

Dalla Bce, tassi fermi ma importanti novità

Tra i temi della riunione di ieri, l'esclusione di uno scenario deflativo e la volontà di rivitalizzare l'erogazione di nuova liquidità alle banche

/ Stefano PIGNATELLI

La Bce, come ampiamente scontato, **non ha modificato il corridoio dei tassi**, con il “refi” fermo al minimo storico dello **0,25%** da novembre scorso, il “depo” a **zero** (tasso con cui la Bce remunera i depositi delle banche) e il **rifinanziamento marginale** allo **0,75%** (tasso applicato dalla Bce alle banche per tiraggi “extra fido”).

Gli operatori che avevano scommesso che la **bassa inflazione** potesse persuadere la Bce a **tagliare i tassi** o ad agire con **altre misure espansive**, è stato **deluso**. Draghi conferma di non essere assolutamente preoccupato dalla bassa inflazione di questo periodo (**0,8%** tend. a febbraio) e prevede che nei prossimi mesi possa rimanere a questi livelli, per poi gradualmente risollevarsi: le stime fornite oggi indicano l'**1,1%** per il **2014**, l'**1,3%** per il **2015** e l'**1,5%** per il **2016**.

Inoltre, l'inflazione bassa è da imputarsi anche a un **euro forte**: viene stimato che dal 2012 fino ad ora il cambio abbia assorbito circa mezzo punto di inflazione. In sostanza, lo **spettro della deflazione non** sembra essere contemplato dalla nostra banca centrale come scenario **plausibile**.

Anche se la Bce si dice pronta ad intervenire con le misure necessarie qualora le circostanze lo richiedessero, per ora sembra essersi chiusa una porta a nuove misure, a meno di **peggioramenti sul fronte ucraino** che mettano a dura prova la stabilità finanziaria.

È stata confermata la cosiddetta forward guidance della banca centrale, con la previsione di tassi ai livelli attuali, o inferiori, per un periodo di tempo prolungato (seguì tassi, rendimenti governativi, costo del funding, spread su finanziamenti su www.aritma.eu).

Per quanto riguarda le **previsioni di crescita**, sono state **ritoccate al rialzo**, con il Pil 2014 atteso all'**1,2%**, all'**1,5%** per il 2015 e all'**1,8%** per il 2016.

La reazione dei mercati non si è fatta attendere sia sui tassi sia sull'euro, che si è rafforzato toccando i massimi del 2014 contro Dollaro (**Eurousd a 1,3857**).

Sui **Bund** l'impatto è misurabile in un ritocco all'insù di circa **5 centesimi** (Bund 10 all'**1,66%**); questa volta anche la parte breve della curva dei rendimenti tedesca si è increspata, proprio perché la scommessa di una parte degli operatori aveva spinto nei giorni scorsi i rendimenti verso il basso incorporando un taglio dei tassi Bce. I **tassi Irs**, legati a doppio filo all'andamento del Bund (titolo “free risk”) si sono mossi in modo analogo, con l'**Irs 10** che torna all'**1,9%**, il **5 anni** all'**1,05%** e il **3 anni** allo **0,65%**.

Le attese sull'**Euribor 3 mesi** sono solo leggermente salite sulle scadenze 2014 e 2015, mentre più ampio il rialzo sulle scadenze successive. Le attese vedono l'Euribor 3 mesi dal-

lo **0,29%** rimanere fermo per un anno e poi gradualmente salire allo **0,5%** per **fine 2015**.

Infine, i **Btp** rimangono **ben impostati** (rendimento del decennale al **3,4%**) e il movimento all'insù dei Bund è stato solo leggermente seguito dai nostri governativi, con lo *spread* che quindi si è ridotto a **174 basis points**.

Le novità non trascurabili emerse dalla riunione Bce riguardano, oltre all'esclusione di uno scenario deflativo e di un'inflazione che riprenderà a salire verso l'obiettivo del **2%**, le altre misure non convenzionali a sostegno della liquidità.

In particolare è stato sottolineato l'**effetto limitato** dello **stop** alla **sterilizzazione della liquidità** generata dal programma di acquisto di Bond “**SMP**” (*Securities market program*). I benefici di tale misura sarebbero relativamente limitati data la breve scadenza dei bond attualmente presenti nel portafoglio e quindi l'iniezione di liquidità durerebbe solo per un periodo di tempo breve, sicuramente inferiore all'anno.

La Bce invece, sembra sempre più determinata a **rivitalizzare** il mercato delle **cartolarizzazioni**, l'erogazione di **nuova liquidità** alle banche vincolata alla concessione di nuovo credito (come ha fatto con successo la Banca d'Inghilterra) e il *quantitative easing*. In sostanza, tutte quelle misure volte a favorire la trasmissione all'economia reale degli stimoli monetari.

Si ricorda che il Securities Market Program (SMP) rappresenta uno dei primi strumenti di **politica monetaria** non convenzionale utilizzati dalla Bce per far fronte alla crisi del debito sovrano dell'area euro. Fu introdotto nel **maggio del 2010** dopo l'esplosione della crisi greca.

La Bce ricorse all'**acquisto di titoli** di Stato su **mercati secondari** per finanziare in modo indiretto i debiti sovrani e contenere il premio al rischio sui loro titoli. Attraverso tale programma, la Bce acquistò obbligazioni di Irlanda, Grecia, Spagna, Portogallo e Italia pari a un totale di circa **218 miliardi**. L'Italia risulta aver ricevuto finanziamenti per **102,8 miliardi**, di gran lunga maggiori rispetto agli altri stati della periferia europea. L'ultima operazione avvenne ad **inizio 2012** e il programma fu concluso definitivamente nel settembre dello stesso anno, quando fu a sua volta introdotto l'**OMT** (*Outright Monetary Transactions*). Si tratta di acquisti di titoli con maturità di **1-3 anni** sul mercato secondario. Le finalità sono simili al SMP, ma l'**importo** degli acquisti **non ha limiti** e la decisione di intervenire è condizionata all'approvazione del programma europeo di assistenza finanziaria *European Financial Stability Facility* (EFSF), poi *European Stability Mechanism* (ESM).