



N° 308

9 MARZO 2015

## **IL CREDITORE HA UN COSTO, IL DEBITORE HA UN RICAVO VI SEMBRA NATURALE?**

**di Giovanni Palladino**

Oggi inizia il programma di “Quantitative Easing” (QE) della Banca Centrale Europea (BCE), che fornirà 60 miliardi di euro al mese (sino al settembre 2016) alle banche dell’eurozona. Si tratta di un generoso prestito a tasso zero che ha l’obiettivo di stimolare la ripresa economica in Europa (ma si noti bene: il prestito non è a fondo perduto: un giorno - non si sa quando - dovrà essere restituito dalle banche alla BCE). Allo stesso tempo la Banca Centrale dovrà acquistare sui mercati finanziari titoli di Stato europei e altre obbligazioni europee per un importo analogo di 60 miliardi al mese. Ma a una condizione: il rendimento massimo negativo di questi acquisti non deve superare lo 0,2% all’anno.

Rendimento negativo? È mai possibile? Sì, perché con l’arrivo del QE è stata smentita una prassi dell’economia creditizia e finanziaria, dove chi eroga un prestito riceve un ricavo periodico e chi riceve un prestito paga un costo. La grande “innovazione” è che grazie al QE può anche avvenire che il creditore finisca per avere un costo e il debitore un ricavo. Infatti, se un investitore acquista un titolo obbligazionario a un prezzo superiore a quello finale di rimborso, può subire una minusvalenza di capitale superiore all’importo degli interessi incassati. E il debitore può alla fine rimborsare il prestito con un guadagno, perché rimborsa un importo inferiore al capitale ricevuto.

È quanto sta avvenendo in Germania, dove l’ultima emissione di titoli di Stato a 5 anni è stata venduta con un rendimento finale (negativo per gli investitori e positivo per il Tesoro tedesco) dello 0,08% all’anno. Ma sul mercato finanziario, dove si scambiano le vecchie emissioni dei titoli di Stato europei, ben 88 titoli (pari a un importo di 1.900 miliardi di euro) sui 346 titoli, che compongono l’Indice Bloomberg, mostrano un rendimento negativo, perché hanno un prezzo talmente alto che - se mantenuti in portafoglio sino alla loro scadenza - gli interessi incassati non copriranno la minusvalenza subita sul capitale investito (se compro a 105 e vengo rimborsato a 100, la minusvalenza di 5 potrebbe risultare superiore agli interessi incassati).





**È la naturale conseguenza del crollo dei tassi d'interesse (ormai pari o vicini allo zero) sul mercato obbligazionario europeo, crollo avvenuto negli ultimi mesi per l'annuncio ufficiale dell'arrivo del QE, che aumenterà sensibilmente la domanda di titoli e quindi le loro quotazioni.**

**Ma chi è l'inventore di questo "miracolo" (per il debitore) e "disgrazia" (per il creditore)? È il Prof. Ben Bernanke, studioso della "Grande Crisi" degli anni '30. A suo parere quella lunga depressione non vi sarebbe stata, se la Banca Centrale Usa - invece di ridurre la liquidità in circolazione - avesse attuato subito il QE. Soluzione che Bernanke propose nel 2001 al governo giapponese, quando fu assunto come consulente economico della Banca Centrale del Giappone (BOJ).**

**Le banche giapponesi si videro così inondare in pochi anni di una enorme liquidità aggiuntiva (pari a \$250 miliardi), che tuttavia ritornò in gran parte nelle casse della BOJ (alla voce "riserve in eccesso" del sistema bancario), perché le imprese e le famiglie giapponesi non mostrarono una gran propensione a richiedere prestiti bancari per il perdurante clima recessivo. In gergo si dice: il cavallo non vuole bere. Quindi nel marzo 2006 la "cura Bernanke" fu interrotta, perché non aveva motivato il cavallo a bere.**

**Nel 2007 Bernanke fu eletto al vertice della Banca Centrale Usa (la famosa FED) e un anno dopo - allo scoppio di un'altra "Grande Crisi" - egli riprese la cura da lui suggerita senza successo ai giapponesi. Il QE americano dapprima puntò a salvare dal fallimento le grandi banche d'investimento (o, meglio, di pura speculazione finanziaria) e poi a dare una forte spinta alla ripresa economica negli Stati Uniti.**

**Così in soltanto sei anni la FED ha erogato nuova liquidità alle banche Usa per ben \$3.900 miliardi, ma non tutta è finita a sostegno dell'economia reale. Infatti, al 4 marzo 2015 le banche americane risultano aver depositato presso la FED come "riserva obbligatoria" \$99 miliardi e come "riserve in eccesso" (cioè non utilizzate in prestiti bancari alle famiglie e alle imprese) ben \$2.426 miliardi! Nel 2007 queste riserve erano pari a zero...**

**Ciò vuol dire che il 62% del QE Usa si trova sterilizzato nelle casse della Banca Centrale. Ma allora perché si dice che il QE (dopo il fallimento in Giappone) è stato "miracoloso" per l'economia Usa, dove il tasso di disoccupazione è sceso al 5,5%? Questa cifra è vera, ma è poco noto che la discesa è dovuta in gran parte a un aumento dell'occupazione precaria a basso costo e, soprattutto, è poco noto che dal 2007 al 2014 il numero dei lavoratori americani "full time" si è ridotto da 121,1 a 116,4 milioni e che il tasso di partecipazione della popolazione attiva al mondo del lavoro si è ridotto dal 67,2% al 62,8%.**





Ma non si dice da mesi che l'occupazione è in aumento grazie al QE? Sì, ma non si dice quanti americani hanno lasciato il mondo del lavoro a causa dei licenziamenti e dei pensionamenti. In pratica si segue il “metodo Renzi”, che giorni fa ha dichiarato: “L'ENI ha assunto 300 nuovi lavoratori!”. Ma Renzi non ha precisato che nello stesso tempo l'ENI ne ha licenziati 2.500...

La verità è che le conseguenze più importanti (e pericolose) della politica monetaria ultraespansiva adottata dal Giappone e dagli Stati Uniti sono state:

- un “boom” artificiale della Borsa di Tokyo e di Wall Street;
- un crollo dei tassi d'interesse che ha favorito quel “boom”;
- un forte aumento dell'attività speculativa sui mercati finanziari, come naturale conseguenza della politica monetaria “accomodante” delle Banche Centrali;
- un forte aumento dei prestiti al consumo (soprattutto per l'acquisto di auto) erogati per lo più a famiglie con basso reddito;
- l'avvio di una pericolosa “guerra delle monete”, molte delle quali puntano a svalutarsi (euro, yen, yuan, sterlina) per guadagnare maggiore competitività nei confronti del dollaro, sotto il quale si sta tuttavia innescando la “bomba” di un debito pubblico e privato alla lunga insostenibile per la più importante valuta di riserva internazionale quale è il dollaro.

Presto il vero “spread” da osservare sarà quello fra i “Treasury bonds” Usa a 10 anni e il “bund” decennale tedesco, “spread” ora giunto a quasi 200 punti, cioè pari a più del doppio di quello italiano e spagnolo, e quasi pari al doppio di quello portoghese! Nessuno si chiede perché i rendimenti dei titoli del Tesoro Usa stanno salendo insieme al tasso di cambio del dollaro? Sono due valori che non dovrebbero procedere nella stessa direzione: se uno sale, l'altro dovrebbe scendere e viceversa.

La risposta sta nelle seguenti cifre: al 31 dicembre 2014 il debito pubblico Usa di \$18.010 miliardi (più che raddoppiato con Obama) era coperto per il 36,6% dalla FED e da altre Banche Centrali (soprattutto la cinese e la giapponese), per il 33,6% da investitori privati e per il 29,8% da enti pubblici statunitensi.

Ciò significa che BEN DUE TERZI del debito è finanziato da mani PUBBLICHE e solo UN TERZO da mani PRIVATE, che evidentemente non si fidano molto della credibilità finanziaria dello zio Sam. E ora inizia a non fidarsi neppure il più grande creditore straniero degli Stati Uniti, la Bank of China, che dallo scorso anno ha iniziato a non comprare più i titoli del Tesoro Usa con lo stesso “entusiasmo” di un tempo:





nel dicembre 2013 la Cina possedeva \$1.270 miliardi di questi titoli, importo sceso a \$1.244 miliardi nel dicembre 2014, pur continuando ad essere molto alto il suo surplus commerciale con gli Stati Uniti.

Pertanto la risposta alla domanda (“perché il costo dei titoli pubblici Usa sta salendo, mentre quello dei titoli pubblici dell’eurozona sta scendendo?”) è la seguente: la FED ha deciso lo scorso ottobre di chiudere le operazioni di QE, mentre la BCE le fa partire oggi. Ne consegue che il Tesoro Usa non ha più il sostegno della mano pubblica (cioè della FED e ora anche della Bank of China), mentre i titoli in euro...

Adesso sembra che la FED voglia “minacciare” di alzare a giugno - dopo ben sette anni - il livello dei tassi d’interesse. Ma gli speculatori di Borsa urlano: **NON FARLO!** È evidente che ormai la Fed è “prigioniera” di Wall Street. Ma è soprattutto evidente che “stampare” credito per le banche con il QE serve poco all’economia reale, se poi le banche lo restituiscono alla Banca Centrale facendo aumentare le “riserve in eccesso” o se lo utilizzano solo per comprare titoli di Stato.

Temo che lo stesso avverrà con il QE della BCE. Il cavallo tornerà a bere solo quando si creeranno le condizioni favorevoli per gli investimenti da parte delle imprese: meno risorse finanziarie bruciate dal settore pubblico dell’economia e meno risorse a disposizione di una selvaggia speculazione finanziaria, che andrebbe abolita per legge. Sino a oggi la storia dimostra che il QE è servito per lo più ad aggravare - in Giappone e negli Stati Uniti - entrambi i suddetti difetti. Chi continua a credere che il QE sia “miracoloso”, potrebbe presto restare deluso. Gli artifici contabili alla lunga non pagano.

