

Anche dal letame possono nascere i fiori

Le cartolarizzazioni erano considerate sterco del demonio ai tempi della crisi finanziaria. Adesso potrebbero dare nuova linfa all'economia, soprattutto italiana, se la Bce sceglierà di acquistare Abs (*asset backed securities*) per contrastare i rischi di deflazione

Black Swan

1. Arrivano le elezioni europee. E subito dopo, altre cose importanti arriveranno, in Italia e fuori. Una di queste sarà la riunione del *board* della Bce prevista per giugno. Pochi giorni fa Draghi ha infatti fatto sapere che la Banca centrale europea, una volta analizzate le proiezioni economiche dello staff, sarà pronta già il mese prossimo ad entrare in azione per combattere i crescenti rischi di deflazione nell'area euro.

Ma entrare in azione per fare cosa, in concreto?

Le opzioni disponibili sono diverse:

- un nuovo sportello per prestiti triennali alle banche (Ltro). Si tratta dell'iniziativa più semplice da prendere, ma anche di quella meno efficace: l'esperienza passata insegna che le banche hanno utilizzato le risorse (a bassissimo costo) non tanto per erogare credito all'economia, ma più che altro per lucrare gli interessi offerti dai titoli di stato (al momento peraltro assai ridotti);
- taglio del tasso di rifinanziamento. Il taglio, che potrebbe essere di 15 punti base, beneficerebbe soprattutto le banche meno solide, che fanno ampio uso del ricorso alla Bce, e l'impatto sul credito totale sarebbe quindi limitato;
- programma Abs. All'interno di un programma che molti pensano potrebbe essere di 50-60 miliardi, la Bce potrebbe acquistare *tranche* di cartolarizzazioni di prestiti bancari. Se le tranche da acquistare saranno quelle *senior* (AA ma soprattutto AAA), le difficoltà politiche di attivare il programma dovrebbero essere modeste, a fronte di un buon impatto in termini di (ri)apertura del mercato, cosa che interessa le banche ma anche le imprese;
- *multi-country outright monetary transactions* (Omt). Com'è noto, il programma di acquisto diretto di titoli a breve termine di paesi in difficoltà è al momento congelato, in attesa degli esiti del ricorso tedesco alla Corte di Giustizia Europea. Anche ove fosse possibile attivarlo

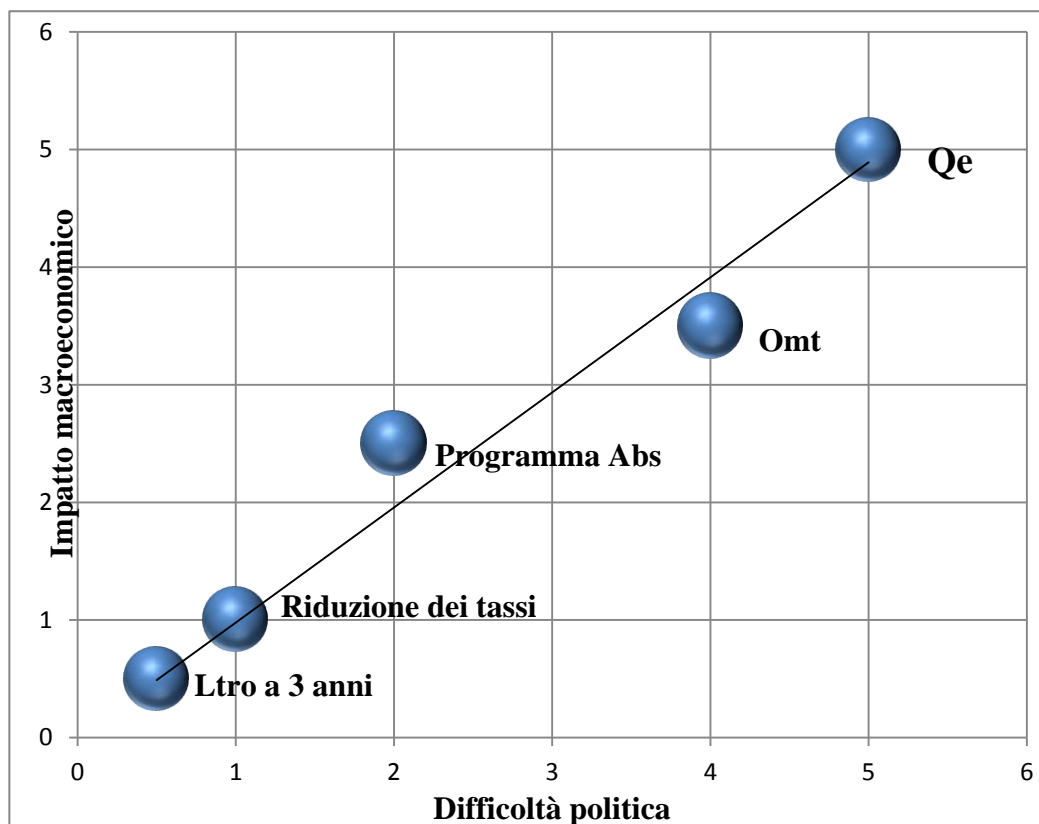


nel breve termine, Omt avrebbe tuttavia un impatto macroeconomico limitato, in considerazione del fatto che gli interventi Bce sarebbero “sterilizzati” (non vi sarebbe quindi creazione di nuova liquidità netta per l’area euro);

- *quantitative easing* (Qe). Per essere di dimensioni comparabili ai programmi realizzati negli Usa, in Giappone e nel Regno Unito, l’acquisto sul mercato secondario di titoli di stato, effettuabile ai sensi dell’art.18 dello statuto del sistema europeo di banche centrali, dovrebbe essere di circa 1.000 miliardi. Varare un programma di queste dimensioni incontrerebbe ovviamente notevoli resistenze, soprattutto da parte tedesca perché sancirebbe un cambiamento strutturale nel ruolo della Bce, ma non vi è dubbio che l’impatto antideflazionistico dell’iniziativa sarebbe garantito.

Da notare che le difficoltà “politiche” connesse con l’attivazione dei diversi strumenti derivano non solo da considerazioni “ideologiche” (è il caso del Qe), ma anche dalla distribuzione asimmetrica dei benefici: mentre nel Qe gli acquisti sarebbero probabilmente ripartiti fra i titoli dei vari paesi in proporzione alla loro partecipazione al capitale Bce (e quindi con grande impatto su Bund e Oat), nel programma Abs e nell’Omt il beneficio diretto maggiore lo avrebbero paesi più “periferici”.

Nel grafico che segue si visualizzano i *trade-off* fra difficoltà politiche e resa macroeconomica di ognuna delle cinque opzioni teoricamente disponibili:



2. Può darsi che in pratica la Bce cerchi di attuare la “politica del carciofo”, iniziando con le cose più semplici e proseguendo con le altre qualora non arrivino gli effetti desiderati.

Il programma Abs in termini comparativi è tuttavia l’opzione che presenta un rapporto migliore fra impatto macro e difficoltà politica.

Forse è anche per questo che Benoit Coeure, membro dell’*executive board* Bce, ha recentemente dichiarato che “*quello che la Bce vuole fare è cambiare i prezzi di mercato, più che aumentare la liquidità del sistema*”. E che Draghi ha enfatizzato il fatto che nel costruire un programma di acquisto di *asset* occorrerà tener conto del fatto che l’Eurozona è una “*bank-based economy*”.

Se il programma Abs prenderà vita, il contesto nel quale opererà sarà un mercato che, colpito duramente da enormi problemi reputazionali (le cartolarizzazioni sono state accomunate ai derivati nella responsabilità di aver originato la crisi finanziaria globale iniziata nel 2008), si è ridotto drasticamente nelle sue dimensioni. Le emissioni annue, arrivate ad essere circa 700 miliardi nel 2008, sono state inferiori a 200 miliardi nel 2013, e ad oggi lo stock di operazioni Abs originate nell’area euro supera di poco i 1.000 miliardi. La tipologia assolutamente predominante (60% del totale) è quella delle cartolarizzazioni di mutui immobiliari (Rmbs); seguono le cartolarizzazioni dei crediti al consumo (17%) e quelle dei prestiti alle piccole e medie imprese (11%) (*Fonte: Afme*). Un programma di acquisti di 50-60 miliardi (da notare che in questo caso la Bce potrebbe operare anche sul mercato primario) potrebbe avere un notevole impatto (40-50 punti base) in termini di compressione degli spread.

Poi, specialmente ove la Bce si focalizzasse sulle operazioni Pmi e credito al consumo, ci sarebbe un risvolto positivo specificamente italiano.

L’Italia infatti rappresenta in questi settori circa il 30% del mercato dell’area euro (segue la Spagna, con circa il 25%), e quindi trarrebbe un beneficio particolarmente rilevante dall’intervento della Bce. In un paese come il nostro, nel quale storicamente il finanziamento delle imprese avviene quasi esclusivamente attraverso prestiti bancari, il supporto della Bce potrebbe inoltre essere importante nell’aprire la strada per maggiori emissioni obbligazionarie *corporate* (*mini* e non). E se questo succedesse forse un giorno dovremo persino spendere una parola di apprezzamento per le cartolarizzazioni, operazioni che negli ultimi anni abbiamo bollato come autentico “sterco del demonio”.

