

Per la Bce il bilancio triplica in 10 anni e vale il 68% del Pil

Il quadro. Il «whatever it takes» di Draghi e la battaglia per l'euro hanno cambiato mercati, economia reale e sistema bancario. Chiusa l'epoca dei rendimenti sotto zero ma gli effetti dureranno a lungo

L'intervento ha evitato il credit crunch con indubbi benefici per le famiglie e le imprese europee
Maximilian Cellino

Non solo spread. La brusca riduzione dei rendimenti obbligazionari, in particolare nella «periferia» dell'Eurozona, è forse l'eredità che più salta all'occhio del celebre *whatever it takes*, almeno per noi italiani. I riflessi del discorso pronunciato da Mario Draghi esattamente dieci anni fa sono però andati ben oltre nell'area euro: hanno sostenuto l'economia, rimodellato il settore bancario, incrementato l'emissione di debito (pubblico e privato) e dato più stabilità ai mercati.

Punto cardine della trasmissione è un bilancio, quello Bce, che è triplicato dai 3 mila miliardi di euro del luglio 2012 (circa il 30% del Pil dell'Eurozona) ai 9 mila miliardi del gennaio 2022 (68% del Pil). Un risultato questo dovuto per l'80% agli acquisti netti condotti attraverso i diversi programmi portati avanti dall'Eurozona a partire dal marzo 2015 e per il restante 20% all'avvio dal 2014 delle operazioni di rifinanziamento Tltro a tassi di favore per le banche e finalizzate proprio alla concessione di credito, ma soprattutto con riflessi ad amplissimo raggio.

Nel decennio successivo a quel luglio 2012 si è infatti registrato un significativo ridimensionamento della volatilità sui mercati. Se il drastico calo dei tassi obbligazionari (con rendimenti per la prima volta addirittura negativi, non solo per il debito sovrano dei Paesi più affidabili) è evidente a tutti e si accompagna ad analoghi movimenti nel mondo, S&P Global Ratings fa notare anche come dal 2012 in poi per l'azionario la chiusura me-

di giornaliera dell'indice di volatilità VSTOXX40 sia stata di 20,4 punti rispetto ai 25 del decennio precedente. Lo stesso euro, obiettivo principale delle parole di Draghi, «è stato ampiamente più stabile, grazie anche all'ampia fiducia del mercato nel fermo impegno della Banca centrale».

Ancora più chiare sono le conseguenze nel mondo del credito, dove il miglioramento delle condizioni di finanziamento è stato generale e si è evitato il temutissimo *credit crunch*. Pur con sviluppi a macchia di leopardo fra aree geografiche i progressi in questo campo sono stati indubbi: nel periodo 2016-2021 la crescita media annua dei prestiti è stata di circa il 3% ed è andata soprattutto a vantaggio delle Pmi, che insieme alle famiglie hanno potuto avvantaggiarsi da condizioni di finanziamento più accomodanti. I benefici si sono estesi anche delle stesse banche, la cui qualità degli attivi è sensibilmente migliorata. Il tasso di insolvenza sui prestiti, aumentato all'inizio della crisi economica del 2011-2012, ha iniziato a invertirsi e il livello dei crediti deteriorati è sceso a livello continentale dal 7% al 2% in rapporto al totale.

E analoghi, se non addirittura superiori, sono stati i progressi sul mercato dei capitali, dove gli emittenti corporate hanno beneficiato di un calo dei rendimenti che ha coinvolto tutte le categorie di rischio. Se dal 2002 al 2011 l'emissione media annua totale di obbligazioni societarie era stata di 580 miliardi, ricorda S&P Global Ratings, nei successivi 10 anni si è saliti a 833 miliardi, con un picco di circa mille miliardi nel 2021. Il tutto mentre il tasso di insolvenza si stabilizzava su livelli storicamente ridotti anche fra i titoli a più alto rischio a una media del 2,08% a fine 2019, prima di

risalire a causa della recessione pandemica per toccare un picco del 6% comunque significativamente inferiore ai livelli di default a due cifre raggiunti nelle precedenti recessioni.

A uscire radicalmente trasformato è stato tuttavia l'intero sistema del credito: indubbiamente più solido quando si guarda agli attivi delle banche, ma anche più vulnerabile se si pensa alla loro ridotta capacità di creare profitti. Il margine di interesse netto degli istituti europei è sceso in media dall'1,55% del 2014, anno di introduzione dei tassi negativi, all'1,25% del 2021. Di qui il tentativo affannoso di diversificare le fonti di reddito - con alterni risultati, visto che il margine di interesse rappresenta ancora il 54,2% del reddito totale - oltre che di contenere i costi, senza però migliorare l'efficienza complessiva, dato che il rapporto con i ricavi è aumentato dal 60,5% al 64,3% fra il 2015 e il 2021.

Non solo allora, quindi, per un processo che negli ultimi mesi ha subito un'inversione significativa come è evidente con il termine dei programmi di riacquisto e con l'aumento da 50 punti base deciso proprio questa settimana dalla Bce. Se è inevitabile che la svolta incida in qualche misura sul mercato dei capitali e più in generale sulle condizioni di accesso al credito di famiglie e imprese (oltre che spingere di nuovo la redditività delle banche) c'è da credere anche che il processo di normalizzazione della politica monetaria richieda tempo. «Potrebbe essere necessario un altro decennio per ridurre il bilancio attuale di un importo sostanziale», avverte S&P. L'eredità del *whatever it takes* di Draghi sarà insomma lunga e probabilmente impossibile da cancellare. E forse anche per questo è opportuno custodirla con la massima cura.

20,4

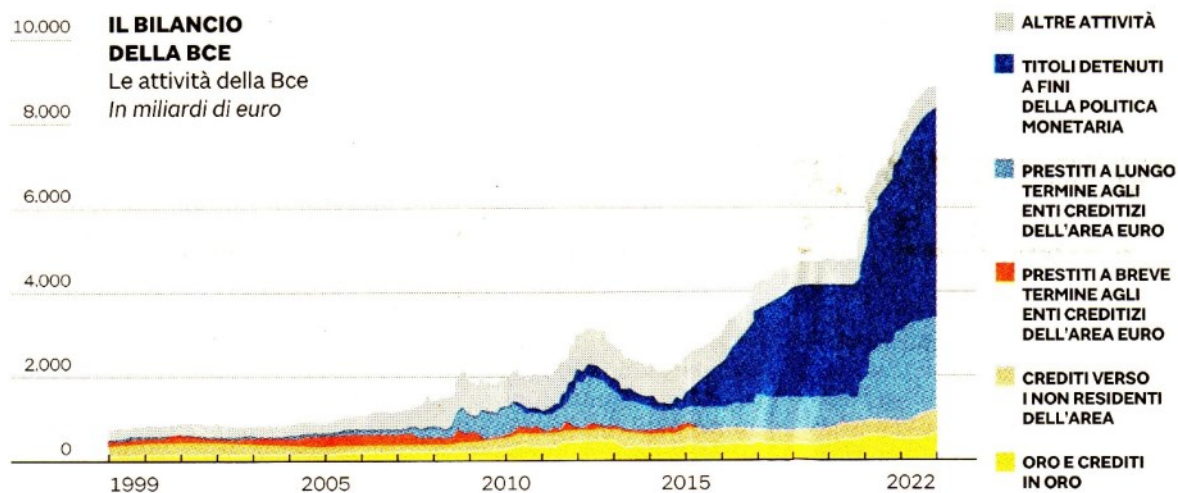
L'INDICE DELLA VOLATILITÀ

Le politiche della Bce sotto la guida di Draghi hanno avuto anche l'effetto di ridimensionare la volatilità in Borsa. S&P Global Ratings fa notare come

dal 2012 in poi per i listini azionari la chiusura media giornaliera dell'indice di volatilità VSTOXX40 sia stata di 20,4 punti rispetto ai 25 del decennio precedente.



Le operazioni della Banca centrale e i loro effetti



Fonte: S&P Global ratings