

MERCATI E RIFORME**La leadership fa la differenza**di **Alessandro Plateroti**

Da un anno a questa parte, le pressioni negative dei mercati finanziari sui governi europei, sulle Borse e sui titoli di Stato (quelle sull'euro sono decisamente più recenti) avevano un denominatore comune: il timore che, più del debito greco, italiano o spagnolo, fosse in realtà la mancanza di leadership a Francoforte e a Bruxelles la vera origine della crisi dell'Eurozona e la principale minaccia alla sopravvivenza dell'euro. L'estate e l'autunno 2011, con il drammatico allargamento degli spread tra i tassi di interesse dei Paesi periferici e quelli centrali dell'Eurozona, sembravano confermare l'inarrestabilità della deriva: Italia, Spagna, Portogallo e Grecia viaggiavano con tassi a livelli da default, la Bce di Jean-Claude Trichet era considerata dai mercati poco più di una succursale della Bundesbank e l'Unione europea trattata alla stregua di un'espressione geografica incapace di raggiungere quell'unitarietà politica necessaria per arrivare all'auspicata convergenza delle politiche di bilancio.

Insomma, alla vigilia del compleanno dell'Eurozona, i primi 10 anni di vita dell'euro sembravano destinati ad essere anche gli ultimi: i capitali erano in fuga verso gli Stati Uniti, le Borse continuavano a cadere e ai mercati (soprattutto quelli anglosassoni) veniva apertamente attribuita la responsabilità del tracollo europeo, vittima di un complotto internazionale contro l'euro e l'Italia.

Ma come spesso accade quando si attribuiscono al mercato delle valutazioni politiche prima ancora che finanziarie e tecniche, un'analisi giusta rischiava di portare a conclusioni sbagliate: la debolezza economica dei Paesi periferici e le loro resistenze a varare riforme strutturali della spesa erano la sola e unica minaccia al futuro dell'euro, non di certo il rigore tedesco o la cattiveria dei mercati. E un sistema debole, come reclamavano gli investitori internazionali, altro non era che il riflesso di una mancanza di leadership ad ogni livello istituzionale europeo.

Il quadro che emerge ora dalle ultime aste dei titoli di Stato dei Paesi periferici dell'Eurozona - non solo Italia e Spagna, ma

persino la Grecia - appare radicalmente diverso. In poco più di due mesi, i tassi di interesse fissati in asta sui titoli di Stato si sono dimezzati per l'Italia e per la Spagna nelle scadenze brevi e medie. Anche i picchi raggiunti sui titoli decennali, che erano arrivati ben oltre la soglia psicologica del 7%, stanno rientrando, ma più lentamente e con uno spread che resta ancora su livelli pericolosi. L'emergenza non è dunque finita, ma l'atteggiamento dei mercati sembra essere passato dalla sfiducia più completa a una vigilanza attenta e costruttiva.

La domanda che si pone a questo punto è quanto durerà questo trend. E ci si chiede se si tratti di una ricopertura temporanea o di una svolta più stabile, se la credibilità europea sia in via di ricostituzione o se la caduta dei rendimenti in atto sia in realtà un "rimbalzo del gatto morto". Solo il tempo e i fatti sa-

pranno dirci dove ci troviamo, ma non c'è dubbio che dietro al miglioramento del clima che oggi si respira ci sia un elemento che ha davvero colto di sorpresa i mercati: il ritorno di una leadership laddove regnavano indifferenza, paralisi o apatia. Se non ancora a Bruxelles, certamente a Francoforte. A Wall Street come a Londra, gli operatori finanziari riconoscono apertamente che la profonda conoscenza del mercato finanziario e la strategia messa in atto da Mario Draghi alla Bce abbiano cambiato le carte sul tavolo da gioco: dopo l'era grigia della Bce di Trichet, il banchiere italiano è riuscito in meno di due mesi a trasformare una banca centrale Berlino-centrica ed estremamente timida nella politica monetaria in una macchina da liquidità che ha poco da invidiare alla Federal Reserve.

Pur negando apertamente di voler fare un allentamento quantitativo, Draghi ha lavorato esattamente in questa direzione, neutralizzando persino le resistenze anti-inflazionistiche dei banchieri tedeschi. Con velocità e determinazione, Draghi ha tagliato subito i tassi di interesse, ha spronato i leader europei a fare presto nelle riforme nazionali e nella ridefinizione degli accordi europei. In appena 30 giorni, ha messo in piedi un'operazione di allentamen-

to quantitativo che ha inondato le banche di liquidità illimitata a bassissimo costo. L'asta a tre anni all'1% di interesse si è rivelata infatti un vero programma di "monetizzazione" del debito sovrano che potrebbe persino superare i 1.000 miliardi di euro, cioè più di quanto fatto dalla Federal Reserve o dalla Bank of England. Il programma, deciso a novembre e avviato in dicembre, sta effettivamente fornendo un supporto infinito alle banche europee e, attraverso queste, ai mercati dei titoli di Stato. La Bce non stamperà i soldi, ma ha certamente saputo come distribuirli.

Non è un caso se il dimezzamento dei tassi registrato nelle ultime aste di debito pubblico (e in una certa misura i tassi negativi registrati dalla Germania, dalla Danimarca, dall'Olanda, dalla Svizzera e dalla Gran Bretagna) sia cominciato proprio dopo la prima asta illimitata della Bce a fine dicembre, un periodo tra l'altro caratterizzato da crescenti paure di recessione. I mercati hanno cominciato ad ammorbidirsi pur in assenza di segnali concreti da Bruxelles, il cui vertice interlocutorio dell'8 dicembre è stato considerato come un'occasione perduta per una svolta della politica europea, ma davanti all'inevitabile svolta finanziaria e strategica della Bce e in una certa misura anche davanti ai passi enormi fatti dalle riforme varate dal Governo italiano a guida Monti.

Prendiamo ad esempio il bond a 2 anni spagnolo: dal giorno del meeting della Bce (8 dicembre) il tasso è sceso dal 4,79% al 2,79% attuale, mentre i bond a 5 anni sono addirittura crollati al 2,45%; allo stesso modo il BTP scadenza novembre 2013 è sceso dal 6,14% di giovedì 8 dicembre al 4,28% odierno: ergo, il mercato - dopo l'annuncio dell'introduzione del programma Bce - ha ricominciato ad abbassare la pressione sugli anelli più deboli della catena europea. Il punto più alto di questo processo si è visto mercoledì, quando i tassi tedeschi sono finiti sotto zero e la Grecia ha collocato titoli a 26 settimane con un tasso poco superiore al 4,5%, e poi anche ieri, con il crollo dei rendimenti dei BoT a 12 mesi e il calo dello 0,42% (al 6,56%) segnato sul mercato se-

condario dai Btp decennali. È chiaro che questo processo ha possibilità di proseguire solo a due condizioni: che Mario Monti riesca a mandare in porto il proprio mandato riformatore, togliendo il caso-Italia dai fattori che minacciano l'euro e l'Europa; che dopo la Bce, anche l'Europa sia in grado di dotarsi di una leadership capace di ricostituire il collante politico dell'Europa e riaffermare la validità della sua valuta comune.

In realtà, ci sarebbe anche un terzo elemento. Togliere alle banche quell'incertezza patri-

moniale che ancora condiziona non solo la concessione del credito, ma anche l'atteggiamento dei mercati sui titoli del settore. Gli aumenti di capitale imposti alle banche dall'Eba - l'authority europea per il settore - e l'assurda rigidità manifestata nei confronti delle svalutazioni dei bond sovrani posseduti dagli istituti sono infatti elementi distorsivi e punitivi per alcuni Paesi (in primis l'Italia) che rischiano di vanificare non solo lo sforzo della Bce, ma anche la stabilizzazione dei mercati borsistici. L'Abi, l'associazione bancaria italiana, denuncia questa situazione da tempo. Ma a dirlo, bacchettando apertamente l'authority, è stato ieri persino Draghi: «L'esercizio della European banking authority sul capitale delle banche - ha detto il Governatore - era giusto ma è stato deciso in un momento diverso dall'attuale sul profilo dei prezzi dei titoli di Stato e delle condizioni economiche e così ha finito per ampliare le difficoltà degli istituti di credito».

Sciogliere questo nodo potrebbe aiutare anche su un altro fronte, di cui meno si parla e si discute: finché ci saranno ben cinque Paesi europei che pagano tassi negativi sui propri titoli di Stato, facendosi in pratica pagare per avere in prestito i soldi dal mercato, non si potrà parlare di emergenza superata. Quando un investitore è disposto a perdere qualcosa pur di preservare il proprio capitale vuol dire che fa due scommesse: o è in arrivo una recessione in stile giapponese 1998, oppure che il guadagno arriverà lo stesso in quanto i tassi scenderanno ancora più in basso. Nessuno dei due scenari è rassicurante. Per rende-

re la situazione migliore serve non solo più leadership in Europa, ma anche meno voglia di leadership e di protagonismo tra le nuove authority.

Il messaggio che arriva dai mercati è ora chiaro: la Bce ha fatto la sua parte, ora tocca ai leader europei comportarsi come veri leader, rinunciando ai tatticismi e ai piccoli passi che non hanno portato l'Europa da nessuna parte.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

