

gli **STATIGENERALI**

LA BCE AL BIVIO E L'ERA WEIDMANN ALLE PORTE



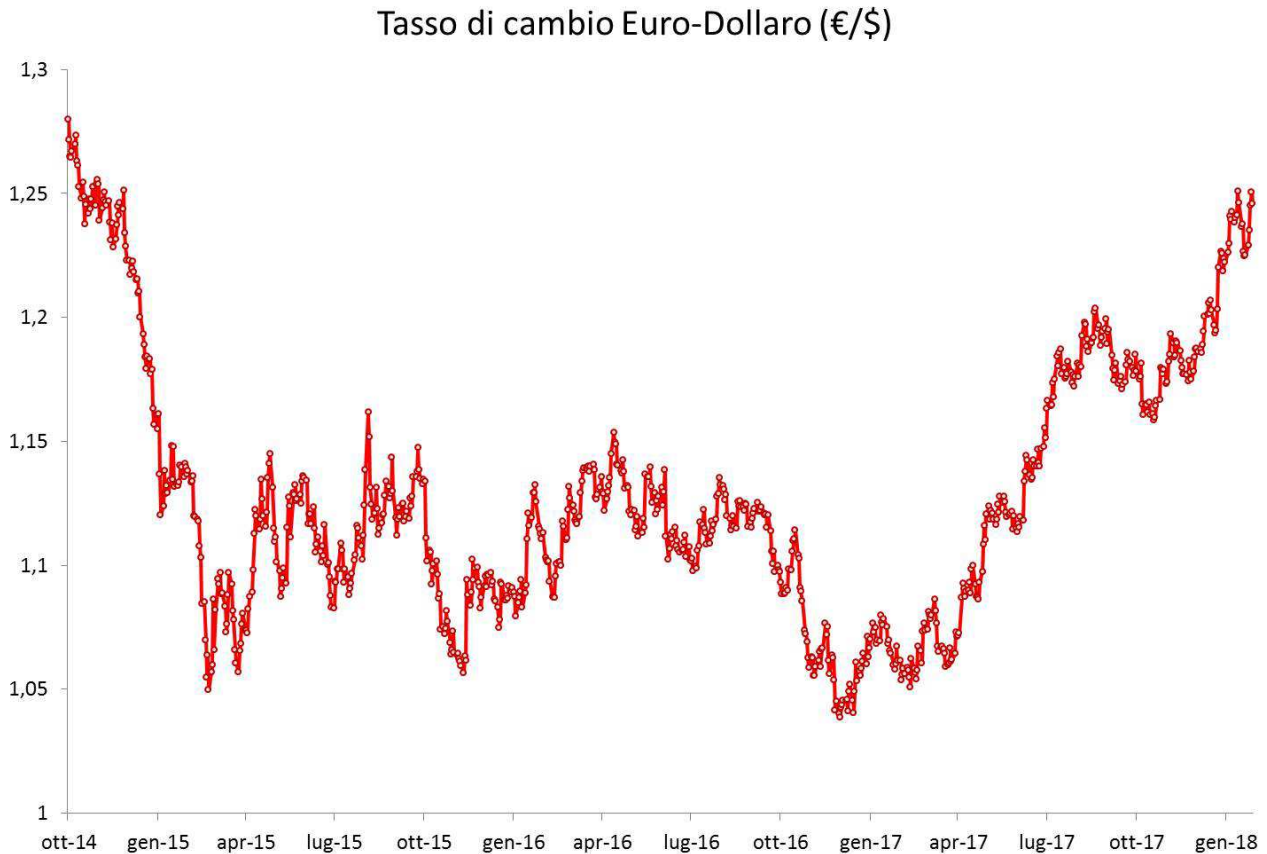
MARCELLO MINENNA

19 febbraio 2018

C'è parecchio fermento nel *board* BCE nelle ultime settimane. La pubblicazione delle minutes relative all'incontro di dicembre hanno segnalato delle prese di posizione sempre più nette da parte dei "falchi" che gravitano intorno alla figura del Presidente della *Bundesbank* Hans Weidmann. I mercati lo hanno percepito, ed è per questo motivo che hanno reagito in maniera oltremodo eccessiva lo scorso 18 gennaio, spingendo l'Euro verso l'alto su valori (1,25\$ per €, cfr. Figura 1) mai più sperimentati dal 2014. In realtà il discorso di Draghi e la successiva conferenza stampa sarebbero state considerate prive di novità rilevanti, quasi noiose solo 6 mesi fa. Ma ora l'aria sta cambiando ed a ben

vedere i segnali di un cambio di passo all'interno della BCE rispetto alla gestione accomodante Draghi sono molteplici.

Figura 1



Fonte: Bloomberg

Peter Praet, uno dei membri del *board* tradizionalmente schierati tra le colombe, ha pubblicamente ammesso che i 3 criteri (cfr. Figura 2) che la BCE utilizza per valutare il raggiungimento degli obiettivi di inflazione potrebbero essere soddisfatti già a giugno, anche se le più recenti stime sono meno ottimistiche. Infatti la convergenza verso un tasso di lungo termine dell'1,8-1,9%, anche al netto degli effetti del QE, si otterrebbe entro marzo, mentre si dovrebbe aspettare giugno per verificare che l'inflazione *core* (al netto dei prezzi dell'energia) si assesti su una media dell'1,1-1,3%. Si preannuncia quindi *de facto* uno stop del *Quantitative Easing* nei mesi immediatamente successivi, tant'è che l'incertezza dei mercati oramai si limita soltanto alla possibilità di un breve rallentamento negli acquisti tra ottobre e dicembre rispetto ad uno stop improvviso a dicembre.

Figura 2

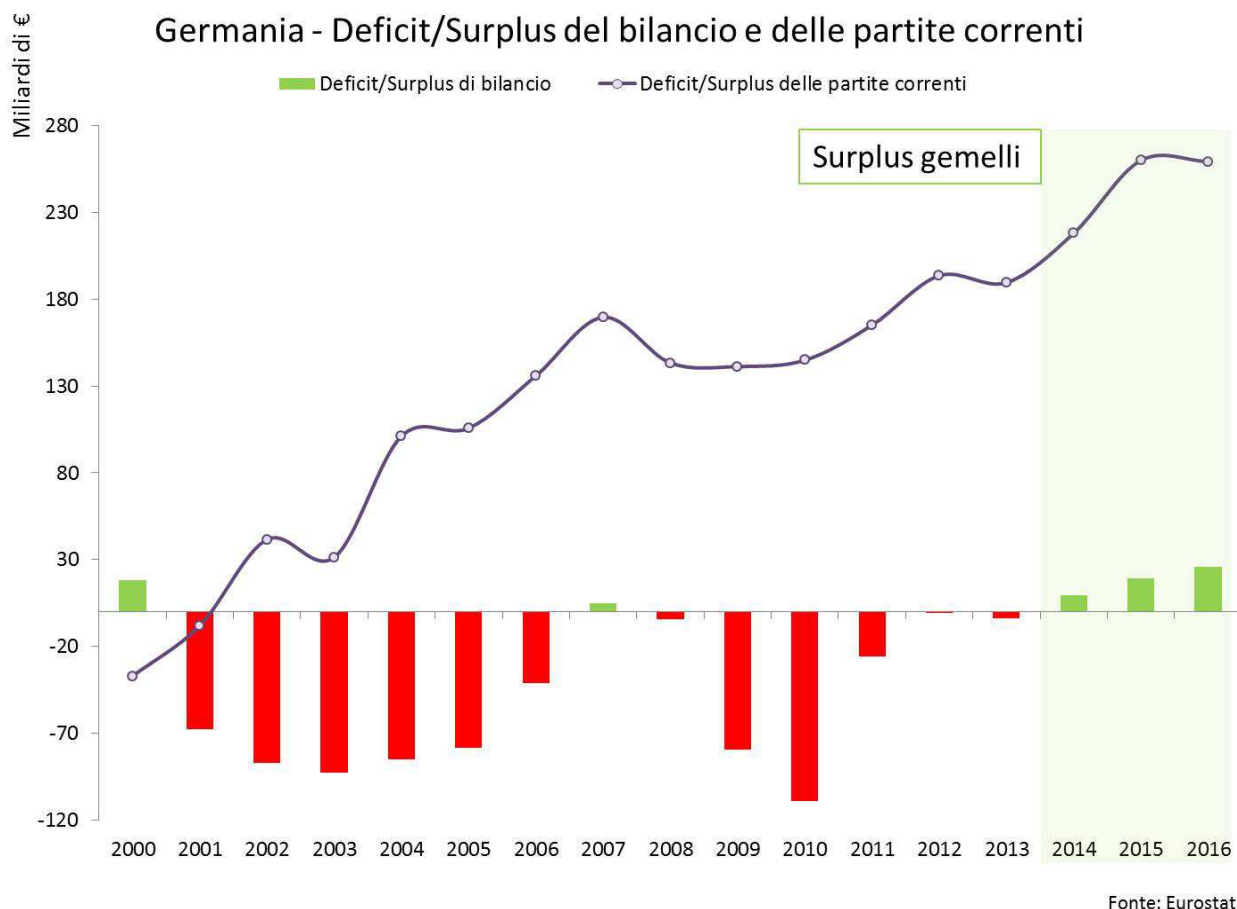
Criteri di valutazione dell'inflazione	Stima Praet	Valori soglia per inizio tapering	Data stimata di raggiungimento degli obiettivi
Convergenza			
Proiezioni di lungo termine dell'indice HICP	1,70%	[1,8%-1,9%]	mar-18
Confidenza			
media mobile a 6 mesi dell'inflazione core HICP	1,04%	[1,1%-1,3%]	giu-18
Resilienza			
Proiezioni di lungo termine con scorporo dell'effetto del QE	1,60%	[1,6%-1,8%]	mar-18

Criteri di valutazione dell'inflazione	Ultima stima	Valori soglia per inizio tapering	Data stimata di raggiungimento degli obiettivi
Convergenza			
Proiezioni di lungo termine dell'indice HICP	1,70%	[1,8%-1,9%]	giu-18
Confidenza			
media mobile a 6 mesi dell'inflazione core HICP	1,01%	[1,1%-1,3%]	3° trimestre 2018
Resilienza			
Proiezioni di lungo termine con scorporo dell'effetto del QE	1,60%	[1,7%-1,8%]	giu-18

Fonte: BCE

Inoltre Weidmann, in genere piuttosto cauto nel suo incedere, ha preso una posizione netta sul tema sempre controverso del *surplus* commerciale tedesco (262 miliardi di € nel 2017, cfr. Figura 3), e stavolta in una risposta ufficiale al Fondo Monetario Internazionale. A fronte di una richiesta di Christine Lagarde di ridurre il *surplus*, eccessivo anche per una società in invecchiamento come quella tedesca, Weidmann ha ritenuto un eventuale aumento del bilancio federale un “esercizio futile”. Secondo lui, il *surplus* resta legato a dinamiche economiche prevalentemente fuori del controllo del governo tedesco. Meglio lo *status quo* a politiche economiche stravaganti. A suo supporto ha fatto subito eco l'ex-colomba Benoit Coeure, secondo cui il *surplus* gemello tedesco (commerciale e fiscale) è necessario per preparare un cuscinetto di protezione contro la prossima crisi.

Figura 3

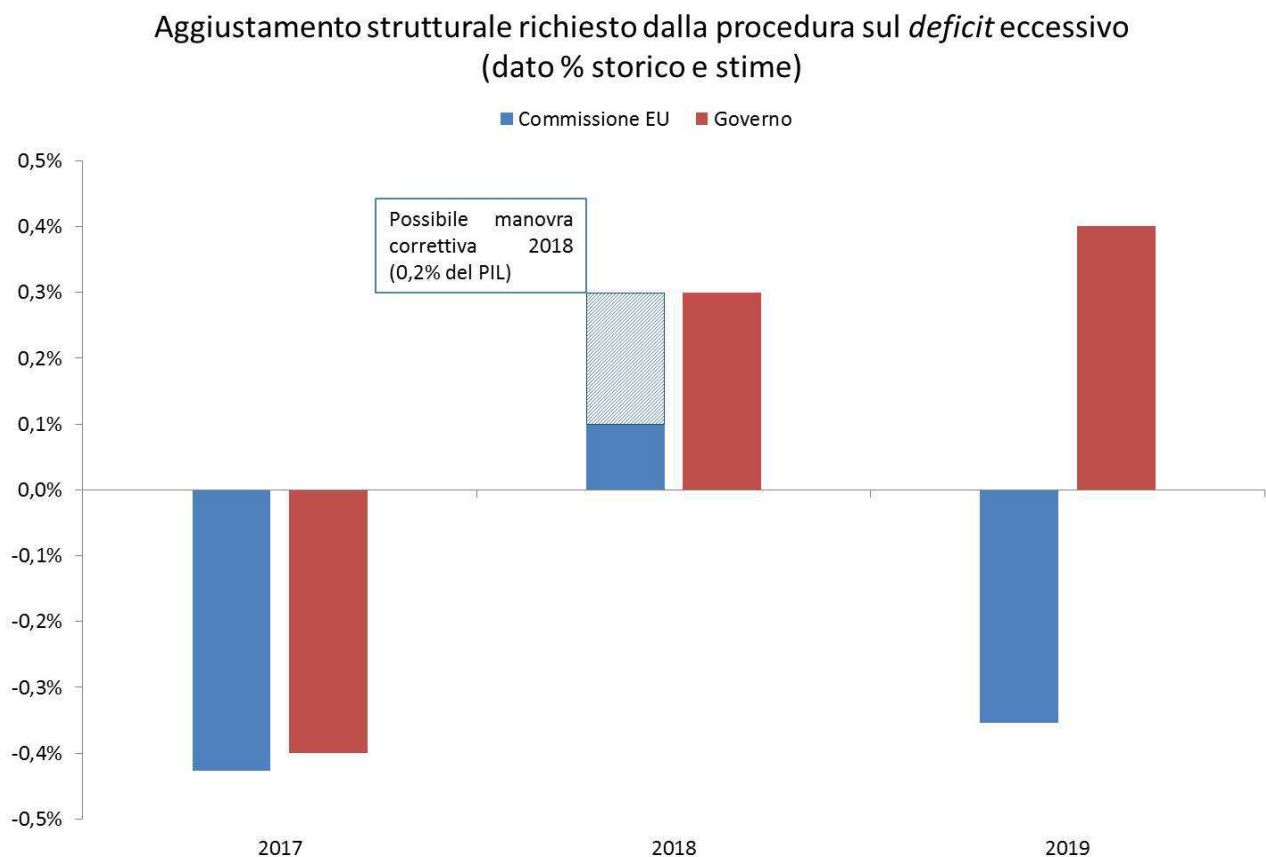


Nel frattempo pare che nuovi dati *Bundesbank* contraddicano l'istituto di statistica tedesco e indichino un *surplus* notevolmente maggiore, mentre stanno acquisendo concretezza le voci di corridoio che vedono un'alleanza tattica tra Germania e Spagna per muovere Weidmann e De Guindos nelle posizioni di Presidenza e vice-presidenza al prossimo rinnovo del *board* a fine 2019.

Un *report* inconsueto ha infine fatto capolino a fine anno sul sito BCE. Si tratta di un'analisi retrospettiva dei comportamenti della Commissione Europea nella valutazione dei bilanci preventivi dei Paesi membri. Al centro delle critiche BCE c'è l'elevato potere discrezionale concesso dal Patto di Stabilità e Crescita nel 2013 e che la Commissione si tiene stretto. Storicamente la discrezionalità ha consentito a diversi Paesi membri di derogare alle regole del *Six Pack* e del *Fiscal Compact*, nel 2014 in favore dell'Italia. Anche quest'anno (cfr. Figura 4) ci sarebbero forti sconti – di un 0,3% di deficit/PIL all'Italia e di 0,4% alla Slovenia – che sarebbero *borderline* rispetto ai criteri economico-finanziari (una ripresa economica atipica ed incompleta) su cui basare l'esenzione. In ogni caso, sembra che rimanga una discrepanza significativa tra le stime del nostro

governo riguardo l'entità della manovra approvata con la Legge di Bilancio 2018 e le stime della Commissione Europea. Secondo la Commissione infatti le misure approvate non coprirebbero che lo 0,1% rispetto allo 0,3% dello sforzo fiscale richiesto (per quanto scontato). Questo lascia spazio a richieste di aggiustamento dei conti pubblici in una misura pari allo 0,2% del PIL (se non maggiore) a cui dovrebbe far fronte un nuovo governo appena insediato subito dopo la tornata elettorale.

Figura 4



In linea generale, la BCE vedrebbe favorevolmente (stavolta in accordo con il FMI) un'eliminazione del potere discrezionale della Commissione, dato che questo ne indebolisce l'autorità in sede di revisione ed indirizzo. Diversi gli indizi che segnalano una perdita progressiva di persuasione da parte della Commissione: mentre in passato Paesi come l'Austria hanno preso le misure necessarie per riportare le cifre in equilibrio a seguito della segnalazione della Commissione, stavolta sembra che non ci sia nessun volontario, nemmeno in termini di mero impegno verbale. Nel 2018 per la prima volta non ci sarà nessun *follow-up* di verifica sui bilanci preventivi, procedura che in genere

avviene in primavera. In ogni caso, riconosce la BCE, a 5 anni dall'avvio del *check* preventivo della Commissione, solo un terzo dei Paesi invia dei bilanci preventivi aderenti alle regole. Questa percentuale è rimasta inalterata nel tempo, a dispetto della ripresa economica in atto.

In definitiva, per la prima volta la BCE valuta la Commissione nell'esercizio dei suoi poteri di indirizzo e la boccia. Strano no? Evidentemente i "piccoli" falchi stanno crescendo.