

Mario Draghi e i suoi primi 4 anni alla Bce

# «ABBIAMO FATTO PRESTO»

di Roberto Napoletano  
e Alessandro Merli

Il Sole 24 Ore, sabato 31 ottobre

**R**icorda il novembre del 2011, presidente Draghi? I tassi alle stelle, nessuno al mondo vuole comprare un titolo Italia, i Bot a sei mesi scambiati sul secondario all'8% con quelli a dieci anni sopra il 7. Che cosa le viene in mente, oggi? «Che è cambiato tutto, proprio tutto», risposta secca. In quei giorni, Mario Draghi diventa presidente della Banca centrale europea. Il Sole 24 Ore titola "Fate Presto" a caratteri cubitali, perché sono a rischio il risparmio e il lavoro degli italiani. Se oggi quel risparmio è salvo e i tassi d'interesse sono scesi verticalmente, a volte sotto zero, il merito è della Bce.

«Faremo tutto il necessario», ripete oggi Mario Draghi. Una frase che i mercati finanziari di tutto il mondo hanno imparato a rispettare. Lo disse tre anni fa, quando l'unione monetaria rischiava di saltare. Lo riafferma ora, in una lunga intervista con Il Sole 24 Ore - la prima a un giornale italiano dal suo arrivo alla presidenza della Banca centrale europea, quattro anni domani - per ribadire che la Bce prenderà tutte le azioni necessarie per portare l'inflazione vicino al 2% e favorire così la ripresa ancora fragile. Farà la sua parte e la farà fino in fondo, continuerà a ridurre il prezzo da pagare per le riforme che cambiano in profondità, non quelle di facciata. Saranno le riforme buone, poi, a rendere la ripresa da ciclica a strutturale e sono tutte nelle mani degli esecutivi nazionali.

Presidente Draghi, la settimana scorsa a Malta ha sottolineato i rischi al ribasso sia per la crescita sia per l'inflazione e in particolare ha insistito sugli sviluppi nei mercati emergenti. Anche negli Stati Uniti gli ultimi dati mostrano una crescita in netta frenata. Può quantificare i rischi per la crescita nell'eurozona?

«Indubbiamente, le condizioni delle economie nel resto del mondo si sono rivelate più deboli rispetto a pochi mesi fa, in particolare nei mercati emergenti, con l'eccezione dell'India. Le previsioni di crescita mondiale sono state riviste al ribasso. Probabilmente il rallentamento non è transitorio. Per dare un'idea di quanto sono importanti questi mercati, ricordo che essi valgono il 60% del prodotto mondiale e che dal 2000 tre quarti della crescita mondiale sono dovuti a loro. La metà delle esportazioni dell'area euro va in questi mercati. Sicuramente vi sono rischi al ribasso, sia per la crescita sia per l'inflazione, anche per il possibile rallentamento degli Stati Uniti, di cui bisogna capir bene le cause. La crisi ha causato un forte ribasso del reddito. Rialzarlo dipende da noi. Ciò richiede che si realizzino le riforme strutturali necessarie per aumentare la partecipazione della forza lavoro e la produttività. Nell'area dell'euro ci sono ancora almeno 20 milioni di disoccupati, molti di loro giovani, che occorre riportare nel mercato del lavoro. È un potenziale enorme».

A Malta si è detto anche «meno ottimista» per quanto riguarda le prospettive di inflazione. In base agli ultimi dati, il profilo dell'inflazione partirà da un punto più basso da quello che ci si aspettava anche solo a settembre, come si vedrà dalle vostre proiezioni macroeconomiche di dicembre. È ancora realistico a questo punto parlare di inflazione all'1,7% a fine 2017?

«Farei una distinzione tra le previsioni del prossimo periodo e quelle di medio-lungo termine. Per quanto riguarda i prossimi mesi, il fattore che conta di più sarà il prezzo dei prodotti energetici. Prevediamo che l'inflazione resti vicino allo zero, anche negativa, almeno fino all'inizio del 2016 (segue nell'inserito 1)

(segue da pagina due) Dopo, l'effetto del forte declino dei prezzi del petrolio che si è avuto tra la fine del 2014 e la fine di quest'anno scomparirà dalla variazione dell'indice dei prezzi a distanza di un anno. Ciò porterà a un aumento puramente meccanico dell'inflazione».

Che cosa avverrà a medio termine?

«A partire da metà del prossimo anno fino a tutto il 2017, grazie anche all'effetto ritardato del deprezzamento del cambio, prevediamo che l'inflazione aumenti gradualmente. Ma ciò che è importante osservare oggi è che già con le previsioni di settembre abbiamo ribassato le nostre aspettative di inflazione per il 2017 rispetto a quanto ci attendevamo a marzo quando abbiamo iniziato gli acquisti di 60 miliardi di euro di titoli pubblici ogni mese. Ci vorrà quindi più tempo di quanto previsto a marzo per tornare alla sta-

bilità dei prezzi. Una buona notizia ci viene dalle aspettative di inflazione di medio termine che, dopo essere scese a settembre, sono oggi tornate a un livello superiore all'1,7%, non lontano dal nostro obiettivo di inflazione. Queste cifre vanno comunque prese con cautela perché queste aspettative hanno sempre mostrato una certa volatilità».

Lei ha sempre detto che questo risultato dipende dalla completa attuazione della vostra politica monetaria e ha aggiunto che c'è una flessibilità nel vostro programma di acquisto di titoli per quello che riguarda dimensioni, durata e composizione. Ha detto anche «il 3 dicembre riasmineremo questi aspetti». I mercati hanno acquisito questa data come il giorno decisivo per la decisione della Bce. È un'interpretazione giusta? Avete cominciato a considerare i meriti relativi di queste tre opzioni? Pensate di utilizzarle contemporaneamente?

«Se ci convinciamo che il nostro obiettivo di inflazione a medio termine è a rischio, intraprenderemo tutte le azioni necessarie. Stiamo intanto valutando se il cambiamento nello scenario sottostante è transitorio o meno. Dopo la riunione di Malta, abbiamo inoltre chiesto a tutti i comitati competenti e allo staff della Bce di preparare per la riunione di dicembre del-

le analisi sull'efficacia relativa delle varie opzioni disponibili. Su queste basi decideremo. Vedremo se un ulteriore stimolo è necessario. La questione è aperta. I programmi che abbiamo costruito hanno tutti la caratteristica di poter essere utilizzati con la necessaria flessibilità».

*Per la prima volta però lei ha anche fatto riferimento alla possibile riduzione del tasso dei depositi delle banche presso la Bce e ha detto che «le cose sono cambiate» da quando avevate detto che -0,20% è il limite minimo. Vuole spiegare che cosa è cambiato?*

«Le circostanze sulla base delle quali fu presa la decisione di abbassare il tasso al livello attuale erano proprie di un quadro macroeconomico che è ormai mutato. Sono cambiati il prezzo del petrolio e il tasso di cambio, direi che è cambiata la situazione economica globale. Il tasso d'interesse sui depositi può tornare ad essere uno degli strumenti da utilizzare. Abbiamo ora in proposito un anno in più di esperienza. Abbiamo visto che i mercati monetari si sono adattati in maniera assolutamente tranquilla, fluida, al nuovo tasso d'interesse deciso un anno fa; altri Paesi hanno portato il tasso a livelli negativi, assai più negativi del nostro. Il livello minimo del tasso d'interesse sui depositi è un vincolo tecnico e come tale può essere cambiato quando le circostanze mutano. Il principale test della credibilità di una banca centrale è - l'ho detto altre volte - la capacità di raggiungere i propri obiettivi, non riguarda gli strumenti».

*Sempre a Malta, ha parlato anche di «altri strumenti di politica monetaria». Che cosa aveva in mente?*

«Sarebbe oggi prematuro limitare il menù di strumenti oggetto di analisi da parte dei comitati competenti e dello staff della Bce. Il menù già disponibile è comunque imponente, basti pensare a quello che è stato fatto negli ultimi tre anni. È però prematuro dire che in ogni caso "il catalogo è questo" e che non vi sia altro».

*Alla luce dei risultati ottenuti, pensa oggi che vi siate mossi troppo tardi con il Qe?*

«Io direi che complessivamente il consiglio si è mosso sulla base delle informazioni via via disponibili. Per quanto riguarda il disegno delle politiche, la marcia verso il Qe comincia con un

(segue nell'inserto II) discorso di Parigi a Sciences Po nel marzo 2014, continua con il discorso di Amsterdam dell'aprile dello stesso anno e si completa a Jackson Hole in agosto. In particolare, ad Amsterdam, si afferma che in presenza di un sostanziale deterioramento del quadro macroeconomico sulle prospettive d'inflazione a medio termine, l'acquisto di titoli pubblici può essere giustificato. Man mano che si sono verificate queste condizioni, abbiamo agito coerentemente con quel piano».

*Ma con ritardo, o no?*

«Nell'insieme non direi che abbiamo agito con ritardo: abbiamo tenuto conto delle informazioni che si rendevano disponibili e predisposto il quadro concettuale che ha condotto a quelle decisioni». [...]

*Lei ha parlato prima di quadro macroeconomico globale che cambia. Il vicepresidente della Federal Reserve, Stanley Fischer, ha detto che la Fed tiene oggi molto più conto di fattori internazionali di quanto non facesse fino a qualche anno fa. Questo è vero anche della Bce? E il ritardo nell'avviare il rialzo dei tassi da parte della Fed influenzerà in qualche modo le vostre decisioni, pur tenendo conto che il cambio non è un policy target?*

«Come dicevo, le circostanze esterne, le ipotesi sostanziali le nostre previsioni, contano perché influenzano le aspettative d'inflazione, dunque il profilo del ritorno verso la stabilità dei prezzi e del tasso di crescita. Fa parte del set informativo che noi, come gli

altri policy maker, utilizziamo per prendere le nostre decisioni. Per quanto riguarda la Fed, no, non c'è un legame diretto tra quello che facciamo noi e quello che fanno loro. Entrambe le banche centrali hanno un loro mandato definito nella giurisdizione nella quale operano, quindi loro negli Usa e noi nell'Eurozona».

*In materia di politica fiscale, c'è molta discussione in Europa a livello politico. Lei è stato uno dei primi a usare l'espressione fiscal compact nel dibattito europeo. Ritene adesso, guardando indietro, che il grado di restrizione dei bilanci nell'Eurozona è stato troppo forte dopo la crisi, insomma c'è stato un eccesso di austerità che ha rallentato la ripresa nell'Eurozona?*

«Innanzitutto, ci sono Paesi che non hanno spazio per un'espansione di bilancio, in base alle regole che ci siamo dati. In secondo luogo, dove ciò è possibile, il bilancio deve poter espandersi senza pregiudicare la sostenibilità del debito. I Paesi ad alto debito hanno meno margini per fare questo. Ma lo spazio fiscale non è un dato di natura, si può ampliare, anche un Paese ad alto debito lo può fare. Come? Realizzando le riforme strutturali che fanno crescere il prodotto potenziale, il tasso di partecipazione, la produttività, tutti fattori che aumentano il potenziale per le future entrate fiscali».

*Quale è stato l'impatto della vostra politica monetaria sull'Italia, in particolare sul credito e quindi indirettamente sulla ripresa che finalmente sta arrivando?*

«L'impatto della politica monetaria della Bce è chiaramente visibile nel costo dei prestiti bancari alle imprese e alle famiglie. Dall'annuncio delle misure di espansione creditizia del giugno 2014, in base ad un indice composito che misura il costo dei prestiti, questo è diminuito di 120 punti base per le imprese e di 80 punti base per le famiglie. Lo spread sovrano sui titoli decennali tra Italia e Germania, è sceso da 160 punti base all'inizio del giugno 2014 - per non parlare dei 600-700 punti base del 2012 - a circa 100 oggi. Il tasso d'interesse sui titoli a 2 anni italiani è vicino a zero, era superiore al 5 per cento. Anche lo spread tra i mutui di oltre 1 milione di euro e quelli di piccola dimensione, fino a 250.000 euro, è diminuito. Effetti positivi si sono avuti anche sui volumi di credito. La nostra Bank Lending Survey mostra analoghi andamenti. Nell'insieme, l'attitudine delle banche italiane nei confronti dell'erogazione del credito è cambiata, è più aperta, e continua a migliorare».

*Domani compie quattro anni dal suo insediamento alla presidenza della Bce. È il momento di fare una riflessione su un periodo denso di avvenimenti. Cominciato con un taglio dei tassi alla prima riunione di consiglio da lei presieduta.*

«E un altro alla seconda!».

*Poi con il lancio delle Ltro per finanziare le banche e tutta una serie di decisioni senza precedenti. Quali sono stati i momenti cruciali di questo quadriennio?*

«Certo sono stati anni abbastanza

(segue dall'inserto II) densi, che hanno visto cambiamenti profondi nella struttura della politica monetaria. In questi anni è stata introdotta una varietà di nuovi strumenti in una situazione che era essa stessa straordinaria. A parte i sette tagli dei tassi d'interesse, siamo stati la prima banca centrale che ha azzerato il tasso sui depositi e poi lo ha portato in terreno negativo, che ha per la prima volta introdotto le Ltro con prestiti alle banche a tre anni. Poi le Tltro, e i nuovi programmi di acquisti di covered bond e Abs, infine l'acquisto di titoli sovrani nel marzo 2015. Ciò ha permesso di superare il maggior pericolo per l'unione monetaria: la frammentazione. Nell'agosto 2012, con l'introduzione dell'Omt si è affrontato per la prima volta il rischio di ridenominazione dell'euro e la fram-

mentazione di tutto il sistema bancario e finanziario nella zona dell'euro. Decisione questa convalidata dalla Corte di giustizia europea nel giugno di quest'anno. Per scongiurare questo pericolo è stato anche necessario procedere a un altro cambiamento strutturale, con la creazione dell'unione bancaria e la concentrazione dei poteri di vigilanza nella Bce. Creare l'unione bancaria, quindi lo Ssm, e condurre nello stesso tempo una valutazione approfondita delle banche è stata un'impresa straordinaria, per la quale io sono profondamente grato a tutti coloro che vi hanno contribuito. Tra l'altro, molti sono italiani e la Banca d'Italia è stata una delle protagoniste di questo cambiamento. Poi c'è stato l'ulteriore ruolo della Bce, nel contribuire al disegno dell'Unione monetaria nel lungo periodo, manifestatosi con il cosiddetto Rapporto dei presidenti. Anche questo è stato importante. È aumentato anche il grado di trasparenza delle nostre decisioni, decidendo per la prima volta di pubblicare le minute delle nostre riunioni».

*Vorremmo soffermarci sul suo famoso discorso di Londra, quando disse che la Bce avrebbe fatto tutto il necessario, "whatever it takes", per salvaguardare l'euro, discorso che ebbe un impatto enorme sui mercati. Ci tolga una curiosità: allora si aspettava un impatto di questo genere o lo pronunciò quasi come un'ultima carta, in un momento in cui la situazione si stava deteriorando molto rapidamente? Ritene che, da allora, il rischio di rottura dell'euro sia definitivamente tramontato?*

«È chiaro che allora quel discorso presentava un quadro informativo che restituiva la gravità della situazione, sicuramente. Da allora le cose sono nell'insieme migliorate. Il rischio di frammentazione e di ridenominazione è diminuito di molto, se non sparito. C'è da dire che i Paesi hanno reagito anche loro, avviando un percorso di riforme strutturali e guadagnando credibilità nella politica fiscale. Molto è stato fatto, ma molto resta da fare anche in relazione al futuro assetto dell'Unione europea. Dobbiamo essere in grado di poter proporre ai cittadini dell'Unione europea, dell'area dell'euro, un percorso futuro. Abbiamo tentato di farlo con il Rapporto dei 5 presidenti. Non dico che debba essere seguito integralmente, ma quella mi pare la prospettiva che potrebbe essere fatta propria anche dai nostri leader, dai nostri governi, anche perché l'orizzonte non è sgombro da nuvole. Basta aprire i giornali per vederlo».

*La crisi greca, però, ha determinato una rottura della fiducia reciproca nell'area euro, un danno grave.*

«Non direi. In fondo la fiducia è stata recuperata bene, in primis dal governo greco che oggi dialoga con le istituzioni europee in un clima di grande collaborazione. Il processo di ricapitalizzazione delle banche comincerà a breve, non appena saranno pubblicati gli elementi della nostra valutazione. Quindi non credo che sia rimasto un fondo di sfiducia. Certo è stato un altro test molto difficile che l'Unione monetaria ha però saputo affrontare e superare. È presto per dire una parola definitiva ma se noi oggi confrontiamo il dialogo attuale con il Governo greco con quello di cinque o sei mesi fa, vediamo una grossa differenza».

*Il consiglio della Bce è pronto ad aumentare lo stimolo monetario se ce ne sarà necessità. I suoi critici sostengono che questo attenua l'incentivo a fare le riforme.*

«Penso che questo non sia corretto. Prima di tutto, se osserviamo la scansione temporale delle principali riforme strutturali realizzate nell'area dell'euro negli ultimi cinque anni, emerge che essa non si corrella con il livello dei tassi sul debito pubblico dei Paesi in questione

(segue a pagina quattro)

Italia quando i tassi d'interesse erano già molto bassi e questo vale anche in altri casi. Secondo, le riforme strutturali spaziano su un campo molto vasto. Non credo ad esempio che la riforma del sistema giudiziario abbia a che vedere con l'andamento dei tassi d'interesse. In terzo luogo, l'esperienza recente mostra che, anche quando i tassi d'interesse sono alti perché la credibilità fiscale di un Paese è minacciata, non per questo aumenta la propensione dei Governi a compiere le riforme».

*Come si combinano riforme strutturali e bassi tassi d'interesse?*

«Si completano a vicenda: per fare le riforme strutturali bisogna pagare un prezzo ora per avere un beneficio domani; i bassi tassi d'interesse sostanzialmente attenuano il prezzo che bisogna pagare oggi. Vi è semmai un rapporto di complementarità. Poi appunto ci sono anche ragioni più specifiche, bassi tassi d'interesse assicurano che l'investimento, i benefici dall'investimento e dall'occupazione si materializzano più rapidamente. Le riforme strutturali riducono l'incertezza sulle prospettive macroeconomiche e microeconomiche. Quindi è il contrario, più che vederci un aumento dell'azzardo morale, vedo un rapporto di complementarità, di incentivo. Ma non bisognerebbe mai ridursi a dover attuare il risanamento del bilancio pubblico quando le condizioni di mercato sono divenute disperate. L'esperienza di questi anni mostra che in queste circostanze i Governi spesso compiono errori nel disegno di politiche economiche, aumentano drasticamente le imposte e diminuiscono gli investimenti pubblici senza ridurre sostanzialmente la spesa corrente e rimandando le riforme strutturali che hanno bisogno di un consenso sociale. In tal modo esasperano gli effetti recessivi degli alti tassi di interesse e rendono più lenta la discesa del rapporto tra il debito pubblico e il prodotto interno lordo. In conclusione, nell'area dell'euro, normalmente i mercati non influenzano la propensione dei Governi a realizzare le riforme strutturali; quando ciò succede, perché i Governi hanno troppo a lungo ritardato le riforme, e per il precipitare delle condizioni generali, l'azione di politica economica che ne risulta non è favorevole alla crescita».

*L'unione bancaria può essere considerata completa senza un sistema comune di assicurazione dei depositi, al quale si oppongono alcuni Paesi?*

«L'unione bancaria va completata. Su questo c'è stato un accordo, sia sulla costituzione di un sistema di assicurazione dei depositi, sia su un Single Resolution Fund (per finanziare gli interventi sulle banche in crisi, ndr). Queste cose vanno fatte, anche perché in questo modo uno dei problemi che ha caratterizzato la crisi, il nesso bidirezionale tra banche e Stati sovrani, viene attenuato».

*Parlando della Grecia, lei ha riconosciuto che, anche se metterà in atto il programma, Atene avrà bisogno di una ristrutturazione del debito. Pensa che questa debba essere fatta gradualmente, in modo da mantenere l'incentivo per il Governo greco a rispettare gli impegni?*

«Il debito greco è sostenibile se, prima di tutto, il Governo adempie agli obblighi del programma che ha sottoscritto, assumendosi la responsabilità, la "titolarità", del programma. Secondo, la sostenibilità del debito richiede un suo alleggerimento; che quest'ultimo deve essere di entità tale da togliere ogni dubbio sulla futura sostenibilità del debito stesso, una volta che la prima condizione si sia verificata. Che tipo di "debt relief" fare, come calibrarlo in maniera tale che gli incentivi ad adempiere al programma non vengano stravolti, sono decisioni dei Paesi membri, di coloro cioè sui cui bilanci si ripercuote questa decisione. Su ciò la Bce non ha niente da dire».

(segue da pagina tre) Le riforme del mercato del lavoro, per esempio, sono state attuate sia in Spagna che in

*Questi quattro anni sono stati molto stressanti per tutti, immaginiamo per lei ancora di più visto il suo livello di responsabilità. Ci può dire che cosa l'ha aiutata a superare i momenti più difficili?*

«La forza delle convinzioni e la certezza o la speranza che le decisioni che prendiamo attenuino la sofferenza degli europei che hanno subito le conseguenze della crisi».

**Roberto Napolitano**  
**Alessandro Merli**