

BCE L'OMBRA LUNGA DELLA SENTENZA TEDESCA

Può essere controproducente in un momento dove serve ancor più flessibilità, dice Joachim Fels (Pimco)

di **Federico Fubini**

Joachim Fels, tedesco di nascita, è managing director e consulente economico globale di Pimco, uno dei più grandi asset manager al mondo, dove siede anche nel comitato investimenti. Nel suo ruolo, esprime una velata ma evidente preoccupazione per come l'area euro sta rispondendo alla recessione innescata dalla pandemia.

Cosa pensa della sentenza della Corte costituzionale tedesca sulla Banca centrale europea?

«Ci sono buone notizie nella sentenza perché la Corte ha dichiarato che il programma di acquisto di titoli da parte della Bce non è finanziamento monetario. Il Consiglio direttivo della Bce o la Bundesbank dovranno presentare un'analisi costi-benefici più dettagliata del loro programma di quantitative easing. Non credo che abbiano difficoltà a farlo e mi aspetto che il programma di acquisti possa continuare com'è, con la partecipazione della Bundesbank. La Corte tedesca non si è pronunciata contro il programma di acquisti». **Non vede aspetti sfavorevoli in questa sentenza?**

«Ce ne sono. È un altro fattore che indebolisce la posizione della Bce e le rende un po' più difficile essere molto determinata nella sua politica monetaria».

La sentenza riguarda il Public Sector Purchase Programme (Psp) lanciato negli anni scorsi. Ritieni che con i suoi timori sulla proporzionalità possa avere un impatto anche sul più recente pia-

no di QE, il Pandemic Emergency Purchase Programme (Pepp)?

«La sentenza non è sul Pepp, ma sicuramente rende un po' più difficile sbilanciare gli acquisti della Bce verso l'Italia o altri Paesi. Adesso potrebbero essere presentati alla Corte costituzionale tedesca vari altri ricorsi contro i nuovi programmi della Banca centrale europea, dato che quest'ultima sentenza resa a Karlsruhe suona un po' come un invito a fare esattamente questo. Dunque, sì: quello che hanno deciso i giudici costituzionali in Germania rende senz'altro un po' più difficile adottare un approccio flessibile nell'esecuzione del quantitative easing della Bce».

Il Pepp è meno legato da criteri come gli acquisti sui vari Paesi solo in base alla partecipazione al capitale o al tetto del 33% per ogni emissione detenuta in bilancio. La Bce dovrà adattarsi?

«Questa della flessibilità è una questione aperta. Il nuovo programma in effetti è molto meno vincolato dai limiti che valgono nei precedenti. Non credo che la sentenza di per sé sia un problema enorme e la banca centrale può continuare ad agire come lo ritiene opportuno. Ma la nuova situazione può creare un po' di incertezza fra gli investitori. Può creare dubbi sulla volontà e la capacità della Bce di agire in futuro come sta facendo oggi. In futuro, un sostegno incondizionato potrebbe essere più difficile».

Immaginiamo che a un certo punto gli spread si allarghino. Pensa che la Bce, pur continuando nella sua azione, possa non riuscire più

a essere altrettanto efficace proprio a causa dell'incertezza legale?

«È possibile. La sentenza di Karlsruhe è chiaramente controproducente, nel pieno della più profonda recessione in tempi recenti e sullo sfondo di una risposta per ora lenta delle autorità di bilancio a livello europeo».

Crede che la Recovery Initiative europea sarà efficace in termini macroeconomici?

«Questa è la speranza, ma purtroppo è improbabile. C'è ancora molta resistenza politica da cerchie conservatrici, dall'Olanda o dalla Finlandia, contro l'idea di mettere del debito in comune. Lo abbiamo visto. Se credi davvero che i governi facciano qualcosa insieme, allora questa sarebbe stata l'opportunità perfetta. Ma non è successo. Gli ostacoli e l'opposizione alla mutualizzazione del debito sono insormontabili».

Dunque la debolezza istituzionale dell'area euro è anche più evidente con questa crisi?

«Sembra un'unione un po' più imperfetta di quanto apparisse prima di questo episodio. La Corte costituzionale tedesca ha legato le ali della Bce, anche se solo al margine. Può ancora volare, ma le sarà più difficile agire come ha fatto in passato per cercare di impedire che gli spread si allarghino».

Direbbe che con quel che abbiamo visto in queste settimane le probabilità di una rottura dell'euro sono salite o sono diminuite?

«È uno scenario a bassa probabilità e con quel che abbiamo visto in queste settimane è cresciuto un po'».

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Pimco Joachim Fels, consulente globale

