

“SIETE PRONTI?”

“NO”

A dieci anni esatti dal “whatever it takes” di Mario Draghi, le tre parole che salvarono l'integrità della moneta unica, la Banca Centrale Europea si trova alle prese con gli stessi rischi di frammentazione finanziaria con i paesi fiscalmente più deboli. Mentre Christine Lagarde comunicava il primo aumento dei tassi dal 2011 e il TPI “anti-spread”, il suo predecessore terminava l'esperienza di governo

In questi giorni sono state evocate spesso.

Quelle tre parole che Mario Draghi pronunciò nel luglio 2012 sono state ricordate così tante volte da sembrare quasi un amuleto capace di preservare la durata del governo, così come preservarono l'integrità e la credibilità della moneta unica esattamente dieci anni fa.

Nel 2011 al governo della BCE c'era Jean-Claude Trichet, nell'Eurozona si stavano manifestando i primi scricchiolii della crisi del debito sovrano, il dissesto dei conti pubblici in Grecia era emerso nel 2009 e nel corso del 2010 e 2011 era aumentato il timore sulla sostenibilità dei conti pubblici di Portogallo, Spagna, Italia.

Sull'aumento del prezzo del petrolio, ignorato dalla Federal Reserve e dalla Banca d'Inghilterra, il Consiglio dell'istituto di Francoforte assecondò il riflesso pavloviano dei rigoristi tedeschi e aumentò i tassi nell'aprile e nel luglio 2011. Fino alla settimana scorsa sono stati gli ultimi aumenti della Banca Centrale Europea.

Quegli aumenti intervenivano però in una crisi già evidente, con i paesi più deboli alle prese con i tagli alla spesa pubblica e con aumenti dei carichi fiscali: a politiche fiscali restrittive si aggiungeva l'inasprimento della politica monetaria, un errore analogo a quello fatto pochi anni prima, nel 2008.

Una delle prime azioni di Mario Draghi, da poco insediato alla guida dell'istituto di Francoforte, fu abbassare i tassi e la settimana scorsa a Christine Lagarde è toccato il compito di aumentarli per la prima volta da allora.

Più o meno nelle stesse ore, Mario Draghi terminava l'esperienza di governo, non c'è stato nessun aiuto da parte di fortunate formule lessicali.

Draghi ha rivolto al Parlamento una domanda di due parole, “siete pronti?”, che però non ha avuto alcun taumaturgico effetto, la risposta è stata un sostanziale “no, non siamo pronti”.

C'è un retroscena dietro il successo del “whatever it takes” pronunciato il 26 luglio 2012 a Lancaster House, sontuosa residenza nel cuore di Londra, spesso utilizzata nelle riprese cinematografiche in sostituzione di Buckingham Palace: a Lancaster House sono state ambientate scene dei film “The Young Victoria”, “Il discorso del Re”, “The Crown” e della serie “Downton Abbey”.



Lancaster House (fonte Wikipedia).

Era una bella giornata di sole il 26 luglio 2012 e a Lancaster House c'era attesa per il confronto di alto livello tra banchieri centrali: l'euro era da tempo nel frullatore dei mercati, le ferite della crisi finanziaria del 2008 e del 2009 facevano ancora



Carlo Benetti
Market Specialist
di GAM (Italia) SGR
S.p.A.

male e amplificavano i timori sulla capacità dei paesi più indebitati dell'Eurozona a onorare gli impegni con i creditori. Quello che avrebbe detto Draghi muoveva la curiosità e l'interesse di tutti i presenti.

Una cronaca ben documentata di Jana Randow e Alessandro Speciale racconta di un Draghi innaturalmente calmo: "prendete pure tutto il tempo che vi serve" dice ai suoi colleghi di panel "io non ho molto da dire".

Quando arrivò il suo turno Draghi paragonò la moneta al volo del calabrone: "l'euro è come un calabrone, è un mistero della natura perché non dovrebbe volare e invece lo fa. L'euro è stato un calabrone che ha volato molto bene per un po' di anni ...".

Poi consegnò ai presenti un ultimo messaggio "all'interno del nostro mandato la Banca Centrale Europea farà qualsiasi cosa serva per preservare l'euro" e dopo una studiata pausa aggiunse "e credetemi, sarà abbastanza".

"Whatever it takes", tutto ciò che è necessario.

Ad ascoltarlo in platea c'è anche Christine Lagarde, all'epoca Managing Director del Fondo Monetario, che "si domanda se con quella frase quasi estemporanea Draghi abbia di fatto messo tutto il peso della BCE a supporto dell'euro" scrivono Randow e Speciale.



J. Randow, A. Speciale "Mario Draghi l'artefice. La vera storia dell'uomo che ha salvato l'euro (Rizzoli 2021).

Non furono parole casuali, tantomeno fu una frase scaturita dalla passione del momento.

Qualche tempo prima Draghi aveva confidato all'olandese Klaas Knot, uno dei "rigoristi" nel Board della BCE, che il messaggio da consegnare ai mercati doveva essere "qualcosa di grosso". Quel "qualcosa di grosso" si manifestò in quelle parole audaci che Stanley Fisher definì "un colpo da maestro".

Draghi sapeva di poter pronunciare quelle parole studiattissime perché aveva dalla sua il supporto di Angela Merkel, la copertura politica della Cancelliera era indispensabile per reggere la prevedibile reazione di contrarietà della Bundesbank.

Che fu immediata. I contrasti con Jens Weidmann, uno dei membri più influenti del Consiglio della banca, emersero nella riunione del 2 agosto: da una parte la tetragona opposizione

tedesca all'ipotesi di acquisto dei titoli del debito dei paesi membri perché così facendo, argomentavano, si sarebbe attenuato il confine tra la politica monetaria e quella fiscale e, conseguenza non secondaria, l'ombrello della banca centrale avrebbe intorpidito l'azione riformatrice dei governi.

Dall'altra parte Draghi opponeva l'argomento che spread troppo ampi avrebbero causato una trasmissione irregolare degli impulsi di politica monetaria e lo sfaldamento dell'Unione.

Poco dopo quel discorso alla Lancaster House, prosegue il racconto di Randow e Speciale, il presidente francese Holland e la Cancelliera Merkel si trovarono d'accordo sulla necessità di una dichiarazione congiunta a pieno sostegno della banca centrale:

"Germania e Francia sono legate dal profondissimo dovere" di preservare l'integrità dell'Eurozona, scrissero i due leader, disposte a fare "qualsiasi cosa" per proteggere la moneta unica. Fu il "whatever it takes" della politica che andava a rafforzare la credibilità dell'azione monetaria.

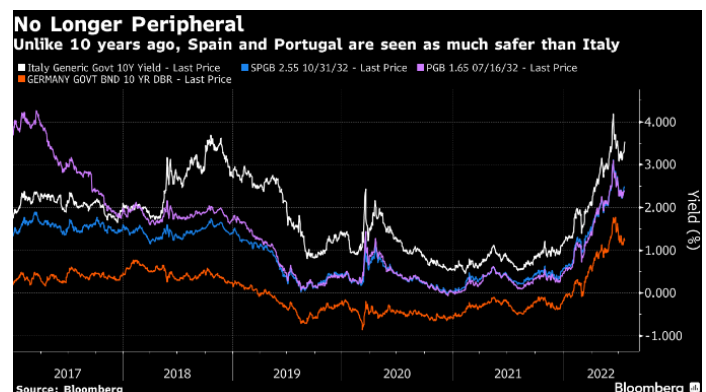
Alla visione di lungo termine di Angela Merkel era molto più utile e funzionale il pragmatismo di Draghi rispetto al dogmatismo di Weidmann.

Giovedì scorso Christine Lagarde ha dimostrato altrettanto pragmatismo. Ha tentato anche la ripetizione del gioco lessicale di Draghi quando ha fatto riferimento alla possibilità che il nuovo strumento anti-spread non venga utilizzato "ma se capiterà di doverlo usare non esiteremo a farlo".

Rispetto a dieci anni fa ci sono almeno due grandi differenze.

La prima è che dietro a Christine Lagarde ci sono leader più deboli di Angela Merkel: Macron governa senza una maggioranza parlamentare, Scholz è alle prese con l'azzeramento del surplus commerciale e con la crisi del modello di crescita dell'economia tedesca fondato su manifattura energivora, esportazioni ed energia a basso costo. E l'Italia, beh, tutti sanno quello che è stato fatto e quello che è stato detto.

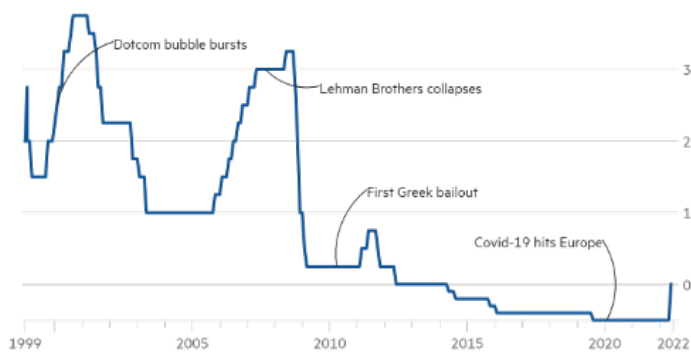
La seconda, grande differenza è che nel 2012 la crisi investiva i paesi periferici dell'Eurozona e riguardava la sostenibilità dei loro debiti, oggi i dubbi riguardano solo l'Italia, la sua politica così poco comprensibile fuori dai confini nazionali.



(fonte: Bloomberg, John Authers. Gli strumenti finanziari citati sono forniti solo a scopo illustrativo e non devono essere considerati come una raccomandazione di acquisto o di vendita di titoli o di consulenza sugli investimenti. I risultati passati non sono un indicatore dei risultati futuri).

In ogni caso Lagarde è stata impeccabile, non ha ripetuto gli errori del 12 marzo 2020 (“non siamo qui per chiudere gli spread”) o del 9 giugno scorso, quando commentò con debolezza la frammentazione finanziaria e fu necessaria una riunione straordinaria del Consiglio della banca la settimana successiva.

Sub-zero: how the ECB cut rates into negative territory
ECB deposit rate facility



Source: European Central Bank
© FT

La storia dei tassi dell'Eurozona (fonte: FT, Refinitiv. Gli strumenti finanziari citati sono forniti solo a scopo illustrativo e non devono essere considerati come una raccomandazione di acquisto o di vendita di titoli o di consulenza sugli investimenti. I risultati passati non sono un indicatore dei risultati futuri).

Lagarde ha dimostrato pragmatismo nel preservare la credibilità della banca: ha annunciato l'unanimità dietro tutte le deliberazioni e ha costruito l'unanimità dando a ciascuno il suo, ai “rigoristi frugali” l'aumento di cinquanta punti e alle “colombe” gli acquisti senza limiti nell'ambito del nuovo programma TPI (Transmission Protection Instrument).

Il TPI si affianca al reinvestimento dei titoli in scadenza del Pepp e al OMT, che resta nella cassetta degli attrezzi della banca, non scatterà automaticamente ma il suo impiego sarà sottoposto alla valutazione discrezionale del Consiglio della BCE. Un punto di equilibrio tra la percezione dei mercati sugli effetti dell'inasprimento monetario, che legittima la predisposizione di strumenti “anti-spread”, e l'allargamento degli spread dovuto a circostanze specifiche (ad esempio dall'assenza della percezione delle conseguenze dei gesti politici).

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.gam.com)

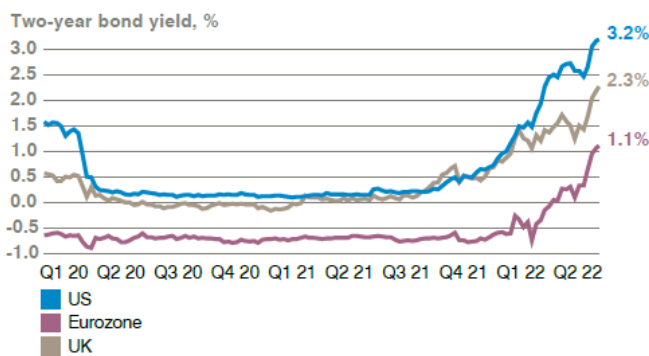
Importanti avvertenze legali:

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.

L'annuncio del TPI sembra aver più che compensato la sorpresa dei 50 punti di aumento: l'euro è tornato sopra la parità ed è diminuito il differenziale di rendimento del decennale italiano dopo l'ampliamento seguito alla crisi di governo,

Nelle parole di commiato alla banca centrale, nell'ottobre 2019 a Francoforte, Draghi ricordò quanto la moneta unica fosse “un progetto fortemente politico, un passo fondamentale verso l'obiettivo di una maggiore integrazione politica” e, soprattutto, uno strumento per superare la prassi scorretta delle svalutazioni competitive.

Chissà, forse l'assuefazione del nostro paese, per così tanti anni, all'aiuto obliquo delle svalutazioni della lira ha intorpidito le capacità di competere in alcuni settori dell'economia che, privati delle protezioni, soccomberebbero alle regole della concorrenza del libero mercato. Ma questo è un argomento che ci porterebbe lontano. Annotiamo invece che, buona ultima, anche la Banca Centrale Europea accelera per recuperare il controllo dell'inflazione e delle sue aspettative future.



Dove potrebbe terminare il ciclo rialzista (fonte: GAM Investments, Bloomberg. Gli strumenti finanziari citati sono forniti solo a scopo illustrativo e non devono essere considerati come una raccomandazione di acquisto o di vendita di titoli o di consulenza sugli investimenti. I risultati passati non sono un indicatore dei risultati futuri).

Il proseguimento al rialzo dei tassi costituisce una difficoltà per gli asset nei portafogli e una sfida a gestori e allocatori. Le grandi variabili da tenere d'occhio restano le materie prime e l'inflazione.

A parte la componente azionaria, che conserva un posto strutturale nei portafogli, a questi livelli si può tornare a guardare anche alle obbligazioni governative e al credito di buona qualità: dietro l'angolo c'è il rallentamento dell'economia e la probabilità che le banche centrali dovranno smontare quello che stanno costruendo oggi.