

RICETTA PER LA CRESCITA

Con l'euro debole facciamo tornare la «cara» inflazione

di **Renato Brunetta**

a pagina 6

Euro più debole e inflazione: le mosse per tornare a crescere

*Gli obiettivi della Bce: cambio con il dollaro ai minimi e stop alla deflazione
Ma la politica monetaria da sola non basta, tocca al governo agire in fretta*

di **Renato Brunetta**

La scorsa settimana si è caratterizzata non tanto per il viaggio del presidente del Consiglio, Matteo Renzi, negli Stati Uniti; non tanto per il dibattito, sempre più duro, sulla riforma del mercato del lavoro e, in particolare, sul superamento dell'articolo 18, ma soprattutto, sul fronte economico-finanziario-Europa-mercati, per la svalutazione dell'euro sul dollaro. Del tutto in secondo piano è passato il tema della Nota di aggiornamento al Def, che il governo avrebbe già dovuto presentare al Parlamento (il termine previsto dal semestre europeo è il 20 settembre di ogni anno), ma che probabilmente solo oggi vedrà la luce. Probabilmente.

Nella settimana che si è appena chiusa, dicevamo, il rapporto di cambio euro/dollaro ha raggiunto il suo livello minimo da 14 mesi: sotto quota 1,28. Il dato non può e non deve passare inosservato, per l'importanza dei motivi che lo hanno determinato e per gli effetti che esso ha, e avrà, sulle maggiori economie mondiali.

Il valore della moneta unica europea è in diminuzione in quanto, da un lato, è in aumento la domanda di attività finanzia-

rie denominate in dollari, che promettono rendimenti superiori, a seguito dell'annuncio della banca centrale americana, la Federal Reserve, di una imminente stretta monetaria: la fine del *Quantitative easing* (*Taper off*) dal prossimo mese di ottobre e l'aumento dei tassi di interesse tra marzo e giugno 2015. Dall'altro lato, al contrario, la Banca centrale europea manterrà bassi ancora a lungo i tassi d'interesse dell'area euro, e si appresta a varare nuove e straordinarie misure espansive di politica monetaria nei prossimi mesi. Ne deriva un ampliamento del differenziale atteso dei tassi d'interesse tra Europa e Usa a favore degli Stati Uniti.

Inoltre, gli ultimi dati disponibili rilevano un peggioramento della bilancia commerciale dell'area euro, determinato in generale dalla cattiva performance economica, in termini di crescita, dei paesi europei, e, più in particolare, dal calo dell'export della Germania nei confronti dei paesi extra-Ue. Questo crea un ulteriore aumento della domanda di dollari (per acquistare beni e servizi americani) e una diminuzione di quella di euro. Il combinato disposto di questi due fattori ha determinato la rivalutazione del dollaro e la conseguente

svalutazione dell'euro cui abbiamo assistito nell'ultima settimana. Mercati in movimento, quindi. Incerti, ma vigili. Fare attenzione. Ottobre è arrivato.

Come abbiamo anticipato, la presidente della Federal Reserve americana, Janet Yellen, la scorsa settimana ha confermato che con il prossimo acquisto, in ottobre, di asset per 15 miliardi di dollari finirà la politica di *Quantitative easing* che fino ad oggi ha assicurato bassi tassi di interesse a sostegno dell'economia. In realtà, il cosiddetto «*Tapering*», cioè la riduzione progressiva, di 10 miliardi al mese, della terza tranche di QE, iniziata a settembre 2012 con acquisti mensili di asset per 85 miliardi di dollari, era attesa da oltre un anno.

L'interazione tra le politiche monetarie della Bce e della Fed, che continueranno a essere di segno contrario, seppur in posizioni invertite, consentirà un riequilibrio in termini di crescita tra Europa e Stati Uniti? Ciò dipenderà dai tempi con i quali il mutamento della politica della Fed si trasmetterà sull'aumento dei tassi d'interesse nell'area dollaro, soprattutto sui tassi a lungo termine, da come la Federal Reserve riuscirà a orientare e/o controllare la progressività

dell'aumento e soprattutto da come la Fed reagirà a possibili scostamenti dei tassi di crescita dell'economia e di disoccupazione americani da quelli previsti e sui quali essa ha basato le proprie decisioni di normalizzazione monetaria. Ma ciò dipenderà ovviamente anche da quel che accadrà in Europa.

L'obiettivo principale che deve porsi oggi la Banca centrale europea è duplice: ottenere una consistente riduzione del tasso di cambio dell'euro e alzare il tasso d'inflazione, per evitare l'emergenza di una spirale deflazionistica già iniziata in vari paesi europei. I due obiettivi sono strettamente connessi, perché la svalutazione dell'euro sembra ormai a molti commentatori l'ultimo strumento per ottenere nel breve periodo, al tempo stesso, un aumento dell'inflazione importata e un aumento della domanda, sia estera sia domestica, di prodotti europei. Questo appare, dunque, l'unico modo per riavviare la crescita, in attesa che l'Europa riacquisti un dinamismo competitivo endogeno.

Il deprezzamento dell'euro sul dollaro dell'ultima settimana sembra dare una risposta al possibile effetto congiunto dell'espansione monetaria in segui-

ta dal presidente della Bce, Mario Draghi e l'annuncio della fine della stessa politica negli Stati Uniti. Qui si pone, tuttavia, una questione di non poco conto per i paesi europei più indebitati come l'Italia. L'afflusso di capitali in Europa ha avuto un effetto benefico sulla sostenibilità dei debiti, determinando un costo del debito ai minimi, e sui valori azionari che sono saliti nonostante la stagnazione/recessione, ma ha avuto come prezzo un ostacolo alla crescita determinato dal valore alto dell'euro.

Il desiderato deprezzamento dell'euro, e, soprattutto, l'attesa di deprezzamento, implica una possibile inversione di tendenza anche dal lato della remunerazione richiesta per il finanziamento dei debiti che, quindi, aumenterebbe, con conseguenti

guai per molti paesi europei e per l'Europa nel suo complesso. Per questo crediamo che la Bce debba prepararsi a un necessario intervento non convenzionale che possa estendersi all'acquisto di debito pubblico (leggi: *Quantitative easing* europeo).

Rimane anche un dubbio complessivo legato al passaggio, annunciato dalla Fed, dall'approccio «*Forward guidance*», fino ad oggi adottato, all'approccio del «*Data-driven stance*». Il primo approccio è quello seguito dal predecessore di Janet Yellen alla guida della Federal Reserve, Ben Bernanke, negli ultimi anni, in base al quale la banca centrale comunica con largo anticipo agli operatori le decisioni di politica monetaria che intende prendere.

Altro approccio è quello di sta-

re a vedere cosa accade all'economia, fare piccole correzioni nei tassi di interesse, o altre azioni di intervento, e annunciare che ulteriori decisioni verranno prese se gli stimoli non si dimostrano sufficienti a far ripartire la spesa in consumi e investimenti (*Data-driven stance*). Questo approccio sembra guidare sostanzialmente anche gli ultimi interventi della Bce e i suoi annunci di ulteriore e crescente ricorso a strumenti di politica monetaria non convenzionali. Gli stimoli monetari messi in campo fino ad oggi dalla Bce non hanno avuto gli effetti sperati. Ha dunque ragione Draghi quando afferma che la politica monetaria da sola è inefficace se non aiutata dalla politica economica, quindi dalle riforme strutturali, degli Stati, e anche che en-

trambe le politiche possono poco se non si sbloccano i mercati e le istituzioni.

La conclusione è che, con la svolta della politica monetaria americana, per l'Italia la strada rischia di complicarsi ulteriormente, e diviene sempre più cruciale la necessità di grandi capacità di *governance* e di decisioni non solo rapide, ma anche forti e condivise. Se fino ad oggi i tassi di interesse sul nostro debito pubblico sono rimasti bassi, per esempio rispetto ai picchi del 2012, grazie alle «magie» della politica monetaria, non solo e non tanto della Bce, ma soprattutto della Federal Reserve, adesso lo scenario sta cambiando e il ruolo dei governi torna centrale. Se si vuole evitare una nuova tempesta finanziaria, le banche centrali non bastano più: la palla è in mano ai governi. Solo ai governi. Purché facciano le cose giuste.

QUANTITATIVE EASING

La Banca centrale europea prepara misure «non convenzionali»

EFFETTO DOMINO

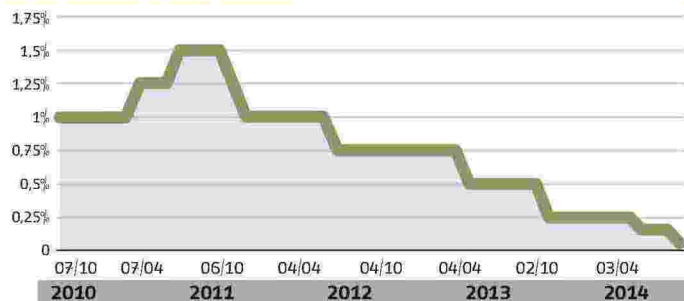
Il cambio di strategia da parte della Fed complica le decisioni dell'Italia

L'ANDAMENTO DELLA MONETA UNICA E DEL COSTO DEL DENARO

IL CAMBIO EURO-DOLLARO



I TASSI DI INTERESSE BCE



I TASSI DI INTERESSE FED

