

La formula Draghi ha fatto bene anche a Wall Street

di **Oliviero Lenzi*** e **Silvio Olivero****

Il 26 luglio del 2012 Mario Draghi, nel corso dell'intervento in cui annunciava al mondo l'intenzione della Banca Centrale Europea di non abbandonare al proprio destino l'euro, affinché non vi fossero dubbi circa la propria volontà, pronunciò tre parole destinate a rimanere nella storia: «Whatever it takes». Qualunque cosa si fosse resa necessaria sarebbe stata fatta: parole pesanti, soprattutto se pronunciate da un banchiere centrale, che hanno rassicurato chi in quel momento viveva e investiva in un'area monetaria che sembrava prossima all'implosione e che sono suonate certamente minacciose a chi, da quell'implosione, pensava di poter trarre profitto. Trascorso un anno da quello storico discorso, vale la pena di verificare che tipo di effetti tale intervento abbia prodotto sui mercati finanziari, ma anche, e soprattutto, se a quel discorso siano seguiti comportamenti della Bce coerenti con le promesse fatte dal suo presidente.

Il primo intervento rilevante è l'introduzione delle Outright Monetary Transactions (Omt), operazioni di acquisto di titoli di Stato di ammontare potenzialmente illimitato, volte a sostenere quei Paesi che, sottoponendosi a precise condizioni, ne avessero fatto richiesta. Non un solo euro al momento è stato speso in tali operazioni, ma, come avremo modo di verificare, il loro effetto sugli spread pagati dagli emittenti della periferia europea è stato notevole. Le Omt hanno rappresentato un'innovazione talmente radicale della politica monetaria europea da essere oggetto in Germania, proprio nelle scorse settimane, di uno specifico ricorso presso la Corte Costituzionale. Tale procedimento, avviato da alcuni cittadini contrari al nuovo corso della Banca Centrale, si concluderà presumibilmente in autunno. Inoltre, la politica monetaria della Bce è rimasta accomodante per tutti questi mesi e i tassi, che Draghi aveva già tagliato poco prima di pronunciare il discorso, sono stati ulteriormente abbassati a maggio di quest'anno. Il presidente ha poi sovente stuzzicato i mercati, suggerendo l'eventualità di nuovi stimoli monetari, anche di natura non convenzionale. All'inizio di luglio, per la prima volta nella storia della Bce, è stata quindi fornita una forward guidance sui tassi. La novità consiste nel fatto che, in luogo di un semplice annuncio del livello dei tassi ritenuto appropriato in quel momento, la Banca Centrale ha comu-

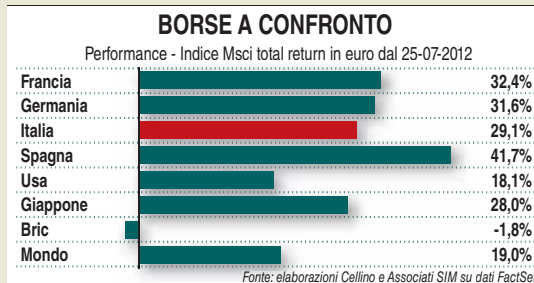
nicato il proprio orientamento a mantenere i tassi agli attuali bassi livelli, o se necessario anche inferiori, per un «prolungato periodo di tempo».

L'ultima decisione presa dalla Bce è di pochi giorni fa e ha riguardato il cosiddetto

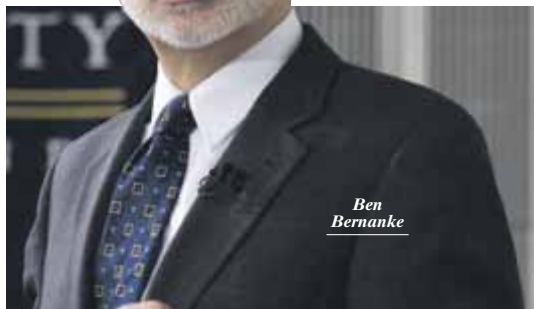
finanziare l'economia reale. A onor del vero, quegli acquisti furono provvidenziali per evitare il crollo dei Btp e dei Bonos, ma oggi, superata l'emergenza, sarebbe desiderabile che la liquidità immessa dalla Banca centrale fosse destinata al finanziamento di famiglie e imprese, così come le mutate regole sugli haircut dovrebbero suggerire alle banche. Non vi è quindi dubbio che, nel corso degli ultimi dodici mesi, la politica monetaria della Bce si sia rivelata all'altezza delle aspettative generate dalle parole di Draghi. Come detto, è inoltre probabile che altre mosse siano in cantiere per il futuro, affinché la promessa di realizzare qualunque intervento ritenuto necessario alla salvezza dell'euro sia mantenuta fino in fondo.

Concludiamo la nostra analisi con qualche osservazione circa il comportamento dei mercati finanziari seguito alle dichiarazioni di Draghi. Innanzitutto, a beneficiare delle parole del presidente della Bce sono stati gli spread pagati dai titoli di Stato dei Paesi periferici: come si può osservare nella figura, infatti, lo spread italiano e quello spagnolo, alla vigilia del «whatever it takes», si trovavano su pericolosi massimi, nel caso dell'Italia pari a quello toccato prima delle dimissioni del governo Berlusconi e, nel caso della Spagna, addirittura mai visto in precedenza. La distensione seguita alle parole di Draghi è evidente. Per quanto attiene, infine, i mercati azionari, le performance di alcuni indici internazionali sono riportate nella tabella in pagina. Come era immaginabile, i rialzi più consistenti si sono osservati in Europa, senza che peraltro si possa rintracciare una discriminante fra Paesi core e Paesi periferici, ma sarebbe riduttivo dedurre da ciò che l'effetto delle parole di Draghi si sia esaurito entro i confini di Euroolandia. A nostro giudizio, infatti, il superamento dei massimi storici da parte dell'indice azionario americano che si è osservato in queste settimane è dovuto anche a quel discorso (e all'alleggerimento delle tensioni finanziarie che ne derivò). Né l'indice della borsa di Tokyo avrebbe potuto librarsi in volo, come ha fatto a partire dall'autunno del 2012, se la moneta unica e l'importante area economica che essa rappresenta non fossero state salvate dal baratro in cui rischiavano di precipitare. (riproduzione riservata)

* presidente Cellino e Associati Sim
** responsabile Ufficio studi Cellino e Associati Sim



to haircut, ossia lo sconto praticato dalla Banca centrale al valore dei titoli a lei offerti in garanzia dalle banche commerciali, a fronte dei finanziamenti concessi. L'haircut praticato al valore dei titoli rappresentativi di cartolarizzazioni di crediti è stato ridotto, mentre quello applicato ai titoli di Stato con rating inferiore ad A- è stato incrementato. Al di là dei tecnicismi, la ratio di questa decisione sembrerebbe piuttosto semplice: la Bce ha reso più conveniente, rispetto al periodo precedente, l'utilizzo di cartolarizzazioni di crediti come collaterale per le operazioni di rifinanziamento e, contemporaneamente, ha reso un po' meno conveniente l'utilizzo di titoli di Stato di emittenti con rating inferiore ad A-. A nostro avviso, questa decisione potrebbe rientrare nella fase preparatoria al lancio di nuove Long Term Refinancing Operations (Ltro), operazioni di finanziamento a lungo termine rivolte alle banche commerciali. Come si ricorderà, infatti, un rimprovero rivolto alle banche che attinsero ai precedenti Ltro, in particolare a quelle dell'Europa del sud, fu proprio quello di aver utilizzato la liquidità ottenuta dalla Bce per comprare titoli di Stato e non per



Ben Bernanke