

Draghi e Yellen:
dove può portare
la «separazione»

DI MARCELLO MINENNA

A PAGINA 10



L'analisi

Se Fed e Bce viaggiano su binari opposti

Tassi su prima del previsto e Qe rafforzato: ma nessuna svolta per imprese e famiglie

di MARCELLO MINENNA

È un autunno caldo per la politica monetaria delle banche centrali mondiali, e i mercati dei titoli di Stato sono trascinati in un vortice di instabilità ed incertezza.

Soltanto fino a poche settimane fa, l'economia degli Usa era considerata da tutti gli analisti in rallentamento, mentre le aspettative di un possibile rialzo dei tassi di interesse da parte della Federal Reserve crollavano, anche per via del peggioramento della locomotiva cinese e dell'instabilità finanziaria mondiale.

Questa visione dei fatti si rifletteva nel rafforzamento dell'euro sul dollaro, un fenomeno giudicato molto pericoloso dalla Bce per la sempre fragile ripresa del Vecchio Continente guidata dall'export. Già a settembre, infatti, i dati delle esportazioni europee (soprattutto tedesche) avevano risentito della crisi cinese e della svalutazione dello yuan. La difesa dell'euro debole è stato dunque uno dei motivi, probabilmente il principale, che ha spinto Mario Draghi, presidente della Bce, il 22 ottobre a paventare l'avvio a dicembre 2015 di un Quantitative easing 2.0, molto più potenziato: maggiori acquisti di titoli (si stima un in-

cremento da 60 a 75 miliardi di euro al mese) almeno fino a marzo 2017, accompagnati probabilmente da un taglio del tasso di deposito, già negativo (-0.2%), di almeno 10 punti base.

Secondo quanto dichiarato da Draghi a settembre 2014, il tasso di deposito non sarebbe mai stato portato sotto il meno 0.2%: era il limite invalicabile. Poco più di un anno dopo, e con metà del Qe alle spalle, le aspettative di inflazione in Europa stanno precipitando verso lo zero anche sul medio-lungo termine e stanno forzando la mano alla banca centrale.

Economia reale

Nelle speranze della Bce un abbassamento del tasso di deposito dovrebbe spingere le banche a smobilizzare le enormi riserve che giacciono inutilizzate nei suoi conti per trasferirle all'economia reale tramite prestiti: quasi 600 miliardi di euro, di cui 350 accumulati dall'inizio del Qe. I risultati fino ad oggi non sono stati lusinghieri, nonostante il tasso di deposito sia stato portato sotto zero da oltre 15 mesi. Infatti, i prestiti all'economia reale sono aumentati solo marginalmente mentre il denaro tenuto sui conti della Bce è addirittura aumentato

invece di ridursi. Questa «inondazione» di fondi a costo nullo ha solo incoraggiato le banche a compravendere titoli di Stato, cercando di ottenere senza rischio un profitto da intermediazione: comprare basso per cercare di vendere ad un prezzo più alto, sapendo che c'è un compratore sicuro: la Bce.

Il segnale

Nei fatti, si può dire che la sortita di Draghi del 22 ottobre ha solo reso i titoli di Stato dell'Eurozona in circolazione ancora più appetibili: un tasso di deposito più basso amplia infatti la gamma di titoli a rendimento negativo acquistabili dalla Bce e ne fa salire ulteriormente il valore.

Più alti i prezzi, più bassi i rendimenti: la corsa al titolo di Stato li ha fatti crollare anche in asta. Persino i Bot a 6 mesi sono stati collocati ad un tasso negativo.

Però il 6 novembre i mercati sono stati sorpresi. In ottobre l'economia americana ha ripreso a correre, contrariamente a quanto atteso: il tasso di disoccupazione è sceso ancora (ora è al 5%) con 271.000 nuovi posti di lavoro creati, mentre i salari sono balzati verso l'alto, aumentando le aspettative di inflazione. Erano i segnali che la Federal Reserve aspettava

per avviare il ciclo di rialzo dei tassi di interesse; ci sono pochi dubbi adesso e dicembre sembra essere il momento giusto.

Fed e Bce si muovono dunque verso direzioni opposte e questo mutamento di scenario si è riflesso in un crollo del cambio euro/dollaro del 7% in pochi giorni. Ulteriori colpi di scena a parte, il rialzo dei tassi della Federal Reserve e il Qe 2.0 della Bce potrebbero portare l'euro sotto la parità con il dollaro: un sogno proibito per l'industria tedesca in difficoltà. Dunque, in modo paradossale, la Bce ha già raggiunto una parte del suo obiettivo. Non sorprende che secondo alcuni rumour di mercato, Draghi potrebbe non scoprire tutte le sue carte e prendere tempo.

Per le banche europee con il ribaltone delle aspettative è scattato il momento di vendere i titoli di Stato e realizzare un sicuro profitto secondo il solito schema. In pochi giorni i rendimenti si sono impennati (20 punti di bund, oltre 40 i Btp), realizzando un altro «flash crash» come già successo ad aprile e giugno.

Prosegue dunque il gioco degli specchi tra banche centrali e banche private. Ma l'economia reale dell'Europa resta a guardare.

Riserve delle banche dell'Eurozona presso la Bce

