

di **Oliviero Lenci**
e **Silvio Olivero***

A Mario Draghi e tedeschi rimproverano di aver introdotto in Europa la Zirp (Zero Interest Rate Policy), erodendo qualsiasi possibilità di remunerazione per il risparmio e mettendo in seria difficoltà le compagnie di assicurazione e le banche, i cui conti economici sono pesantemente colpiti dai bassi tassi di interesse. È una critica infondata, come vedremo, ma è molto pericolosa perché, a differenza di altre questioni squisitamente tecniche che vengono rimproverate a Draghi, questa è immediatamente comprensibile da tutti i cittadini (tedeschi e non) che ogni giorno fanno i conti tra la necessità di impiegare i propri risparmi e l'assenza di opportunità di investimento che siano al tempo stesso remunerative e prive di rischio. Rimproverare a Draghi di aver danneggiato i risparmiatori rischia di indirizzare l'opinione pubblica contro l'unica autorità che sta invece tentando di salvare, insieme all'euro, i risparmiatori stessi.

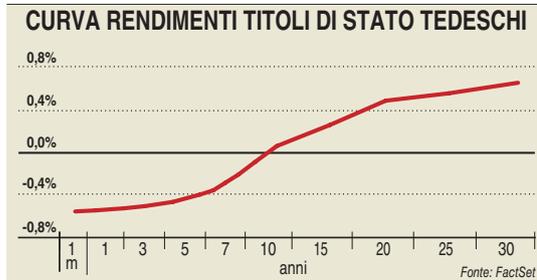
La risposta di Draghi è stata ineccepibile: non è la politica monetaria ad avere azzerato i tassi di interesse, ma il calo degli investimenti unitamente alla grande abbondanza di risparmio che mette in concorrenza i risparmiatori, che dovranno ridurre le proprie pretese riguardo ai tassi di rendimento; d'altro canto, gli imprenditori riducono gli investimenti e si indebitano solamente a tassi sufficientemente bassi da consentire un margine di guadagno rispetto ai modesti ritorni attesi dagli impieghi produttivi.

TASSI ZERO/2 La configurazione della curva dei rendimenti dei Paesi considerati sicuri è solo in minima parte dovuta alla politica di Bce Pesano di più i timori per il futuro. Forse c'è bisogno di uno shock

La paura conta più del Qe

Se dunque gli interessi sulle attività non rischiose sono bassi per motivi naturali, su cosa sta agendo artificialmente il Qe, ossia la politica di acquisto di titoli di Stato della Bce? L'effetto più evidente del Qe, a nostro giudizio, consiste nella riduzione degli spread pagati dai titoli di Stato dei Paesi periferici. Se il Qe si interrompesse istantaneamente, infatti, è molto probabile che gli investitori fuggirebbero verso i più sicuri titoli emessi dai Paesi core. Se ne può dedurre che la domanda sui titoli dei Paesi core rimarrebbe sostenuta, perché agli acquisti della Bce si sostituirebbero quelli degli investitori privati alla ricerca di sicurezza. Opposta la situazione per i titoli dei Paesi periferici, che dovrebbero affrontare il calo della domanda e il contemporaneo aumento dell'offerta dovuta alla fuga degli investitori. Dunque, è ragionevole ipotizzare che in assenza di Qe salirebbero solo i rendimenti periferici, mentre il titolo di Stato decennale tedesco continuerebbe a rendere poco più di zero.

Per quanto riguarda i rendimenti dei titoli a più breve scadenza, il fatto che la Bce abbia imposto tassi di deposito negativi alle banche ha certamente spinto queste ultime a limitare la liquidità, comprando titoli di Stato a breve, i cui rendimenti sono così in larga misura passati in negativo. Anche in assenza di tassi



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

negativi, però, nel mondo del bail-in, il timore dei clienti delle banche di veder aggredito il proprio conto corrente sarebbe sufficiente a mantenere i rendimenti dei titoli di Stato a breve scadenza su livelli comunque molto bassi, anche se probabilmente superiori agli attuali.

La configurazione che sta assumendo la struttura a termine dei rendimenti offerti dagli emittenti considerati sicuri è quindi solo in minima parte dovuta alla politica monetaria della Bce: ciò che più di ogni altra cosa sta influenzando i tassi di mercato è infatti la paura. Paura di consumare e non risparmiare a sufficienza, paura di detenere liquidità in eccesso sul conto corrente, paura di investire a lungo termine in attività rischiose, in una parola: paura del futuro.

Si osservi la curva che rappresenta i rendimenti dei titoli di Stato tedeschi sulle differenti scadenze: anche solo un paio di anni fa

qualcosa di simile sarebbe stato inconcepibile. Eppure si è arrivati al punto in cui il creditore della Germania è disposto a pagare un tasso dello 0,4% annuo al proprio debitore pur di poterli concedere un prestito a 5 anni. Che cosa, se non la paura, può spingere a pagare qualcuno perché trattienga presso di sé il nostro denaro per cinque anni?

Spesso la paura è un fenomeno irrazionale e quando i mercati sono pervasi offrono ottime opportunità di investimento. Per esempio erano irrazionali le paure che spinsero le borse sui minimi del 2009, perché le valutazioni raggiunte simultaneamente da tutti i mercati scontavano un tracollo dell'economia globale incompatibile con lo sforzo messo in atto dalle autorità Usa per superare la crisi dei mutui subprime. Lo scrivemmo su queste pagine nel febbraio del 2009, ispirandoci al modello ideato da Robert Shiller, che

ipotizza il procedere dei mercati finanziari come un'alternanza di fasi di euforia e di panico irrazionali.

È dunque irrazionale la paura che si legge guardando in controluce la curva dei rendimenti tedeschi? Questa volta la risposta non ci sembra scontata come allora, perché, a differenza di quanto accaduto negli Usa, in Europa non si sta rispondendo adeguatamente alla crisi. Solo un processo di progressiva condivisione dei rischi può vincere la paura e ridare speranza all'eurozona, come ha recentemente ricordato anche il ministro Pier Carlo Padoan. L'inizio di tale processo è a portata di mano: consiste nella creazione del fondo europeo di garanzia dei depositi. Si tratta peraltro di un atto dovuto, dopo l'istituzione dell'autorità unica di sorveglianza e della procedura comune di risoluzione delle crisi bancarie, eppure vi sono fortissime resistenze alla sua realizzazione. Lo stallo politico in Europa è giunto a tal punto che qualcuno si augura la Brexit, perché solo uno shock potrebbe far ripartire il processo di integrazione, magari sbloccando la nascita del fondo di garanzia dei depositi.

Nulla di strano: in un mondo dove i creditori pagano i debitori anche le catastrofi possono dare buoni frutti.

*presidente e responsabile ufficio studi Cellino e Associati