

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

Mercoledì 26 luglio saranno trascorsi esattamente cinque anni dal famoso discorso in cui Mario Draghi, presidente della Banca Centrale Europea, pronunciò l'ormai storico *whatever it takes*: «La Bce è pronta a fare tutto ciò che è necessario per preservare l'euro. E, credetemi, sarà sufficiente». A distanza di cinque anni da quell'avvertimento abbiamo visto di che cosa la Bce è stata capace: un grandioso ampliamento del proprio bilancio che, dopo la sperimentazione di altre misure che ebbero scarso successo, fu avviato a inizio 2015 e realizzato acquistando titoli di Stato dei Paesi aderenti alla moneta unica, il cosiddetto Quantitative Easing. La determinazione dimostrata da Draghi e le misure straordinarie di politica monetaria che ne seguirono hanno prodotto nel corso di cinque anni un forte restringimento degli spread, un considerevole rialzo dei mercati azionari e un ragguardevole indebolimento del cambio. In quell'estate del 2012 si realizzò una svolta provvidenziale: si pose fine alla caduta dei mercati azionari e soprattutto all'esplosione degli spread, che rischiava di rendere insostenibile il debito dei Paesi a rischio. Oltre che dagli spread in crescita l'implosione dell'euro era in quel momento resa quasi inevitabile dall'assenza della valvola di sfogo del cambio debole, perché i capitali non stavano fuggendo dall'euro ma si stavano spostando dalla periferia al centro dell'Eurozona: i Paesi mediterranei erano così soffocati dalla paradossale coesistenza di tassi elevati e moneta forte.

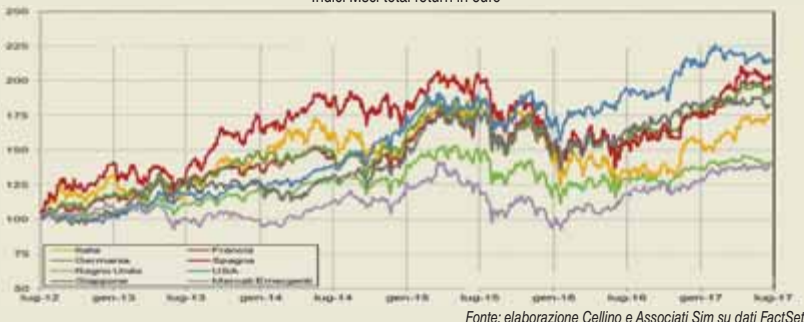
Come detto, le parole di Draghi (e le politiche monetarie che le concretizzarono negli anni successivi) diedero l'avvio alla riduzione degli spread, tonificarono i mercati azionari e, grazie al deprezzamento dell'euro, agevolarono export e crescita economica. Questi tre risultati sono spesso indicati come segnali del successo dell'azione di Draghi. Infatti solo l'azione della Bce, e non la politica di austerità del governo Monti, è riuscita a portare l'Italia fuori dalla crisi dello spread; solo l'azione della Bce, nella quasi totale assenza della politica fiscale, è riuscita a rilanciare, grazie alla svalutazione dell'euro, la crescita nell'Eurozona. Ma, per quanto desiderabili, nessuno di questi era un obiettivo esplicito della Bce, il cui vero scopo, chiaramente enunciato da Draghi, era la salvezza dell'euro. Che cosa si può dunque dire og-

BCE Cinque anni dopo il «whatever it takes» Draghi è riuscito a far salire le borse, stringere gli spread e indebolire un po' l'euro. Ma la salvezza della moneta unica nel lungo termine? Non spetta a lui, tocca ad Angela

I 3 trofei di Supermario



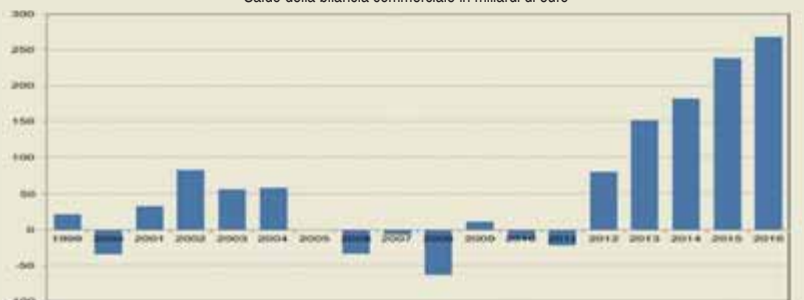
CRESCITA DEI MERCATI AZIONARI INTERNAZIONALI DOPO IL 26 LUGLIO 2012
Indici Msci total return in euro



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

Fonte: elaborazione Cellino e Associati Sim su dati FactSet

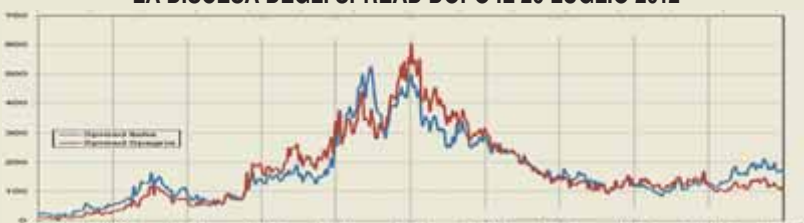
L'ASCESA DELLA BILANCIA COMMERCIALE DELL'EUROZONA DOPO IL 2012
Saldo della bilancia commerciale in miliardi di euro



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

Fonte: elaborazione Cellino e Associati Sim su dati FactSet

LA DISCESA DEGLI SPREAD DOPO IL 26 LUGLIO 2012



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

Fonte: elaborazione Cellino e Associati Sim su dati FactSet

gi, a cinque anni dal *whatever it takes*, circa l'efficacia dell'azione di Draghi? A nostro giudizio Draghi ha ecceduto quando ha affermato di essere in grado di preservare l'euro: esso è infatti una costruzione politica e

solo la politica potrà decidere le sorti. L'azione della Bce ha temporaneamente annullato le tensioni che rischiavano di portare la moneta unica a una rapida disintegrazione e ha ridato ossigeno all'econo-

mia del Vecchio Continente. Ma nulla ha fatto, e nulla potrà fare in futuro, per garantire la sopravvivenza a lungo termine della moneta unica. Da questa considerazione discende un importante corollario:

nell'ottica della continuità a lungo termine dell'euro è del tutto irrilevante la fine della politica iper-espansiva della Bce. Interrompere l'assunzione di un farmaco inutile non ha infatti alcun effetto sul decorso della malattia. E pur vero che gli spread potrebbero tornare ad allargarsi via via che gli acquisti di titoli di Stato da parte della Bce diminuiranno, ma è anche vero che la soluzione definitiva al problema dello spread passa attraverso qualche forma di condivisione del bilancio - e del debito - a livello europeo e non attraverso la continuazione del Qe, che per sua natura è transitorio. Da un lato dunque si può affermare che non bisogna temere la fine del Qe in Europa, come non la si è temuta negli Usa, poiché questo ha raggiunto l'unico scopo ragionevolmente ottenibile, ossia la tenuta di breve del sistema finanziario; d'altro canto però il fatto che questo si esaurisca senza che la politica europea abbia posto rimedio ai problemi strutturali della moneta unica è cosa preoccupante.

Qualche segnale positivo sta però giungendo: l'esito delle elezioni olandesi, austriache e, in ultimo, francesi lascia intuire che l'affezione dei cittadini europei per l'Unione, per quanto incrinata, è più forte di quanto si temesse. Anche il riposizionamento in relazione all'euro di alcuni politici italiani (in parte dovuto all'esito delle elezioni francesi) fa sperare che le forze antieuropeiste all'interno dell'Eurozona stiano perdendo mordente. Ma è alla Germania, come sempre, che bisogna oggi guardare, perché l'esito del voto che questo autunno quasi certamente porterà Angela Merkel per l'ultima volta al cancellierato potrebbe costituire l'inizio di una nuova fase costitutiva per l'Eurozona. Non dovendosi più preoccupare della rielezione la signora Merkel potrebbe infatti adoperarsi per conquistare un ruolo nella storia dell'integrazione europea aprendo la porta alle tanto famigerate riforme cui fino a oggi la Germania si è opposta. Tra queste le prime cui lavorare sarebbero il completamento dell'Unione Bancaria (con la garanzia comune sui depositi) e l'avvio di qualche forma di condivisione del debito pubblico europeo. (riproduzione riservata)

*presidente
**responsabile Ufficio Studi
Cellino e Associati sim