

Consiglio della BCE il 5 giugno: Decisioni importanti? E per chi?

Fabio Sdogati

2014 05 29

In questo mese di maggio stiamo registrando una crescita di attenzione verso la BCE, le dichiarazioni del suo presidente, le previsioni, le stime, le chiacchiere di commentatori e giornalisti, di stampa specializzata e uffici studi di banche. Perché? Cosa c'è nell'aria?

La storia parte dalle dichiarazioni del presidente Draghi alla conferenza stampa dell'8 maggio scorso, quando ci annunciò che ancora una volta il Consiglio aveva deciso di non fare nulla, ma che la prossima volta... e chiuse lì. Una promessa? Una minaccia? Vero è che siamo abituati ad un Draghi capace di usare frasi consegnate alla storia (anche questa sarà una di quelle: chi non ricorda quel famoso "...whatever it takes...") con tono di voce sommesso ed espressione del viso equilibratissima?

Dunque, l'8 maggio ci fu detto che il Consiglio aveva deciso di non fare nulla, ma che era unanime e pronto ad adottare già alla riunione del 5 giugno "unconventional instruments" per riprendere in mano il controllo di una spirale deflazionistica che, bontà loro, ritengono preoccupante (questo dopo mesi e mesi che il dibattito accademico suonava l'allarme e i loro stessi uffici studi avevano cominciato a rilevare il problema già dall' ottobre 2013).

Bene, dato che il Consiglio della BCE ritiene di dover ricorrere (non subito, certo) all'uso di "unconventional instruments", si è legittimati a pensare che i problemi dell'economia dell'Unione Economica e Monetaria siano veramente gravi –altrimenti ci si sarebbe accontentati di 'conventional instruments', no? La mia reazione a tutto questo è: e che cosa c'è di nuovo? È forse mai stata buona, la situazione, o almeno decente, da quell'estate 2007 quando le banche decisero di prosciugare il mercato del credito, prima sul mercato interbancario e poi nei confronti dell'economia reale, famiglie e imprese? O da quel terribile 2009, anno in cui i governi europei cominciarono a cercare di darci ad intendere che la recessione c'era, è vero, ma la sua responsabilità era dei deficit e dei debiti (che loro stessi avevano accumulato!) e non della feroce stretta creditizia iniziata, appunto, nell'estate del 2007. Ma non importa: che la BCE si sia accorta che la situazione richiede mezzi di intervento straordinari è un fatto positivo.

Problemi straordinari

Questa è facile: tassi di disoccupazione medi al 13% (e quelli giovanili ancor più terrificanti); caduta dei redditi e delle spese delle famiglie; riduzione della ricchezza delle famiglie; un credito bancario

alle famiglie e alle imprese tanto assente oggi quanto lo era sei anni fa, e ciò nonostante l'incredibile ammontare di liquidità gettato in pasto alle banche, per anni e a tassi risibili; competitività internazionale di gran parte delle nostre imprese in caduta libera; un processo apparentemente inarrestabile di contrazione della base produttiva industriale; un tasso di inflazione che è meno di un terzo di quello cui la BCE si dovrebbe attenere: oggi abbiamo già deflazione in quattro paesi dell'UEM e in gran parte degli altri il tasso di inflazione è basso e sta cadendo (il 31 maggio il governatore della banca d'Italia fornirà evidenza fattuale aggiornata su tutti questi problemi). Ovviamente si potrebbe andare avanti, ma questa lista è già preoccupante abbastanza. Siamo d'accordo: a problemi straordinari si risponde con strumenti straordinari.

Gli strumenti straordinari

Ovviamente, possiamo solo provare ad immaginare quali saranno questi "unconventional instruments" la cui adozione verrà annunciate il 5 giugno. Ma, come si diceva in apertura, dibattito e chiacchiericcio abbondano, così che forse basta consultare quotidiani e rapporti prodotti dai servizi studi delle banche per farsi un'idea di quali essi possano essere. Quella che segue è una lista 'di consenso': il lettore attento troverà grossomodo gli stessi numeri nel suo quotidiano preferito.

1. Il tasso centrale di rifinanziamento, al momento allo 0,25%, potrebbe essere ridotto allo 0,15% (o addirittura allo 0,10%, secondo alcuni analisti). Ciascuno vede quanto potente sia questo strumento, per dimensione e per condizione storica;
2. Il taglio di cui al punto 1 implica che anche il tasso pagato alle banche sulle riserve libere cadrà di un simile ammontare, passando dallo 0% attuale al -0,10%. Un simile destino toccherà al tasso marginale di rifinanziamento (dal 0,75% allo 0,65%);
3. Che le misure di cui ai punti 1 e 2 vengano adottate è ritenuto quasi certo da parte del consenso. Incertezza esiste invece relativamente al quesito se verrà o meno approvata una terza misura, che potrebbe consistere di una delle due, o addirittura di entrambe, che passo a descrivere. L'una potrebbe essere una versione più o meno aggiornata di quelle Long Term Refinancing Operations che, in passato, le banche hanno usato per tre quarti per comperare buoni del Tesoro e, per un quarto, hanno depositato presso la BCE come riserve libere, sulle quali incassavano lo 0,75% dopo aver pagato il prestito l'1%! Evidentemente non sono 25 punti base che fan paura alle banche. Sulla base dell'esperienza passata sembra di poter dire che un rendimento negativo per lo 0,15% sulle riserve è comunque meglio che perdere lo 0,25%, come le banche scelsero di fare nel quadro delle precedenti LTRO! Alternativamente: si può immaginare che le banche useranno la liquidità che non vogliono più detenere come riserve libere in una forma qualunque, inclusa quella di contante o,

ancora, di buoni del tesoro; ma c'è qualcuno che pensa che esse destineranno la liquidità in eccesso al finanziamento del settore reale dell'economia, famiglie e imprese!?

Sembra poi che in alternativa, o in congiunzione, ad una LTRO, sia sotto esame l'ipotesi di acquisto da parte della BCE di Asset Backed Securities, titoli cioè 'backed' da prestiti a piccole e medie imprese. Ipotesi ancora fumosa, non sappiamo quanto studiata e quanto semplicemente sbandierata. Che rimette al centro dell'attenzione, stavolta a livello europeo, quelle famose 'piccole e medie imprese' che L'ideologia imperante vent'anni fa voleva fossero il veicolo delle magnifiche sorti e del progresso della nostra economia. Mah.

4. Infine, c'è il Quantitative Easing FED-style: ma i commentatori sembrano orientati a pensare che questo è un 'big bazooka' che non verrà sparato ancora per qualche tempo.

Finito

Qualcuno trova la purché minima correlazione tra la gravità della situazione e le mosse di politica monetaria in discussione? Io no. E sostengo che tutto questo dibattito sulla politica monetaria in una situazione storica di deflazione e trappola della liquidità sia, essenzialmente, aria. Mi spiego.

C'era una volta, prima di questa crisi, in cui credevamo che le banche centrali potessero fare del gran bene all'economia reale semplicemente tagliando i tassi di interesse che esse controllano, per esempio il tasso di sconto. L'assunzione era che questo taglio avrebbe indotto le banche a ridurre i propri tassi attivi, quelli caricati sulle famiglie e sulle imprese, il che avrebbe rinverdito l'erba ingiallita del credito alle famiglie e alle imprese. Ho sempre avuto qualche dubbio che questo meccanismo funzionasse davvero, ma oggi trovo la tesi semplicemente ridicola.

Oggiorno le banche centrali, BCE inclusa, sono faccia al muro contro lo 'zero lower bound', vale a dire la situazione in cui i tassi da loro regolati sono allo zero o prossimi allo zero. Il che implica che le operazioni di carattere 'convenzionale' possono soltanto assumere la dimensione (ridicola) di cui ai punti 1-4 sopra. E allora, che cosa possono fare? Beh, basta illudersi che un tasso leggermente negativo sulle riserve libere sia quel che serve, e che basta, ad indurre le banche a tornare a fare le banche, cioè a tornare a rifornire di credito famiglie e imprese pur di non perdere qualche punto base detenendo riserve libere!

La ragione per cui le misure che verranno presumibilmente prese il 5 giugno non avranno effetti misurabili, e in tempi brevi, sull'economia reale è la stessa che ha prevalso nei sette anni dall'inizio del razionamento del credito da parte degli intermediari finanziari e delle grandi espansioni monetarie che vennero messe in campo per cercare di riavviare il sistema del credito (certo, espansioni 'convenzionali', almeno da parte della BCE): e cioè che specialmente in condizioni di

deflazione incipiente, trappola della liquidità e, ovviamente, stagnazione, il tasso di interesse non è né l'unica né la causa più importante della domanda di credito da parte delle famiglie e delle imprese. La buona teoria economica, e il buon senso, ci insegnano che la determinante principale della domanda di credito si chiama aspettative. Le imprese programmano spese per investimenti destinati ad aumentare la propria capacità produttiva quando due condizioni sono realizzate: che la capacità produttiva esistente sia già ampiamente utilizzata, e che ci si aspetti un aumento di domanda in tempi 'brevi'. Ebbene, Eurostat documenta per noi tutti, Consiglio e della BCE incluso, che nessuna di queste due condizioni si sta verificando.

Avendo detto tutto questo, due quesiti rimangono: perché queste misure. E che cosa ho da proporre in alternativa?

La risposta al primo quesito è semplice: che la politica monetaria non abbia effetti sull'economia reale non implica che essa non ne abbia sul settore finanziario. I mercati azionari sono ai loro massimi (l'indice S&P al massimo assoluto), mentre salari e bonus di ogni sorta di CFO, CEO e CIO sono talmente alti da non essere più comprensibili ai più. Ecco gli effetti misurabili delle espansioni monetarie degli ultimi sette anni. Oltre, ovviamente, alla deflazione incipiente.

E, infine, le mie raccomandazioni? Facile, sono le stesse dal 2008: che si stimoli l'economia, e le aspettative degli agenti economici privati, mediante spesa pubblica addizionale" finanziata in disavanzo. Nei paesi in cui ciò può essere fatto soltanto nel rispetto del vincolo di bilancio, al fine di non esporsi ai feroci attacchi speculativi che abbiamo già sperimentato, che si finanzi le spese aggiuntive mediante un aumento della pressione fiscale che sia il risultato netto dell'allentamento di tale pressione sui redditi e sulle ricchezze minori e dell'inasprimento sui redditi alti e sui patrimoni maggiori. Che si spenda per infrastrutture come molti chiedono, va bene; ma che si spenda anche e soprattutto per la ricerca e l'istruzione, cercando di portare il rapporto laureati/1000 abitanti a livelli decenti; che si porti l'assistenza sanitaria a livelli dignitosi. Queste sono le misure che restaurano aspettative positive tra le famiglie e le imprese, non le storielline sul fatto che riducendo la spesa si liberano risorse per gli agenti economici privati! Queste sono le misure che, stimolando la domanda aggregata, il che ci metterà su un sentiero di ripresa evitando la spirale terribile deflazione-caduta della domanda-disoccupazione-deflazione...

Ma, aspettiamo e vedremo. Molto agitarsi per nulla, è la mia tesi. Tranne che sui mercati finanziari! Ovviamente. Proprio come canta il poeta: "... Up on bankers' Hill, the party's going strong. Down here below we're shackled and drawn ..."