

La linea d'ombra

Riflessioni di strategia

“Riflessioni”

“I giudici tedeschi hanno rafforzato l'euroscetticismo” è il titolo di un fondo scritto da Wolfgang Münchau sul Financial Times del 10 febbraio.

L'articolo fa riferimento alla decisione presa dalla Corte Costituzionale tedesca la quale, chiamata ad esprimersi in materia, ha stabilito che il piano di acquisto di obbligazioni da parte della Banca Centrale Europea, il cosiddetto piano OMT, non rientra nel mandato dell'istituto. La Corte ha sostenuto inoltre che il piano “*viola i poteri nazionali degli Stati membri e il principio che proibisce il finanziamento monetario dei bilanci nazionali*”.

Karlsruhe ha così chiesto un riesame alla Corte di Giustizia europea.

L'annuncio del programma OMT (*Outright monetary transactions*), nonostante non sia mai stato utilizzato, aveva contribuito a calmare le tensioni sui mercati.

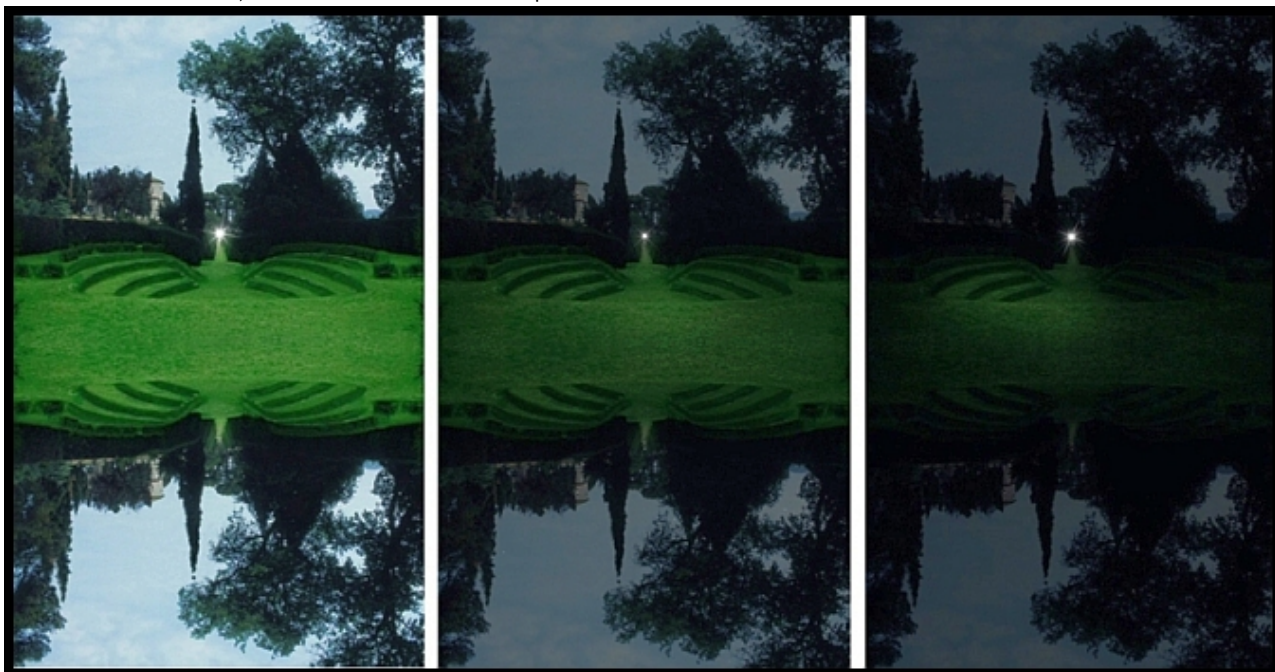
La BCE, nell'apprendere la decisione presa dalla Corte costituzionale tedesca, ha ribadito la legittimità dello strumento, che si sostiene ricada all'interno del mandato dell'istituto, e la Commissione Europea le

ha fatto eco, conferendole piena fiducia.

Non era ancora successo che la Corte Costituzionale tedesca presentasse una questione giuridica alla Corte di Giustizia europea e, per quanto questo atto possa essere letto come una continuità dello scontro tra le due posizioni contrastanti all'interno della Banca Centrale (il giugno scorso davanti ai giudici tedeschi si presentarono il presidente della Bundesbank, Jens Weidmann, contrario all'OMT, e per conto della Bce, Joerg Asmussen, a difesa del piano), è importante riflettere sulle motivazioni legate al pronunciamento. È proprio in merito a ciò che Münchau sottolinea come il capitolo sull'argomento si stia frettolosamente superato, in attesa del pronunciamento di un altro organo giuridico.

La maggior parte degli osservatori ritiene che, probabilmente, la Corte Europea sosterrà le posizioni della BCE, ma non è scontato quale sarà la decisione definitiva e se verrà deciso di cogliere il suggerimento dei giudici di Karlsruhe di una “interpretazione restrittiva del piano OMT”.

La sensazione è che la questione si presenta con



“Un mondo privato”, 2003 Grazia Toderi

tutte le caratteristiche di un potenziale atto di rottura e di scontro, nel caso non venga debitamente affrontata e, come Münchau sostiene, sfociare in una crisi costituzionale, dove la legge tedesca contraddice quella europea. E da questo punto di vista è superfluo dire che sia la Bundesbank sia le istituzioni tedesche rispondono a Karlsruhe e non al Lussemburgo.

Ma quello che più conta, e che preme sottolineare, è come dietro la legittima decisione dei giudici si celi una posizione molto politica sul futuro dell'Europa, che la Corte palesa nel momento in cui indica come il programma OMT possa essere rivisto e accusando lo stesso di essere uno strumento che ha minato i principi della democrazia.

L'auspicio è che la Corte Europea risponda con fermezza alle osservazioni di Karlsruhe, perché altrimenti si rischia di creare una ulteriore lacerazione in un periodo in cui, complici le scadenze politiche, il senso dell'Unione Europea e dell'Eurozona vengono messi in discussione.

L'attività economica, a livello globale, si sta riprendendo, grazie soprattutto alle economie avanzate, mentre in molte di quelle emergenti la domanda domestica risulta più debole delle attese.

Questo è, in sintesi, il commento iniziale del documento che il Fondo Monetario Internazionale ha redatto per l'incontro del G-20, in Australia, del

22 e 23 febbraio.

Proprio ai Paesi Emergenti è ascritta la volatilità recente dei mercati finanziari che ha causato un aumento dell'avversione al rischio. Assumendo che tale fenomeno possa aver causato un aumento della volatilità, ma temporaneo, la visione del contesto economico globale non subisce alcuna variazione.

Tuttavia, continua il FMI, la ripresa è ancora debole e rimangono significativi rischi al ribasso che si individuano nella possibilità di un peggioramento della situazione economico-finanziaria nei Paesi Emergenti e nel basso livello di inflazione in Europa.

Le raccomandazioni fatte dall'Organismo sono perché le politiche monetarie accomodanti delle economie avanzate non siano interrotte prematuramente, visto che il processo di consolidamento fiscale sta continuando e in alcuni Paesi lo scarto dal PIL potenziale è ancora ampio e l'inflazione bassa. C'è spazio perché ci sia cooperazione e discussioni tra gli Istituti Centrali su come porre fine alle politiche monetarie non convenzionali.

Per le economie emergenti, invece, è necessario che siano elaborate e strutturate politiche credibili, con cambi flessibili per permettere gli aggiustamenti esterni, al fine di superare le attuali turbolenze.

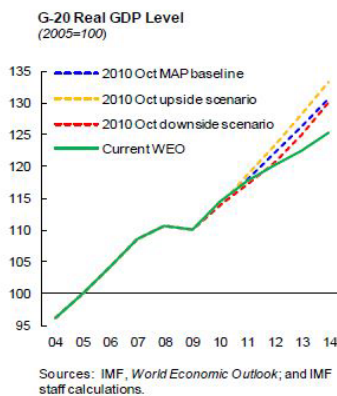


RIFLESSIONI, Jeanfilip tecnica mista su tela 2012

Inoltre, sono necessarie misure per diminuire la disoccupazione e rafforzare la crescita di medio periodo, evitando la creazione di nuovi squilibri e affrontando quelli esistenti.

L'invito a focalizzarsi sulla crescita, con un obiettivo di aumento del PIL - per le economie del G20 - di oltre il 2% nei prossimi cinque anni, è quanto è riportato nel comunicato ufficiale alla conclusione del summit in Australia. Obiettivo ambizioso, quest'ultimo, che va contestualizzato con le altre riforme che l'istituto internazionale ha indicato e che sono in linea di massima condivise da tutti i membri: si tratta di aumentare l'attività economica di 2.000 miliardi di dollari e creare decine di milioni

di posti di lavoro. Nonostante tutto questo, si sottolinea, debba essere realizzato salvaguardando la stabilità dei bilanci dei singoli Paesi, è importante osservare come per la prima volta, dopo gli scorsi anni, le politiche di austerità non sono più la strada prioritaria da

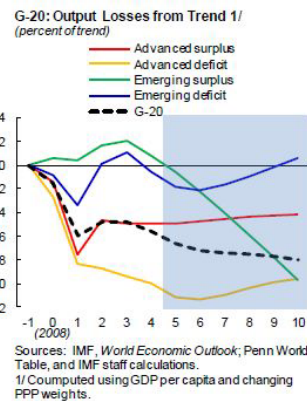


percorrere.

Il messaggio è rilevante, soprattutto in un contesto in cui il ritorno, graduale, ad una normalizzazione delle politiche monetarie risulta essere un passaggio le cui modalità non sono scevre da rischi. Questa fase riguarda soprattutto gli Stati Uniti, ma sarebbe ingenuo pensare che, proprio per l'importanza economico-finanziaria del paese, non vi siano degli effetti a livello globale.

Proprio prima dell'incontro del G20, lo stesso Governatore della Reserve Bank of India, Raghuram Rajan, aveva ammonito sulla possibilità di una rottura delle politiche di coordinamento, legate alla politica di riduzione degli acquisti di titoli da parte della Fed.

Le considerazioni di Rajan riflettono il desiderio delle nazioni emergenti che la Federal Reserve calibri la diminuzione degli stimoli monetari al fine di mitigare gli effetti sulle loro economie e sui mercati finanziari e ricordano le rimostranze del ministro del Tesoro



brasiliano, Guido Mantega, circa un anno e mezzo fa, in occasione della riunione annuale del FMI a Tokyo.

Allora la discussione verteva sugli effetti causati da politiche monetarie eccezionali sui flussi di capitali e lo stesso Mantega asseriva

che i mercati emergenti non li potevano più sostenere passivamente, perché causa di volatilità sui corsi degli strumenti finanziari e sulle valute. La conclusione era che le economie avanzate non potevano uscire dalla loro crisi a spese delle economie emergenti.

I toni, al G20 di Sidney, non sono stati dello stesso impatto mediatico di Tokyo, ma il tenore di fondo non è diverso. Stati Uniti, Gran Bretagna e Germania hanno parlato della necessità che i Paesi emergenti rafforzino la propria situazione fiscale e inizino ad implementare riforme strutturali.

Il Ministro delle Finanze tedesco, Wolfgang Schäuble, ha parlato espressamente della necessità che facciano "i compiti a casa" prima di chiedere la solidarietà del G20.

Per quanto non sia legittimo chiedere ad una Banca Centrale di modulare le proprie decisioni in base alle necessità di altre nazioni, è fondamentale non dimenticare, visto il peso di queste economie a livello mondiale, l'importanza di cambiamenti calibrati e che sia preso in considerazione il possibile effetto degli stessi sugli altri Paesi.

Ma il problema reale è quello della crescita e riguarda sostanzialmente tutta l'economia globale ed è inconfutabile il ruolo avuto dalle Banche Centrali, negli ultimi cinque anni, nel superare la crisi e creare le condizioni necessarie per la ripresa economica.

Adesso è necessario che altri attori entrino in scena e con un grande senso di responsabilità.

L'idea di fissare obiettivi concreti, da parte del G20, non ha dato particolari risultati nel passato e, in alcuni casi, ha solo inasprito le tensioni tra i Paesi

membri.

Un target di crescita generale è una indicazione di prospettiva, che necessita di essere riempito di contenuti. Le Banche Centrali hanno svolto un ruolo molto importante, ma la politica monetaria non può essere l'unico strumento da utilizzare, anche se efficace, da subito, nel mandare dei segnali ai mercati finanziari.

L'impressione è questi stessi mercati continueranno ad essere soggetti alle decisioni delle Banche Centrali e questo è quello che traspare anche dalla reazione alla decisione dei giudici di Karlsruhe.

Quando, nel 2012, il programma OMT fu annunciato, servì a riportare stabilità sui mercati ed a contenere, per poi allontanare, la possibilità di una rottura all'interno dell'Unione Monetaria europea. La Corte Costituzionale tedesca ha gettato un dubbio importante: la possibilità che l'OMT non possa

essere utilizzato. All'indomani del verdetto i mercati non hanno però mostrato alcuna reazione negativa, inclini forse a credere che la Corte Europea potrà alla fine legittimare la decisione della Bce ma soprattutto convinti che lo stesso Istituto sia pronto a introdurre ulteriori misure monetarie qualora lo ritenga necessario.

È probabile che ciò avvenga, ma rimane l'importanza che la Corte Costituzionale del Paese più importante dell'Eurozona si sia espressa negativamente su una misura che viola i principi della costituzione tedesca e anche questo è un elemento che non può essere ignorato.

Pinuccia Parini

Responsabile Ufficio Strategia e Ricerca

Milano, 4 marzo 2014

Disclaimer

La presente pubblicazione è distribuita da Aletti Gestielle SGR. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, Aletti Gestielle SGR non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nella stessa contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza Aletti Gestielle SGR declina ogni responsabilità per errori od omissioni.

La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento né nei confronti di persone residenti in Italia né di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone.

Né Aletti Gestielle SGR né alcuna società appartenente al Gruppo Banco Popolare potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione.

La presente pubblicazione non può essere riprodotta se non previo espresso consenso scritto di Aletti Gestielle SGR, restandone in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale. La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale di Aletti Gestielle SGR e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Aletti Gestielle SGR ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi elemento sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira ovvero è tratto anche prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della sua clientela. In nessun caso e per nessuna ragione, le opinioni riportate nella presente comunicazione possono ritenersi vincolanti per Aletti Gestielle SGR nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione.

I dati citati nella presente pubblicazione sono di pubblico dominio e/o reperiti su fonti accessibili (stampa, televisione, internet) o tali da non precludere la diffusione al pubblico.

Aletti Gestielle SGR SpA. - Via Tortona 35, Milano.