

Idee da Draghi

L'esempio storico del fiorino olandese, le quantità illimitate del Qe e il "no" ai titoli dubbi

Oggi il dollaro americano è la valuta di riserva mondiale. Prima lo era la sterlina inglese. Ancor prima il fiorino olandese. La storia della caduta del fiorino olandese nel 1795 è di particolare interesse per i giorni nostri. Si trattava innanzitutto di uno dei primi esempi di moneta fiduciaria, cioè di moneta senza valore intrinseco come quelle odierne. Il fiorino olandese scomparve dalla circolazione a seguito delle forti perdite di capitale della Banca di Amsterdam – la Banca centrale del tempo – dovute alle insolvenze sui prestiti dati alla Compagnia delle Indie orientali. Prestiti che erano proibiti dallo statuto della banca. Raccontata in questi termini, la caduta del fiorino olandese è un asso in mano a Jens Weidmann, il presidente della Bundesbank, per dire "no" al Quantitative easing (Qe), o allentamento quantitativo, della Bce. Non è così. Anzi è un episodio storico utilissimo per capire come fare un Qe di successo.

Ho infatti omesso un dettaglio non irrilevante. Il punto critico che spiega le difficoltà in cui si trovò la Banca di Amsterdam era nel rapporto asimmetrico che aveva con la città di Amsterdam – il corrispettivo del tempo dello stato odierno. Durante periodi di vacche grasse, la Banca trasferiva i suoi cospicui profitti alla città. Nelle difficoltà la città si rifiutò di ricapitalizzarla, eccetto un timido tentativo nel 1791-'92.

Anche oggi le Banche centrali moderne trasferiscono i loro profitti ai rispettivi governi, così fa la Bce tramite le banche nazionali. Il processo inverso, la pronta ricapitalizzazione in caso di perdite, non è ovvio e non lo è neanche per l'Europa.

Il punto più importante per un Qe di successo è nel definire chiaramente chi sopporterà le eventuali perdite della Bce sugli acquisti dei titoli. Occorre qui sottolineare come queste perdite – che potrebbero essere solo teoriche – non derivano solamente da eventi creditizi come il default o una ristrutturazione, ma possono essere semplice conseguenza dei movimenti dei tassi d'interesse che fanno variare il valore di mercato dei titoli e che si possono riflettere, a seconda della contabilità utilizzata, nei profitti o perdite della Banca centrale.

L'esempio che la Bce dovrebbe seguire in ogni dettaglio è quello del recente Qe della Banca d'Inghilterra che per l'acqui-

sto di titoli ha costituito assieme al Tesoro inglese un fondo finanziato interamente da una linea di credito della Banca d'Inghilterra stessa, ma i cui profitti e perdite sono esclusivamente a beneficio o danno del Tesoro. Non è certo di facile imitazione per l'Europa, ma è in questa direzione che deve lavorare l'abilità politica di Draghi.

Ci sono altri importanti cardini da seguire per avere un Qe di successo.

Deve essere potenzialmente illimitato nella direzione di raggiungere l'obiettivo di inflazione del 2 per cento. Non si può condizionarne la dimensione a particolari target sul bilancio della Bce sia quantitativi che storici, come si è accennato incautamente in alcune conferenze Bce. L'obiettivo di queste operazioni è riportare l'inflazione dell'area euro ai livelli del mandato. E' il mandato stesso che condiziona la dimensione degli acquisti e quindi questi potrebbero essere potenzialmente illimitati.

Il Qe deve anche essere ad ampio spettro rispetto al tipo di attività da acquistare, non solo titoli del debito pubblico. Tuttavia il rischio di credito deve essere limitato e in questo caso deve continuare a valere il principio del buon grado di solvibilità dei titoli valutata sotto condizioni normali, come è richiesto quando le Banche centrali agiscono come prestatrici di ultima istanza. Va comunque ben distinto l'obiettivo macroeconomico del Qe in termini di inflazione da quello delle operazioni di prestatore di ultima istanza che sono operazioni esclusivamente finalizzate a prestare ad agenti economici con problemi di liquidità.

La linea di demarcazione fra Qe e operazioni da prestatore di ultima istanza è tuttavia di particolare interesse per l'Europa. Non tutti i titoli del debito pubblico devono essere acquistati ma solo quelli dei paesi le cui finanze sono in grado di garantirne un'adeguata solvibilità. Per gli altri, si alzeranno nuovamente gli spread costringendoli, se vorranno rimanere in Europa, ad accettare le condizionalità imposte dalle operazioni Omt della Bce (quelle annunciate nel settembre 2012), che sono proprie del ruolo di prestatore di ultima istanza.

Implicitamente nel Qe europeo, Draghi ha in mano non solo uno strumento per far uscire l'Europa dalla stagnazione ma anche gli assi giusti per far convergere l'Europa verso un'unione più omogenea.

Pierpaolo Benigno

