

Servizio Segreteria particolare del Direttorio e comunicazione  
Divisione Stampa e relazioni esterne

**Börsen-Zeitung 20.2.2016 – Intervista a Ignazio Visco: “Non ci sono tabu”** (Mark Schrörs e Thesy Kness-Bastaroli, p.5)

**BZ: Governatore Visco, in considerazione delle recenti turbolenze sui mercati finanziari globali e, in particolare, della ‘svendita’ dei titoli bancari europei, alcuni operatori di mercato danno ormai per scontato che la BCE a marzo adotterà altre misure espansive. Le speculazioni su cosa potrebbe fare stanno aumentando fortemente. Ciò non La mette a disagio?**

Visco: Per me il fattore decisivo non sono le aspettative dei mercati, ma la situazione macroeconomica. I rischi per la crescita e per l’inflazione nell’Eurozona, che avevamo già identificato a dicembre, sono chiaramente aumentati. Pensate, ad esempio, al ‘vento contrario’ che viene dai paesi emergenti. Ora i mercati temono che la crescita potrebbe rallentare anche altrove, ad esempio negli USA. Il timore di una crescita più debole in futuro ha anche alimentato preoccupazioni che la redditività delle banche possa calare, e ciò in un contesto in cui anche i requisiti patrimoniali sono più elevati. Ciò spiega gran parte della volatilità dei mercati.

**E le aspettative nei confronti della BCE non La preoccupano? Anche a dicembre erano molto elevate e in parte sono state deluse, e ciò ha provocato forti turbolenze sui mercati finanziari internazionali.**

In passato le aspettative su ciò che avrebbe potuto fare la BCE sono state talvolta eccessive. Attualmente stiamo rivalutando i rischi per l’inflazione e le aspettative sulla sua evoluzione futura, poi decideremo cosa fare. In ogni caso siamo sempre stati molto chiari su un punto: faremo tutto ciò che è necessario, nell’ambito del nostro mandato, per garantire la stabilità dei prezzi, ovvero per ottenere un tasso d’inflazione inferiore, ma vicino al 2% nel medio termine. Ciò vale per marzo ma anche successivamente. A mio avviso, però, gli operatori di mercato sono attualmente più preoccupati delle prospettive di crescita in Europa che non della politica della BCE.

**Secondo Lei i timori sui mercati sono giustificati oppure esagerati?**

Alcune oscillazioni dei mercati sembrano molto lontane rispetto a ciò che sarebbe ragionevole in base ai fondamentali. Questo non significa, però, che siano totalmente incomprensibili. Può darsi, ad esempio, che le aspettative sul ROE che le banche potranno conseguire in futuro, fossero esagerate. A ciò si aggiunge la percezione di problemi specifici in alcuni paesi, come in Germania con Deutsche Bank o in Italia con Monte dei Paschi di Siena. Esistono esagerazioni e preoccupazioni. Queste ultime, in ogni caso, vengono affrontate: dalle banche e dalle autorità di Vigilanza.

**Parliamo ancora un momento della situazione macroeconomica: attualmente Lei vede rischi di una vera e propria deflazione nell’Eurozona?**

Grazie alla politica monetaria adottata dall’Eurozona non abbiamo deflazione. Senza gli strumenti espansivi, senza il QE, a mio avviso saremmo finiti nella deflazione. Ora esistono due grandi rischi: il primo è che le aspettative di inflazione perdano l’ancoraggio, cioè che i cittadini perdano la fiducia nella capacità della BCE di riportare il tasso di crescita dei prezzi al 2% nel medio termine; e, ovviamente, la credibilità della BCE è d’importanza fondamentale. L’altro rischio sono gli effetti di secondo impatto, anche sui salari, visto che da troppo tempo l’inflazione è davvero troppo bassa.

**Un indicatore molto usato nella BCE, quello delle aspettative inflative che i mercati avranno tra cinque anni e per i successivi cinque anni, è sceso a un record storico; è addirittura inferiore al livello precedente all’avvio del QE.**

Questo indicatore è importante per noi e dobbiamo monitorarlo con molta attenzione, ma consideriamo una serie di indicatori. Non direi che le aspettative di inflazione siano attualmente a un livello drammatico. La situazione è sotto controllo. Dobbiamo però essere molto cauti: è difficilissimo cambiare le aspettative una volta che queste sono scese fortemente. Bisogna quindi intervenire prima che ciò avvenga. Agire preventivamente e in modo aggressivo può consentire di dover fare meno rispetto a quanto si sarebbe dovuto fare agendo troppo tardi.

***Ciò vale anche per gli effetti di secondo impatto su prezzi e salari? Al momento esiste questo rischio?***

Innanzitutto, com'è stato recentemente osservato, vi è attualmente a livello globale una combinazione di forze che "cospirano" a tenere l'inflazione bassa, tra cui soprattutto il prezzo del petrolio. In linea di principio non dobbiamo reagire direttamente a ognuna di esse. Vedo però che si sta materializzando il rischio di effetti di secondo impatto, anche perché la *core inflation*, che esclude energia e generi alimentari, è anch'essa lontana da ciò che consideriamo in linea con la stabilità dei prezzi. Esistono, ad esempio, già ora dei contratti di lavoro con una clausola che permette una revisione degli aumenti salariali, se l'inflazione dovesse risultare inferiore del previsto. E poi dobbiamo dissipare l'idea che non abbiamo più strumenti per contrastare l'inflazione troppo bassa. E' vero il contrario: nel lungo termine inflazione e deflazione sono sempre fenomeni monetari. Abbiamo ancora una serie di strumenti a disposizione e potremmo crearne altri, se fosse necessario.

***E' quanto afferma regolarmente anche Draghi. Ma ha davvero senso ridurre ulteriormente i tassi di deposito, già ora negativi, in un periodo in cui gli investitori sono preoccupati per la scarsa redditività delle banche? Un tasso di deposito più negativo equivale a una 'tassa' più elevata sui depositi delle banche presso la BCE e si ripercuote negativamente sulla redditività.***

Dipende. Si potrebbe farlo in diverse maniere...

***... ad esempio una specie di tasso progressivo?***

Le possibilità sono tante e bisogna considerarle tutte. In ogni caso i tassi negativi sono una cosa strana, non credo che possiamo utilizzarli in eterno. Al momento però hanno uno scopo specifico: indurre le banche a usare la liquidità per offrire credito. Ovviamente serve anche la domanda: la politica monetaria accomodante è utile anche sotto questo profilo, perché migliora le condizioni generali per l'economia reale.

***L'altro strumento ben noto è il programma di QE. All'inizio di dicembre il Governing Council ha deciso di estendere gli acquisti oltre settembre 2016, fino a marzo 2017, ma ciò non molto impressionato i mercati. Stavolta bisognerà aumentare il volume degli acquisti per ottenere maggiore effetto?***

Prendo atto del vostro suggerimento.

***E cosa ne pensa?***

Ovviamente non vi posso dire cosa faremo. In ogni caso, sapete bene che non sono riluttante quando si tratta di usare questo strumento. Come già detto, penso che a volte essere aggressivi è necessario. Fin dall'inizio abbiamo sempre sottolineato che il programma non è limitato nel tempo e che dipende dal raggiungimento dell'obiettivo, ovvero la stabilità dei prezzi. Vedremo come sarà la situazione a marzo, poi decideremo cosa comprare, quanto, e per quanto tempo.

***Draghi afferma sempre che all'interno del suo mandato non esistono limiti per la BCE. Ma non crede che le divergenze d'opinione nel Governing Council di fatto siano un limite? Alcuni Governatori sembrano contrari all'idea di riversare troppi rischi sul bilancio della BCE.***

Nel Governing Council c'è molto più accordo di quanto non pensiate; e sicuramente molto più di qualche anno fa. C'è consenso sul fatto che possiamo fare di più, se fosse necessario. In ogni caso, al momento il rischio principale da minimizzare non è il bilancio della BCE ma il rischio macroeconomico, che si ripercuote su esso. Ciò non significa che non teniamo conto dei rischi finanziari del bilancio, ma al momento quello macroeconomico è il rischio numero uno.

***Nell'ambito del QE l'Eurosistema compra titoli in base alle quote di capitale della BCE, quindi in gran parte titoli tedeschi. Molti osservatori sostengono che sarebbe più efficace abbandonare tali percentuali. O è forse un tabù?***

Penso che non esistano tabù. Questi dibattiti li abbiamo avuti prima dell'avvio del QE, anche tra me e Jens Weidmann. Alla fine abbiamo raggiunto un compromesso: un programma più esteso, ma con maggiore responsabilità delle BCN. Per noi va bene. In tal modo facciamo profitti più elevati e riusciamo a gestire i rischi. In linea di principio, però, penso che riattribuire un ruolo maggiore alle banche centrali nazionali rappresenti un passo indietro per la politica monetaria comune.

***Il QE è iniziato nel marzo 2015, tra poco compirà un anno, ma l'inflazione rischia di nuovo di scendere sotto zero, e la crescita resta fragile. Sembra che non sia stato un grande successo, non è vero?***

Il programma è stato molto efficace. Se ora abbiamo dei problemi, ciò è dovuto al fatto che il vento contrario che proviene dall'economia globale è più forte rispetto a quanto si credesse inizialmente. Come ho già detto: provate a immaginare come staremmo oggi senza gli acquisti. Ma sia chiaro: la politica monetaria non può risolvere tutti i problemi. Deve garantire la stabilità dei prezzi, ed è quello che stiamo facendo. Ma possiamo anche avere prezzi stabili nell'area dell'euro e ciononostante avere gravi problemi di disoccupazione. Questo è in primo luogo compito dei governi.

***Ormai le aspettative su ciò che la BCE potrà fare non sono esagerate?***

Sì, assolutamente. Noi non abbiamo la bacchetta magica, né la sfera di cristallo. Ma quando si tratta di stabilità dei prezzi abbiamo l'obbligo di utilizzare tutti gli strumenti a nostra disposizione, e abbiamo la capacità e la volontà di farlo.

***Pensa che, considerando il calo dei prezzi del petrolio e gli effetti della crisi finanziaria globale, il 2% sia ancora un obiettivo conseguibile, anche nel medio termine? Specialmente in Germania molti sostengono che l'obiettivo del 2% debba essere rivisto.***

Il 2% è un valore adeguato e non abbiamo alcuna ragione per discostarcene, anzi: dobbiamo essere decisi e agire con determinazione al fine di raggiungere tale obiettivo.

***Nei mercati si sono diffusi timori che, come nel 2008, il mondo possa essere sull'orlo di una crisi finanziaria globale, stavolta con l'epicentro in Cina e nei paesi emergenti. Anche Lei vede questo rischio?***

Non credo che la questione vada posta in questi termini. Se mi avesse chiesto nel 2006 se si rischiava una crisi finanziaria mondiale e avessi detto di no, che figura avrei fatto con il senno di poi? Comunque, scherzi a parte, sono convinto che l'economia globale sia oggi molto più solida di allora.

***Davvero? Oggi il debito di molti paesi è più elevato di allora, la politica monetaria e fiscale non hanno quasi più margini di manovra.***

Sicuramente su di noi pesano ancora alcuni strascichi della crisi, ad esempio nei bilanci di molte banche. Ma i problemi sono sotto controllo e vengono affrontati. Abbiamo anche fatto progressi significativi per aumentare la stabilità finanziaria. Certo, esistono ancora dei focolai di rischio, ma rispetto ad allora la situazione è migliorata.

***Non è nemmeno preoccupato per la Cina, come lo sono molti operatori di mercato?***

Per quanto riguarda la Cina, sappiamo molto per alcuni aspetti e troppo poco per altri. Per ora condividerei la valutazione del Fondo monetario internazionale: i leader di Pechino stanno prendendo misure appropriate per gestire la trasformazione dell'economia, anche in relazione all'apertura dei mercati finanziari e alla crescente flessibilità del cambio. È un percorso accidentato e sconnesso, ma ritengo che i timori sulla Cina siano esagerati.

***Il Membro del Direttorio della BCE Benoit Coeuré ha auspicato un coordinamento globale a livello di G 20 in risposta alla debolezza delle valute dei mercati emergenti.***

Sono d'accordo. Il coordinamento è molto importante.

***Cosa significa in concreto? Dichiarazioni congiunte o misure concrete come interventi comuni?***

Il coordinamento e la cooperazione possono assumere varie forme. Nella crisi finanziaria 2008/2009 ci furono anche azioni comuni. Furono, ad esempio, messe a disposizione linee di swap per prevenire carenze di liquidità che avrebbero potuto ripercuotersi negativamente sull'economia reale. Ma anche un'altra cosa è importante: a livello internazionale non dobbiamo confondere il fine con i mezzi.

***Cosa intende esattamente?***

Vede, il nostro fine come BCE è la stabilità dei prezzi, che è anche un presupposto per la crescita. Gli strumenti che usiamo sono i mezzi. Questi agiscono su diversi mercati, anche su quello dei cambi; ma il cambio di per sé non è un obiettivo.

***Oltre alla Cina, anche le banche europee preoccupano i mercati. Anche qui vede reazioni eccessive?***

Sì, sicuramente, anche nei prezzi dei titoli bancari europei si notano attualmente alcune esagerazioni. L'SSM

ha effettuato un *comprehensive assessment* molto approfondito e dettagliato. I problemi sono stati identificati e vengono affrontati. Inoltre non bisogna dimenticare che il sistema bancario europeo è ora molto più solido rispetto a qualche anno fa. Gli istituti di credito hanno nettamente migliorato la propria capitalizzazione. Certo, ci sono ancora questioni da discutere: in Italia il problema dei prestiti deteriorati, in Germania la questione degli asset di livello 3.

***Roma ha concordato con Bruxelles un compromesso su come gestire gli NPL. Le banche possono cartolarizzare i crediti, ottenere garanzie statali per alcune tranche, e poi vendere i pacchetti. Ora il Governo ha emanato un decreto. Siamo alla svolta?***

Innanzitutto va chiarito che la ragione per cui in Italia il volume degli NPL è superiore alla media risiede nella profonda e lunga recessione che ha comportato una perdita del PIL pari quasi al 10%. Tuttavia questi crediti sono in gran parte coperti da riserve e garanzie. Sicuramente sarebbe stato più utile ridurre il volume degli NPL costituendo una bad bank. A parere della Commissione europea, però, non è possibile perché secondo l'interpretazione di Bruxelles si tratterebbe di aiuto di Stato. Concordo che forse sarebbe stato un aiuto di Stato, ma non condivido l'opinione che non sarebbe stato giustificato. In ogni caso, con il decreto governativo sarà più facile creare un mercato per gli NPL. E sarà possibile procedere più rapidamente alla liquidazione delle garanzie.

***La BCE accetterà queste cartolarizzazioni come collaterale?***

C'è una discussione in atto, ma non vedo alcun motivo per cui non dovrebbe farlo.

***Lei si è mostrato favorevole a rivedere già ora le regole sul bail in a livello europeo. Si tratta di una reazione alle critiche che si sono scatenate contro la Banca d'Italia a seguito del salvataggio delle piccole banche regionali, nel quale a novembre migliaia di risparmiatori hanno perso i loro soldi?***

Credo che la normativa sul bail in avrebbe dovuto entrare in vigore gradualmente per poter dare ai risparmiatori il tempo di adattarsi al nuovo regime e di allineare gli investimenti al nuovo contesto. E avremmo dovuto riflettere di più su eventuali conseguenze non desiderate. Ci sono rischi legali e dobbiamo discuterne seriamente. Ora, però, la legge sul bail in è in vigore e, naturalmente, la applichiamo. Faremo bene, però, a cominciare subito con la revisione già prevista entro il 2018 al massimo, per trarre insegnamenti dalle esperienze raccolte. E ne esistono buone e cattive.

***Lei è un europeo convinto. Quanto è preoccupato di come si presenta l'Europa nella crisi dei rifugiati, nel dibattito su un'eventuale Brexit? Non è preoccupato che l'Europa possa andare in frantumi?***

La cosa più importante è che non liquidiamo questi problemi in modo superficiale negandone del tutto i rischi. In ultima analisi, anche nella crisi del debito sovrano l'Europa ha dimostrato di essere unita quando serve. C'è stato il grande pericolo che l'Eurozona si disintegrasse. Ma ciò ha anche riavviato il processo verso una vera Unione. A mio avviso, però, la politica del passo dopo passo – unione monetaria, unione bancaria, unione dei mercati dei capitali, unione fiscale e così via – è un problema: ogni passo è più difficile da realizzare rispetto al precedente.

***Cosa propone?***

Dobbiamo riflettere su dove vogliamo arrivare. Abbiamo bisogno di una visione che abbia un forte impatto sulla fantasia dei cittadini e dei mercati. Sarebbe certamente troppo chiedere subito la realizzazione di una vera unione politica; ma abbiamo bisogno di elementi di un'unione politica, così come di un bilancio comune che permetta una vera politica europea. In tal caso avremmo anche bisogno di titoli di debito comuni a livello UE. La condivisione dei rischi è una questione seria, ma dobbiamo riflettere su cosa vogliamo. Un problema è che, al momento, non c'è molta fiducia reciproca fra politici, e che questi pensano sempre troppo alle prossime elezioni: dovrebbero pensare più a lungo termine, piuttosto che guardare solo a oggi e domani.

***Nelle crisi degli ultimi anni è emerso che i paesi dell'area dell'Euro hanno culture politiche ed economiche molto diverse. Forse con la moneta unica si è provato a unire paesi che proprio non possono stare assieme?***

Il processo europeo è iniziato nel 1957. Da allora i contatti e scambi sono stati numerosissimi, e grazie a programmi come Erasmus i giovani possono condividere le loro esperienze in misura crescente. Sono convinto che oggi ciò che ci unisce è molto di più di ciò che ci divide.