

# La BCE e la liquidità della discordia

**Eurozona** Dopo anni di accese discussioni sulla sua legittimità, a Francoforte ci si appresta a intervenire nell'acquisto sistematico di obbligazioni statali per rilanciare l'economia europea. Ma quali sono le reali prospettive di successo?

Edoardo Beretta

Per la Banca Centrale Europea il mese di marzo 2015 incarna un significato particolare, rappresentando il via ufficiale a massicce operazioni di *quantitative easing* con lo scopo di stabilizzare l'economia di molti Paesi europei. Più precisamente, alcuni Paesi coinvolti – malignamente definiti oltralpe *Club Méditerranée* per la loro comunanza geografica (oltre che di crisi economica) – si attendono dall'acquisto di obbligazioni delle amministrazioni centrali dell'Eurozona e di istituzioni comunitarie per 60 miliardi di euro al mese (fino al settembre 2016) un rilancio della crescita grazie alle «iniezioni» di nuova liquidità. Il meccanismo sottostante è semplice: l'acquisto di obbligazioni sovrane e altri titoli (fra cui *asset-backed securities* e *covered bond*) sul mercato secondario (cioè già in circolazione e non di nuova emissione) avverrà mediante la cessione di moneta di banca centrale, che gli istituti creditizi coinvolti dovrebbero idealmente dirottare ad altre attività finanziarie oppure utilizzare per concedere prestiti all'economia reale.

Fin qui, l'intento pare lodevole, sebbene non siano da trascurare alcune criticità. La prima considerazione poggia, ad esempio, sul fatto che – nonostante gli USA fungano da modello socioculturale per gran parte dell'Europa – alcuni Paesi del «vecchio Continente» guidati dalla Germania hanno osteggiato sia nelle sedi istituzionali preposte sia a livello mediatico le scelte della BCE, che ricalcano però soltanto quelle dell'americano *Federal Reserve Board* (2009-2014). Il comunicato stampa e le risposte alle domande più frequenti (FAQ) del 22 gennaio 2015, con cui la



La nuova sede della Banca Centrale Europea a Francoforte. (Keystone)

BCE giustifica la contestata decisione di intervento monetario espansionistico, divengono un esempio magistrale di equilibrismo oratorio, adducendo a mo' di *mantra* l'unico loro obiettivo statutario, cioè il mantenimento dei tassi d'inflazione intorno al 2% annuo.

Un secondo aspetto pertiene al fatto che il *quantitative easing* sia plasmato per volumi sulla partecipazione delle singole nazioni al capitale della Banca Centrale Europea. L'utilità di un simile «vincolo» non appare però evidente, se si considera come la Deutsche

Bundesbank detenga la quota maggiore fra tutti i Paesi dell'Eurozona e la Germania non abbisogni certo di maggiore liquidità – al contrario, a ben guardare l'evoluzione di alcuni settori come quello immobiliare – o, comunque, non sia opportuno esporla a rischi maggiori. Sebbene, infatti, sia la stessa BCE a chiarire che le ipotetiche perdite di gran parte degli acquisiti sovrani ricadrebbero sulle singole banche nazionali, tale rassicurazione non considera come in un'unione monetaria valga *nolens volens* quanto definibile come

«effetto cordata»: se un Paese membro manifesta problemi di liquidità e/o solvibilità, difficilmente gli altri – a tutela del loro stesso interesse – potrebbero esimersi dall'aiutarlo. Il dilemma greco nasce proprio da questo principio implicito: l'uscita ipotetica della Grecia dalla zona Euro (*Grexist*) aprirebbe scenari d'incertezza per tutti i Paesi membri oltre a lanciare il messaggio (a futura memoria) che la moneta unica non sia poi «irreversibile» come finora da tutti professato.

I dubbi ulteriori su tale decisione

potrebbero poi essere anche altri: ad esempio, dalla scelta temporale – forse tardiva rispetto ad interventi simili di altre banche centrali, che (esauritane la necessità) oramai si apprestano all'inasprimento delle politiche monetarie – fino all'impatto effettivo nei confronti di Paesi tuttora in difficoltà, ma detentori di quote di capitale molto ridotte. Inoltre, il rischio concreto è che il divieto di acquisto diretto di titoli di Stato sul mercato delle nuove emissioni comporti la mera riallocazione di risorse economiche già in circolazione. Su una questione non vi possono essere, però, dubbi: alla BCE non compete certo risolvere problemi endogeni di produttività e/o competitività modesta. Sono gli Stati coinvolti sotto l'eventuale coordinamento delle istituzioni europee, che sono tenuti ad attuare le riforme necessarie. Al contempo, non si può però denegare il vizio strutturale della stessa zona Euro, che (a fasi alterne) è destinato a manifestarsi anche in futuro: 19 Paesi dalle variabili macroeconomiche più disparate – ad esempio, tassi di crescita del PIL, d'inflazione, di disoccupazione, PIL *pro capite* ecc. –, difficilmente possono coesistere sotto l'ombrello di un tasso di cambio e politiche monetarie (ma anche di bilancio e fiscali) unici. Sarebbe come chiedere ad uno *chef* di allestire un piatto unico per ospiti con preferenze (vegane, vegetariane o per la carne) inconciliabili: l'impresa sarebbe dagli inizi condannata a naufragare. Il messaggio è, quindi, chiaro: se l'Eurozona deve sopravvivere «quel che costi» – per utilizzare una formula del Presidente Mario Draghi –, si deve agire con flessibilità, dinamismo e agilità mentali. Altrimenti, sarebbe bene sin d'ora non sprecare risorse.