

LA SOLITUDINE DEI BANCHIERI CENTRALI

Mario Draghi lascia il mandato alla Banca Centrale Europea nell'anno in cui l'euro entra nel terzo decennio. Draghi sarà meritatamente ricordato come il protagonista della salvaguardia dell'integrità dell'unione monetaria, è il primo presidente a non aver mai alzato i tassi, segno di una congiuntura economica ancora anomala. Nel lascito a Christine Lagarde anche la solitudine della banca centrale



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

La scorsa settimana Mario Draghi ha presieduto la sua ultima riunione del Board della Banca Centrale Europea, oggi una cerimonia con le massime autorità politiche dell'Unione celebreranno i suoi otto anni di mandato.

Draghi ha salvaguardato la stabilità finanziaria dell'Eurozona e ha preservato l'integrità dell'unione monetaria. Si può dire con ragionevole sicurezza che il suo mandato entrerà nella storia, Draghi è stato di parola, ha mantenuto la promessa di fare "whatever it takes" per salvaguardare la moneta comune, tre parole che sono diventate iconiche.

Pronunciate il 26 luglio 2012 alla Lancaster House a Londra, l'avvertimento al mercato fu tutt'altro che casuale, secondo le ricostruzioni giornalistiche furono parole meditate a lungo. In quel momento l'Eurozona era squassata da venti di recessione e dai dubbi sulla sostenibilità del debito di alcuni paesi membri. Le risoluzioni del Consiglio Europeo di fine giugno non impressionarono i mercati che proseguirono i loro attacchi all'euro. Draghi si convinse che fosse necessario dare ai mercati un messaggio più forte e convincente.

Le reazioni della stampa e della pubblica opinione tedesca al "whatever it takes" furono di ostile diffidenza, la banca centrale era finita nelle mani di "quelli del sud", di quelli che non avevano idea di cosa fosse la buona politica monetaria. Ma l'opposizione del capo della Bundesbank Weidmann era compensata dal sostegno, decisivo, di Angela Merkel.

Se non avesse avuto dalla sua la potente Kanzlerin, Draghi non avrebbe potuto spingere ai limiti le possibilità operative della banca centrale.

In quel passaggio delicato anche per i governi nazionali, alla Merkel era più utile il pragmatismo di Draghi che il dogmatismo della tradizione monetaria della Bundesbank. A un anno dalle elezioni federali, che per lei avrebbero significato il terzo mandato, la Merkel sapeva di non avere spazi di manovra per il coordinamento fiscale, l'unica istituzione che poteva salvaguardare l'integrità dell'Eurozona era la banca centrale. In definitiva, dietro al pragmatismo monetario di Draghi c'era il pragmatismo politico di Angela Merkel.

Draghi lascia il suo mandato nell'anno che segna l'inizio del terzo decennio dell'euro, entrato in vigore il 1° gennaio 1999.



Come accade spesso, i mercati non compresero subito la portata delle parole del 26 luglio 2012, la reazione alla riunione della BCE del 2 agosto fu dura. Fonte FT 3.8.2012.

Sono stati vent'anni vissuti pericolosamente, per l'Economist l'euro è "un sopravvissuto" alla crisi del 2012, per Draghi la moneta unica è come il calabrone, "mistero di natura perché non dovrebbe volare ma invece lo fa, l'euro è stato un calabrone che ha volato bene per molti anni".

Gli economisti più critici della moneta unica, soprattutto americani, hanno fondato e fondano le loro critiche sugli assunti della teoria monetaria, Milton Friedman ad esempio, per citare il più grande di tutti, aveva previsto non più di dieci anni di sopravvivenza.

In realtà l'unione monetaria è stata prima di tutto un atto eminentemente politico, non economico, incomprensibile senza la conoscenza delle radici storiche dell'Unione Europea: l'unione monetaria non nasce sulla retorica di una "even closer union", un'unione sempre più stretta, ma sulla diffidenza verso la Germania riunificata dopo la caduta del Muro.

"Nazioni che condividano la medesima valuta non si faranno mai la guerra tra loro" diceva Helmut Kohl rivelando in filigrana, certo non intenzionalmente, che quello che non volevano gli altri partner europei era proprio una Germania economicamente forte al centro dell'Europa con i confini di prima della guerra. L'euro era lo strumento per togliere di mezzo il marco tedesco e le intendenze, nel senso di convergenza economica e tutto il resto, sarebbero seguite. L'euro è stato l'esito del colossale investimento di capitale politico durato cinquant'anni, il momento alto di un percorso eminentemente politico e che resta, ahinoi, incompiuto.

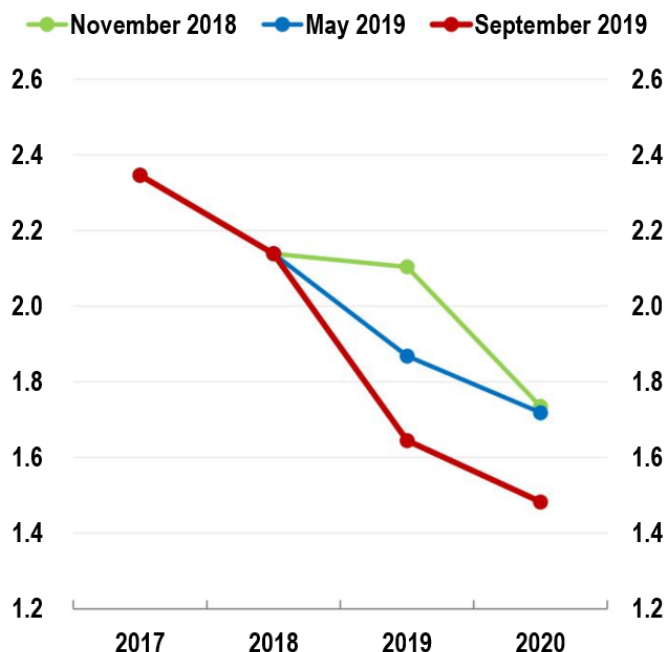
Qual è il lascito di Mario Draghi a Christine Lagarde?

Il primo atto di Draghi all'inizio del mandato fu il taglio dei tassi, l'ultimo la riapertura del piano straordinario di acquisto titoli che rientrerà in funzione dal 1° novembre, Draghi è il primo presidente a non aver mai alzato i tassi durante il mandato, segno di una condizione anomala dell'economia.

Il primo lascito a Christine Lagarde dunque è quello di un'economia in rallentamento, con il settore auto investito, è il caso di dirlo, dalla tempesta perfetta.

L'inflazione, l'effetto collaterale dell'espansione dell'attività economica, è in ritardo, a dispetto dei tassi negativi e, appunto, dei massicci acquisti di titoli.

G20 Advanced
GDP projections, %, year-on-year



"La crescita è debole ma ciò che i governi possono fare è molto, ad esempio recuperare la fiducia nella capacità collettiva di porre al commercio internazionale regole più chiare e più trasparenti; offrire maggiori protezioni ai cittadini, cogliendo i benefici dei tassi offerti dalla politica monetaria per far ripartire gli investimenti, la crescita e nuovi posti di lavoro. Si può fare, è urgente che sia fatto" L. Boone, Capo Economista OECD

Ma la parte di eredità più gravosa che Draghi consegna a Lagarde, suo malgrado, è la solitudine della banca centrale.

L'incompiutezza del percorso di integrazione europea ha lasciato la banca centrale pressoché sola nel contrastare la forza d'urto della crisi del 2012, alla leva monetaria non si è affiancata la leva fiscale. Non si sono mai realizzate quelle riforme economiche invocate dal 2012 e finalizzate al miglioramento della produttività, o nel mercato del lavoro, o l'utilizzo di denaro pubblico, nei paesi con spazi di spesa, per finanziare infrastrutture.

Gli acquisti straordinari dei titoli di stato dei paesi dell'Eurozona servivano anche per comprare tempo da mettere a disposizione dei governi, tempo prezioso e necessario per promuovere investimenti e adottare riforme per migliorare la produttività.

Ma quel tempo comprato è stato malamente sperperato, il sollievo prestato dalla banca centrale disperso, la Germania chinata al totem dello "Schwarz Null", il pareggio di bilancio e l'Italia, dall'altra parte, rinserrata in politiche di brevissimo termine, sprovviste di visione.

Il coordinamento delle politiche fiscali resta un campo minato, nei vent'anni di euro non sono stati fatti grandi passi avanti, anzi, sono riaffiorate le spaccature tra il nord e il sud, le suggestioni nazionalistiche hanno riportato indietro l'orologio politico di qualche decennio. L'unione bancaria e l'integrazione dei mercati dei capitali, che avrebbero dovuto alleggerire tensioni e ridurre le difficoltà, sono ancora lontane dal compimento, di unione dei mercati dei capitali e condivisione del debito non si può nemmeno parlare, figuriamoci di integrazione fiscale.

Eppure in un mondo sempre più integrato le politiche fiscali nazionali, condotte a livello di singoli paesi, sono sempre meno efficaci.

Uno studio della Commissione Europea del 2016 mette in evidenza come l'integrazione dei mercati dei capitali e la mobilità del lavoro attutisca i danni di shock asimmetrici per circa la metà negli Stati Uniti ma solo di un decimo nell'Eurozona.

Negli ultimi anni Draghi ha colto frequenti occasioni per rilevare la contraddizione dell'Eurozona, un organismo emiplegico in cui funziona bene la metà monetaria ed è paralizzata la metà della politica fiscale, ha più volte chiesto ai governi di cominciare, finalmente, a fare la loro parte, magari espandendo il bilancio comunitario o utilizzando i margini del deficit dove possibile.

Al momento, il peso delle difficoltà lo porta la sola banca centrale. Considerando gli atteggiamenti della nuova "Lega Anseatica", i piccoli e intransigenti paesi del nord, e i venti di guerra commerciale che arrivano dall'Atlantico, è probabile che continuerà a portarlo ancora a lungo.

Christine Lagarde resterà verosimilmente sola nel tentativo di rianimare l'economia europea eppure, come suggerisce anche Laurence Boone dell'OECD, è urgente che anche i governi intervengano con la leva delle politiche economiche.

Perché nel caso si presentasse una vera recessione, il problema sarà con quali strumenti la BCE potrà affrontarla, una riedizione del "whatever it takes" potrebbe essere molto costosa e non altrettanto efficace.

I primi vent'anni dell'euro non sono stati facili, i prossimi venti non saranno da meno.



"I numeri primi sono divisibili soltanto per uno e per se stessi. Se ne stanno al loro posto nell'infinita serie dei numeri naturali, schiacciati come tutti fra due, ma un passo in là rispetto agli altri. Sono numeri sospettosi e solitari e per questo Mattia li trovava meravigliosi"
P. Giordano, La solitudine dei numeri primi

Per maggiori informazioni visitate il sito 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.