

## Nella guerra valutaria la Bce non ha più cartucce

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

**Q**uando l'euro ha cominciato a deprezzarsi, prima per l'annuncio e poi per l'avvio del Qe della Bce, erano in molti a chiedersi fino a che punto si sarebbe potuto spingere il processo, certo molto positivo per l'Eurozona, ma anche portatore di notevoli squilibri. Se infatti era quasi vitale per le economie periferiche beneficiare del vantaggio di una moneta debole per rilanciare la crescita, era evidente che tale vantaggio avrebbe ancora aumentato il già preoccupante surplus commerciale

side della Fed, esprimevano con grande autorevolezza la posizione Usa, favorevole a una politica europea orientata al rafforzamento del mercato interno piuttosto che sull'estensione del modello neo mercantilistico tedesco all'intera Eurozona. Un'adeguata politica fiscale espansiva in Germania avrebbe potuto comunque aiutare a risolvere i problemi della periferia Ue, il cui export sarebbe cresciuto con l'interscambio interno all'area, senza accentuare gli squilibri mondiali.

**La proposta di irrobustire** il mercato interno, piuttosto che puntare sull'export,

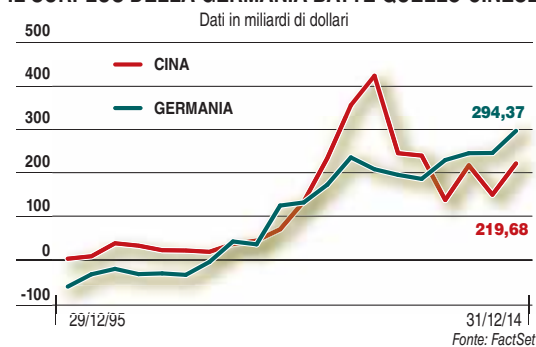
richiama il fatto che tali richieste vennero più volte in passato formulate nei confronti della Cina dal Fmi. Il lento apprezzamento dello yuan contro il dollaro avviato dal 2005 e le politiche interne volte a incentivare la formazione di un ceto medio consumatore sono la prova del fatto che la Cina, sia pure in modo discontinuo e non di rado recalcitrante, abbia messo in pratica i suggerimenti del Fmi. Date le premesse, quindi, non stupisce che i primi a essere urtati dalla politica dell'euro debole attuata dalla Bce siano stati i cinesi e non, come da molti temuto, gli americani. Alle prese con il rallentamento della crescita, un elevato livello del debito privato e una bolla speculativa nel mercato immobiliare, la banca centrale cinese non ha esitato a svalutare lo yuan, attuando una mossa che, oltre a stimolare l'economia, suona anche come monito alla politica export-oriented dell'Europa e alla tolleranza dimostrata dagli Usa, da parte di chi è stato a lungo criticato per tale comportamento dalla comunità internazionale. Ora il timore è che ne nasca una guerra valutaria. Il nostro augurio è che non sia così

ziale della sola Germania, in costante crescita da quando è stato introdotto l'euro, ha superato negli ultimi anni l'ammontare di quello cinese, che risulta invece in calo per effetto delle già menzionate politiche attuate da Pechino. Non deve stupire che l'esplosione del surplus tedesco inizi con l'introduzione dell'euro: entrando a far parte di un'unione monetaria composta da economie in diversa misura meno forti, la Germania ha potuto infatti disporre di una moneta molto più debole di quanto non si sarebbe rivelato il marco. Insomma, Berlino in questi 15 anni ha beneficiato di ciò per cui l'Italia era spesso rimproverata in passato: una forte svalutazione competitiva, attuata nei confronti sia dei partner europei che dell'intero sistema economico mondiale. La mossa di Pechino indubbiamente mette in seria discussione alcune certezze su cui si erano adagiati i mercati negli ultimi mesi: prima fra tutte la prosecuzione dell'indebolimento dell'euro che, fino a qualche giorno fa, la maggior parte degli osservatori riteneva avrebbe potuto raggiungere la parità contro il dollaro Usa entro la fine di quest'anno. Il venir meno di questa prospettiva in Europa potrebbe indurre a rivedere le attese di utile per le società maggiormente orientate alle esportazioni, non a caso quelle le cui quotazioni sono più aumentate nei mesi scorsi.

**Occorre però osservare** che le conseguenze del nuovo quadro che va delineandosi sui mercati valutari mondiali non sono soltanto negative. L'effetto positivo più importante, a nostro giudizio, potrebbe essere rappresentato da un posticipo dell'innalzamento dei tassi da parte della Fed, atteso già a settembre e temuto dai mercati, soprattutto perché si tratterebbe del primo rialzo dal lontano 2006. Inoltre non si può escludere che l'ennesima, per quanto implicita, critica alla politica tedesca di austerità possa finalmente smuovere la Germania a farle fare ciò che Ben Bernanke ad aprile riassunse in tre punti molto semplici: investimenti in infrastrutture, miglioramento dei salari, aumento della spesa pubblica. Solo in questo modo, cioè trainando la crescita degli altri Paesi europei, la Germania potrebbe davvero diventare la locomotiva dell'economia europea, come gli Usa, da tempo immemore, lo sono di quella mondiale. (riproduzione riservata)

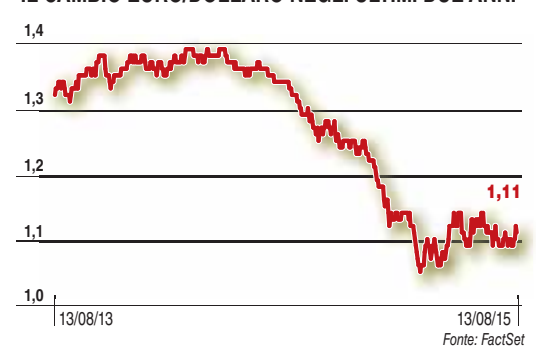
\* presidente e responsabile Ufficio Studi Cellino & Associati Sim

### IL SURPLUS DELLA GERMANIA BATTE QUELLO CINESE



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

### IL CAMBIO EURO/DOLLARO NEGLI ULTIMI DUE ANNI



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

della Germania. Gli osservatori guardavano con timore soprattutto agli Usa che, si diceva, avrebbero mal tollerato un ulteriore aumento dell'import dall'Eurozona. Alcuni articoli assai preoccupati di Ben Bernanke, ex pre-

perché in genere tali turbolenze danneggiano tutti, ma anche e soprattutto perché l'Eurozona entrerebbe in questo conflitto avendo già usato tutte le munizioni a disposizione. Come si può vedere dalla figura, il surplus commer-