www.lavoce.info

Europa / **Finanza**

PAROLA D'ORDINE: STABILITÀ

di **Daniel Gros** e **Thomas Mayer** 14.05.2010

Una crisi bancaria tende a diventare una crisi del debito sovrano e viceversa. Una legge che vale anche nel caso della Grecia e degli altri paesi a rischio. Per l'area euro si tratta di una sfida del tutto particolare perché ha un mercato bancario integrato, ma il debito sovrano resta nazionale. E utilizzare la Bce per sostenere i paesi in difficoltà significa solo rendere molto più grave il problema. Sempre più urgente la creazione di un Fondo europeo. I fondi messi a disposizione per il meccanismo di stabilizzazione potrebbero rappresentare il suo capitale iniziale.

Ricordando le tante crisi degli anni Novanta, Larry Summers ha scritto che in quei casi i politici tendono a percorrere un processo che ricorda da vicino le **cinque fasi** del lutto. **(1)**

Il processo parte con la negazione che la crisi sia in atto, segue la rabbia, con una tendenza ad attribuire la colpa di quanto succede agli speculatori, alle agenzie di rating e così via. Poi c'è la contrattazione – con i mercati, visti come potenziali salvatori. Quarta arriva la disperazione che porta

alla decisione di chiedere aiuto – al Fondo monetario internazionale o all'Unione Europea. È solo con la quinta fase, l'accettazione, che si apre la strada a un piano credibile.

COSA HA FATTO L'EUROPA

Mentre la crisi si avvicinava al suo culmine ai primi di maggio, il **Consiglio europeo** sembrava essersi incagliato nelle prime due fasi del processo: all'inizio la sua posizione è stata che non avremmo avuto **nessuna crisi** perché il Consiglio era pronto a intervenire, poi ha sostenuto con forza che la Grecia stava attuando un programma credibile e attribuiva alla speculazione immorale il diffondersi del contagio a Portogallo e Spagna.

La nostra personale valutazione dei fondamentali della Spagna ci porta a dire che quel paese non è di fronte a una inevitabile insolvenza, ma ciò è irrilevante nel corso di una crisi, quando i mercati non danno ai politici il tempo di passare attraverso le diverse fasi del lutto. Quando il contagio si è diffuso e anche l'Italia non ne è stata più del tutto immune, è diventato chiaro che ogni ulteriore indugio avrebbe portato allo scoppio di una **crisi finanziaria** dai costi enormi. Il Consiglio europeo ha finalmente riconosciuto l'esistenza del problema e ha messo insieme un impressionante piano di salvataggio con 600 miliardi di potenziali prestiti a disposizione dei paesi che incontrino problemi a finanziarsi sui mercati.

Tuttavia, le autorità europee sembrano aver compreso solo in parte la natura e la dimensione dei problemi che l'eurozona si trova ad affrontare. Il punto fondamentale è semplicemente che una crisi bancaria tende a diventare una crisi del debito sovrano e viceversa. E si tratta di una sfida del tutto particolare per l'area euro, che ha un mercato bancario integrato, ma nella quale il debito sovrano resta nazionale.

Una **crisi di liquidità** è in linea di principio un problema di politica monetaria e richiederebbe un intervento massiccio della Banca centrale europea. Tuttavia, la funzione di prestatore di ultima istanza ricade sempre in quella zona grigia tra politica monetaria e politica fiscale, tanto più nel corso di una crisi sistemica quando è incerto il confine tra problemi di solvibilità e di liquidità. Negli Stati Uniti il problema non si pone perché Fed e Tesoro agiscono all'unisono e si garantiscono l'un l'altro. Diversa è la situazione dell'**area euro** dove la Bce non può e non dovrebbe agire semplicemente da agente delle autorità fiscali (nazionali). Nel caso del pacchetto di salvataggio dell'Unione Europea, la Bce ha deciso di acquistare direttamente i titoli nei mercati che considera “disfunzionali”. Siamo su una china scivolosa e pericolosa: ci potrebbe essere lo spazio per interventi limitati quando i mercati crollano nel senso che gli spread lettera-denaro sono così elevati che le contrattazioni si fermano, ma un'operazione su larga scala per sostenere le finanze pubbliche in un certo numero di paesi membri costituisce un attaccco frontale a un principio cardine del **Trattato di Maastricht**.

Inoltre, non dobbiamo dimenticare che se è vero che un problema di liquidità differito è un problema risolto, è altrettanto vero che un problema di solvibilità differito diventa irrisolvibile. Utilizzare la **Bce** per sostenere paesi in crisi significa solo rendere molto più grave il problema.

I CREDITI DELLE BANCHE

L'esperienza degli Stati Uniti nel picco della crisi all'inizio del 2009 ha dimostrato che una combinazione di stress test e forti interventi può ridurre velocemente la percezione del **rischio di controparte**, letale per i mercati finanziari. Tutte le autorità di vigilanza europee dovrebbero perciò sottoporre a rigorosi stress test le loro banche. All'interno dell'area euro, gli Stati membri creditori (quelli del Nord) dovrebbero concentrare i test sull'esposizione verso gli Stati membri del Sud: in particolare si dovrebbe valutare se capitale e riserve sono adeguati per coprire perdite derivanti da scenari negativi in termini di crescita e premi di rischio che influenzano la capacità dei debitori sia

pubblici sia privati di servire il proprio debito. Se gli stress test rivelano che una istituzione non può sopravvivere al default di uno dei paesi problematici, dovrebbe essere costretta ad accettare una ricapitalizzazione e a trasferire i suoi diritti, scontati, al governo, o alle “bad-banche” laddove esistono. In questo modo, ulteriori problemi potrebbero essere “circoscritti” e i governi non sarebbero più costretti a buttare altro denaro per cercare di recuperare quello già perso se il piano di aggiustamento della Grecia (e del Portogallo e della Spagna?) non dovesse funazionare.

La tavola sotto mostra che tutte le forme di credito vantate delle banche dell'area euro nei confronti dei governi ammonta a circa il 130 per cento del capitale e delle riserve. È l'illustrazione della vecchia regola che un default sovrano e una crisi bancaria rappresentano le due facce della stessa medaglia: un **livello eccessivo** di **debito** nel sistema. Tuttavia, per fortuna, il debito pubblico dei tre paesi più a rischio (Grecia, Portogallo e Spagna) ammonta a solo il 14 per cento di tutto il debito pubblico nell'area euro. L'esposizione complessiva delle banche verso il settore pubblico di quei tre paesi è ampia in valore assoluto, circa **400 miliardi** di euro, ma anche una perdita del 50 per cento sarebbe governabile perché rappresenterebbe circa il 10 per cento del capitale e delle riserve aggregate delle banche dell'area euro.

Esposizione delle banche dell'area euro verso i governi in percentale del capitale e riserve (2009)

	prestiti	titoli	totale
amministrazioni centrali	12	64	76
amministrazioni pubbliche	52	77	129

DA MECCANISMO A ISTITUZIONE

Il secondo punto fondamentale è dare ai mercati un segnale chiaro che l'Europa è capace di affrontare un'eventuale **crisi di debito** sovrano in un modo strutturato. L'Europa non può continuare a inventare pacchetti di salvataggio nei week-end e sotto la minaccia di una dissoluzione del sistema finanziario.

Abbiamo già perorato la causa di un Fondo europeo finanziato dai paesi più a rischio, cioè quelli con i più alti deficit e debiti: la sua creazione è ora urgente. Non c'è più tempo per raccogliere il capitale nel modo in cui avevamo suggerito all'inizio, ma un capitale iniziale è già disponibile: gli Stati membri dell'area euro si sono già impegnati per centinaia di miliardi di euro per la Grecia e gli altri paesi sotto il meccanismo europeo di stabilizzazione. Il meccanismo è per il momento solo uno “special purpose vehicle”, ma dovrebbe diventare una nuova istituzione. Il cui compito non dovrebbe essere solo la gestione dei contributi ai vari pacchetti di salvataggio e la supervisione della loro condizionalità, dovrebbe invece essere l'elemento fondamentale di quella struttura di politica fiscale per l'area euro che deve ancora essere definita. E infine, ma non meno importante, questa istituzione, con la sua consistente dote finanziaria, potrebbe anche essere utilizzata per organizzare “l'insolvenza dolce” di uno Stato membro nel caso il programma d'austerità dovesse fallire.

Quest'ultimo è un punto chiave per la credibilità della struttura di politica fiscale che ora dovrebbe essere delineata quanto prima possibile. Se a nessuno Stato membro è permesso di dichiararsi insolvente perché i mercati finanziari non possono assorbire le perdite, l'area euro può sopravvivere solo se tutti gli stati membri si comportano in modo cooperativo e responsabile. L'esperienza ha dimostrato che non possiamo darlo per scontato.

(1) Lawrence H. Summers, “International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures”, The American Economic Review, Vol. 90, No. 2, Papers and Proceedings, May, 2000, pp. 1-16. Nel 2000 Summers era segretario al Tesoro degli Stati Uniti.