

# EFFETTI COLLATERALI

di LUCREZIA REICHLIN

Quella di ieri è stata la conferenza stampa più attesa nella storia della Banca centrale europea. Mercati, governi e cittadini aspettavano di capire se Draghi avrebbe ottenuto il consenso nel consiglio per mettere in opera quegli interventi straordinari sul mercato dei titoli di Stato che aveva annunciato a fine luglio. Gli interventi ci saranno, nonostante l'opposizione esplicita della tedesca Bundesbank. È un avvenimento importante, un nuovo capitolo nella storia dell'Unione monetaria, una condizione necessaria per la soluzione della crisi dell'euro, ma rimangono ombre e rischi.

La Banca centrale europea (Bce) farà acquisti di titoli di Stato con scadenze fino a tre anni per stabilizzare la differenza di tassi tra Paesi (il cosiddetto spread). Differenziali giudicati irrealistici rispetto alle condizioni economiche fondamentali. Lo farà senza limiti quantitativi, ma solo per quei Paesi che si sottopongano a una stretta supervisione delle loro politiche di bilancio e di competitività. Rinuncerà al suo ruolo di creditore privilegiato, agirà, in questo caso, e si prenderà i rischi come qualsiasi altra banca. Su tutti i fronti, quindi, farà quanto promesso.

Per la Spagna e per l'Italia questo significa evitare il peggio e guadagnare tempo per perseguire le politiche di contenimento del debito. Ma anche per il futuro dell'euro nel suo insieme l'annuncio è di grande importanza. Se queste misure saranno attuate con tempestività, accompagnate da una comunicazione chiara e trasparente, si può sperare che si crei una nuova fiducia tra gli investitori. Nell'ultimo anno, i flussi di capitali extra-europei verso l'Europa e

quelli del Nord Europa verso il Sud si sono arrestati. Questo blocco di fatto del processo di integrazione finanziaria, che strozza il credito nei Paesi fragili, non è compatibile con la moneta unica. Disinnescarlo è il compito principale della Bce. La coscienza di questa responsabilità è quello che guida le decisioni di Francoforte.

Ma veniamo alle ombre e ai rischi. Primo, il programma può funzionare solo se gli investitori percepiranno che il processo decisionale che lo accompagna non sarà caotico e connotato da una divisione all'interno del consiglio Bce tra Europa forte e Europa debole. Questo renderebbe il consiglio simile a un Parlamento intergovernativo, diviso negli interessi e paralizzato nell'azione. L'efficacia della politica monetaria si basa sulla trasparenza e la credibilità. Per questa ragione la Bce aveva, dalla sua costituzione, insistito su una comunicazione a una sola voce, quella del presidente. Con il dissenso esplicito e persistente della Bundesbank questo è finito.

Secondo, la nuova politica monetaria può avere successo nel preservare l'euro solo se si prenderanno altre misure a livello europeo. Di queste misure, come l'unione bancaria, si è molto parlato ma l'Europa rimane profondamente divisa. Le differenze sono complesse e il loro superamento richiede un processo politico quanto mai periglioso.

Il terzo problema tocca il cuore dell'architettura europea ed è quello della condizionalità. Dando aiuti a Paesi ma legandoli al rispetto di precise condizioni, la Bce deve entrare in temi economici che vanno molto al di là di quelli che competono alla politica monetaria. L'indipendenza della

Banca centrale dai governi è un concetto chiave della costruzione della moneta unica che viene dalla tradizione tedesca ed è motivato dal successo della Bundesbank nel dopoguerra. La condizionalità, invece, implica una relazione stretta tra politiche monetarie e di bilancio e mette a repentaglio l'indipendenza. In questo senso è un paradosso che sia proprio la Germania, sostenitrice storica della separazione tra banca centrale e governo, a chiedere un impegno di Francoforte sul fronte delle politiche di bilancio nazionali. L'ultima ombra è la più seria. La politica monetaria può aiutare, ma non risolve il problema di Paesi che rimangono intrappolati in una crescita negativa e non riescono a riformarsi. Draghi ha fatto la sua parte, ma ora spetta agli altri fare la loro: governi e partiti del Nord e del Sud Europa, sapendo che la situazione rimane molto grave e il sentiero per uscirne è altrettanto stretto.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## Il commento

### La decisione della Bce e gli effetti collaterali