

EUROZONA La Bce è l'unico dottore che tenta di curare il paziente Europa, malato grave a causa della bassa crescita. Ma senza l'intervento serio dei governi in materia fiscale le terapie faranno sempre meno effetto

di **Oliviero Lenci**
e **Silvio Olivero***

I mercati temono di più un rallentamento dell'economia globale o un rialzo dei tassi da parte della Fed? Talvolta, dando prova di razionalità, sembrano temere maggiormente la prima opzione, altre volte, tradendo una scarsa lungimiranza, si spaventano in maggior misura all'idea che i tassi vengano alzati, segnale peraltro di un'economia sana e di una politica monetaria sulla strada della normalizzazione. Così non è raro assistere a rialzi delle borse indotti da cattivi dati macroeconomici (che allontanano l'ipotesi di rialzi dei tassi) e viceversa. Nei giorni scorsi è accaduto qualcosa di simile, quando il mercato azionario americano ha chiuso alcune sedute in rialzo dopo l'annuncio, da parte della Fed, di voler praticare maggiore cautela nell'innalzamento dei tassi, in conseguenza di una revisione al ribasso delle previsioni di crescita dell'economia.

Ciò che si osserva negli Usa è un fatto piuttosto usuale, spesso riscontrato al termine o all'inizio di fasi di politica monetaria espansiva, quando l'opinione dei mercati oscilla fra il desiderare la malattia della bassa crescita (che dà diritto alla medicina dei tassi) e il desiderare la salute (rinunciando all'aiuto della stessa medicina). Si tratta di situazioni paradossali, ma tutto sommato normali, perché in fondo la malattia che viene auspicata non è mortale e la voglia di una cura ristoratrice è umanamente comprensibile. Non si può dire altrettanto della situazione europea, dove la banca centrale si trova al capezzale di un'economia seriamente malata. È difficile in questo contesto trarre beneficio

Basta ancora la pillola?



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

dall'intensificarsi degli interventi di Mario Draghi, perché questi sono la prova dell'aggravamento di una malattia il cui esito è tutt'altro che scontato. Fuor di metafora, nell'Eurozona la banca centrale non è alle prese con un rallentamento congiunturale, facilmente risolvibile con la politica monetaria, ma con una crisi di domanda che deve essere affrontata dalla politica fiscale, l'unica in grado di sostituirsi alla domanda mancante, e non dalla banca centrale, che può solo offrire il proprio supporto all'azione governativa. Questo in Europa non accade e la Bce si sta accollando per intero l'onere di sostenere l'economia in una sfida difficilissima.

L'ultimo atto dell'azione avviata

nel 2012 dalla Bce si è svolto la scorsa settimana ed è consistito in un massiccio irrobustimento del piano di acquisto di asset, nell'ulteriore abbassamento dei tassi e nella novità assoluta di nuove aste a tassi negativi (per i finanziamenti che le banche potranno chiedere al fine di espandere il credito). La Bce pagherà quindi le banche per prestar loro denaro. Dunque, la promessa di Draghi è stata mantenuta: molto di ciò che un banchiere centrale poteva fare è stato fatto e quel che ancora non è stato tentato, se necessario, sarà introdotto nel prossimo futuro.

I mercati azionari non hanno atteso e, con l'eccezione della Grecia, hanno avviato da subito un recupero che è risultato

quasi ovunque piuttosto robusto, come si può riscontrare osservando la tabella in pagina. Gli stessi mercati, però, oggi hanno forti dubbi sul fatto che le manovre di Draghi siano sufficienti a preservare l'unità dell'eurozona.

A questo proposito, Simon Wren-Lewis, economista dell'Università di Oxford, sostiene che il rapporto fra politica fiscale e politica monetaria venutosi a realizzare negli ultimi anni necessiti un ripensamento. La politica fiscale non può limitarsi a vigilare sulla tenuta dei conti pubblici e delegare alla politica monetaria il compito di mantenere la crescita su un sentiero sostenibile. Esistono delle situazioni, osserva Wren-Lewis, in cui per risolvere l'economia la cloche deve essere presa saldamente in mano dalla politica fiscale che, per non appesantire il bilancio pubblico, dovrebbe essere finanziata dall'emissione di moneta, violando così il dogma dell'indipendenza della banca centrale.

Autorità politiche ormai succubi del mito dell'austerità e banche centrali gelose della propria indipendenza non vogliono ammettere, secondo Wren-Lewis, la necessità di rivedere le regole. Dal punto di vista della Bce, questa posizione è molto ben espressa dal suo vicepresidente, Vitor Costâncio, che, in un opinion piece significativamente intitolato *In difesa della politica monetaria*, pur con qualche cautela, rivendica la capacità della banca centrale di

risolvere in autonomia la crisi. D'altro canto, anche i reiterati inviti di Draghi ad azioni di politica fiscale espansiva, proprio perché rivolti ai soli Paesi che hanno margine di azione sulla base delle regole europee, non si pongono in contrasto con l'ortodossia pro-austerità, né pongono in discussione l'autonomia della banca centrale.

L'Eurozona si trova più nella situazione descritta dall'economista britannico che in quella descritta da Costâncio e l'ennesimo colpo di scena riuscito a Draghi la scorsa settimana potrebbe non essere risolutivo. Infatti, anche se le banche verranno pagate per prendere a prestito denaro dalla Bce, nessuno può garantire che famiglie e imprese si recheranno allo sportello per chiedere nuovi finanziamenti, rilanciando così consumi e investimenti. L'abusata metafora del cavallo che può essere avvicinato all'acqua, ma che non può essere costretto a bere, descrive perfettamente l'attuale situazione. La politica monetaria ha effettivamente evitato il collasso dell'eurozona, contenendo gli spread pagati dai Paesi periferici, ha dato ossigeno all'economia deprezzando il tasso di cambio e sta creando un ambiente favorevole alla ripresa economica, ma difficilmente riuscirà da sola a generare la scintilla necessaria a riavviare il motore della crescita. (riproduzione riservata)
* presidente e resp. ufficio studi
Cellino e Associati