibile, il rapporto fra Germania e Italia decisamente provato. Ma verso il governo di Roma

le antenne restano tese, e l'arrivo del nuovo ministro dell'Economia del governo scaturito da una campagna fortemente eurocritica e a tratti esplicitamente antitedesca era attesa con molto interesse, alla vigilia della bilaterale di Giuseppe Conte, lunedì da Merkel. Non ha guastato l'intervista rilasciata al Corsera domenica scorsa, quando Tria ha rassicurato i mercati sulla volontà dell'Italia di restare nell'euro, e sul fatto che la crescita non sarà stimolata col deficit spending. Parole che probabilmente ieri hanno agevolato le cose. «Con i ministri Scholz e Altmaier abbiamo avviato un dialogo proficuo e costruttivo», si è limitato a riferire Tria. E valutazioni simili trapelano dai due ministri: l'incontro è avvenuto «in un'atmosfera costruttiva», ha fatto trapelare il ministero dell'economia, guidato da Altmaier.

i numeri

50 miliardi

IL RISPARMIO PER IL TESORO ITALIANO SUGLI INTERESSI MATURATI SUL DEBITO PUBBLICO DAL 2015 AL 2017

345 miliardi

I TITOLI ITALIANI ACQUISTATI NELL'AMBITO DEL PROGRAMMA

990 miliardi

IL RISPARMIO PER I PAESI DELL'EUROZONA CON TUTTE LE FACILITAZIONI MONETARIE DELLA BCE NEL PERIODO-POST CRISI.