

Berlino sbaglia ma anche la Bce può fare meglio

di Guido Tabellini

La crisi valutaria che sta colpendo l'Europa è alimentata da diversi fattori economici: il timore dell'insolvenza della Grecia, la bassa crescita e i disavanzi con l'estero del Sud Europa, la fragilità dei sistemi bancari di molti paesi. Ma vi è anche un altro aspetto che sta diventando rilevante: la sfiducia nelle istituzioni europee (nazionali e comunitarie) e nelle persone che le guidano.

L'improvvisazione, i conflitti, i voltafaccia con cui è stata gestita la crisi della Grecia hanno dato l'impressione che i governi e le istituzioni europee non siano capaci di affrontare le sfide più impegnative. I principali colpevoli sono i governi nazionali, e quello tedesco in particolare. Ora si è avuta un'ulteriore conferma dell'improvvisazione delle autorità tedesche: Bafin, l'agenzia federale per la supervisione finanziaria, ha proibito le vendite allo scoperto sui titoli di stato dell'area euro e su un numero limitato di azioni di società finanziarie; la decisione potrebbe rivelarsi controproducente, perché induce a concentrare le vendite allo scoperto sul cambio o su altri titoli non coperti dalla proibizione, ma soprattutto è stata presa unilateralmente e senza coordinarsi con le altre autorità europee.

Finora la reputazione della Banca centrale europea (Bce) non è stata scalfita. Anzi, il modo in cui ha gestito la crisi successiva al fallimento di Lehman è stato esemplare. Tuttavia, anche la Bce deve stare attenta. La sua opposizione iniziale a un coinvolgimento del Fondo monetario internazionale in Grecia si è rivelata un errore. Né ha giovato la recente intervista rilasciata a un quotidiano tedesco da Axel Weber, governatore della Bundesbank, in cui manifestava il suo dissenso dalla decisione della Bce di acquistare titoli di stato dei paesi euro sul mercato secondario, e il timore che ciò potesse comportare dei rischi per la stabilità.

La credibilità di un'istituzione indipendente come la banca centrale dipende anche dalla convinzione che il suo operato sia guidato da considerazioni tecniche e da principi economici coerenti, e non da esigenze di apparenza politica. A questo proposito, sorprende la decisione della Bce di "sterilizzare" l'acquisto dei titoli di stato con operazioni inverse di drenaggio di liquidità.

Tra il 10 e il 14 di maggio, la Bce ha acquistato circa 16 miliardi di euro di titoli del debito pubblico. Poca cosa, rispetto alle centinaia di miliardi di liquidità in eccesso presso le banche europee. Ma per segnalare il suo impegno a non stampare moneta ed evitare inflazione, la Bce ha anche raccolto liquidità dalle banche, offrendo loro depositi a termine con scadenza settimanale. Peccato però che la stessa Bce, a seguito delle misure eccezionali prese dopo il fallimento di Lehman e tuttora in vigore, continui a offrire liquidità in quantità illimitata alle banche che partecipano alle aste settimanali. In altre parole: oggi la liquidità in circolazione è determinata dalla domanda delle banche, non è fissata dalla Bce.

L'acquisto di titoli di stato sul mercato secondario cambia la composizione del bilancio della Bce, ma non influisce sulla sua dimensione e quindi non altera la quantità di moneta in circolazione. Per cui non c'è nessun bisogno di sterilizzare alcunché.

La sterilizzazione annunciata e attuata dalla Bce, cioè, ha solo un effetto simbolico, non di sostanza. Ma è un simbolo di che cosa? Dell'impegno contro l'inflazione, oppure delle divisioni interne alla Bce? La risposta che occorre tranquillizzare i mercati o l'opinione pubblica tedesca non convince,

perché presuppone che gli interlocutori siano sciocchi. Date le circostanze, la Bce ha fatto bene a intervenire acquistando titoli di stato, perché l'alternativa di non fare nulla sarebbe stata ancora peggiore rispetto al rischio di compromettere la credibilità della banca centrale. Ma oggi la preoccupazione non è l'eccesso di creazione di moneta (che è appunto determinata endogenamente dal sistema bancario), quanto il timore che la Bce possa riempire il suo bilancio di titoli che non saranno interamente ripagati. La sterilizzazione non fa nulla per rispondere a questa preoccupazione.

In situazioni come queste, la credibilità delle istituzioni è fondamentale per guidare le aspettative dei mercati e dei cittadini e riacquistare la fiducia. Tuttavia, anche la coerenza nell'affrontare le questioni tecniche è uno dei pilastri su cui si regge la loro credibilità.