

E ADESSO SPARANO SULLA CROCE ROSSA

di Roberto Tamborini
26 febbraio 2009

L'ultimo fronte aperto dalla crisi finanziaria riguarda gli ingenti spread che i tassi d'interesse sui titoli di stato a lungo termine di diversi paesi dell'area euro stanno registrando rispetto al tasso di riferimento del Bund tedesco. L'entità e la natura del fenomeno, che non pare avere chiare ragioni fondamentali, sono altamente preoccupanti. Tutti i paesi europei sono impegnati in manovre fiscali di sostegno del sistema bancario e dell'economia. Nello scenario migliore, si avrebbe una forte inibizione dello stimolo fiscale collettivo necessario per superare la crisi. In quello peggiore, attacchi speculativi a catena, default sul debito di alcuni paesi, e una seria minaccia alla sopravvivenza dell'euro. Cosa fanno le istituzioni preposte a tutela della nostra moneta?

Il fenomeno ha iniziato a manifestarsi per alcuni paesi tradizionalmente ritenuti "fiscalmente deboli" e con minor merito di credito, quelli amabilmente chiamati P.I.G.S (Portogallo, Italia, Grecia e Spagna) nella cosiddetta "comunità finanziaria" anglosassone. Nelle ultime settimane gli spread si sono ampliati e diffusi ad altri paesi. In cima alla poco encomiabile classifica, insieme alla Grecia, è balzata l'Irlanda, un campione anglosassone precipitato nel girone zootecnico. Ora l'Irlanda sta pagando oltre il 2,5% sopra il Bund tedesco, l'Italia è al 1,5%. Un altro gruppo di paesi solitamente ben accetti sul mercato dei titoli, come Austria, Belgio, Finlandia, Olanda, registra un 1% in più. Siccome il debito di questi paesi è tutto in euro, gli spread indicano unicamente il rischio-paese di default.

L'entità e la natura del fenomeno sono altamente preoccupanti. Tutti i paesi europei sono impegnati in manovre fiscali di sostegno del sistema bancario e dell'economia. Il mercato sconta ingenti emissioni di titoli: questi paesi saranno in grado di far fronte al servizio del debito negli anni a venire? Seguono altre congetture allarmanti. Alcuni paesi potrebbero non essere in grado di farlo, quindi potrebbero optare per un default, almeno per una parte del debito. Se invece dovessero rinunciare alla leva fiscale, potrebbero prendere in considerazione l'abbandono dell'euro e la svalutazione della vecchia moneta nazionale per rilanciare l'economia attraverso le esportazioni. In queste condizioni un ben orchestrato referendum antieuro potrebbe avere successo. Ma si sa, come insegna la crisi del Sistema monetario europeo del '92 dopo il referendum negativo danese, questi eventi innescano reazioni a catena. L'intera area euro potrebbe essere destabilizzata e la moneta unica cessare di esistere. Alcuni osservatori attribuiscono l'attuale rivalutazione del dollaro sull'euro all'idea che la probabilità di scomparsa dell'euro non è più zero. Alcuni autorevoli economisti (come W. Buiter e B. Eichengreen) stanno gettando acqua sul fuoco ricordando, giustamente, che spread non piccoli fanno parte della fisiologia del mercato dei titoli, date le non piccole differenze delle posizioni debitorie nell'area euro. Sono lo strumento con cui il mercato impone la disciplina fiscale ai governi indisciplinati. Dunque, tanto rumore per nulla? Sì e no. Il problema è che il tempo presente non è il più propizio per la lasciare al solo mercato il compito di distribuire le pagelle del merito di credito ai governi. Se gli spread fanno parte della fisiologia del mercato, il mercato ora non è in uno stato fisiologico. Gli spread sono una misura efficiente del rischio se gli operatori di mercato condividono un comune standard di valutazione e agiscono in normali condizioni di liquidità. Nessuno di questi requisiti esiste in questo momento. Lo standard di valutazione in tempi (ritenuti) normali era prodotto da agenzie indipendenti (?) dotate di reputazione. L'esplosione degli spread è iniziata dopo che Standard & Poor's ha declassato il debito di Spagna, Portogallo e Grecia (ma non Irlanda!). Ma, si è chiesto Paul De Grauwe in un duro commento sul Financial Times del 22 gennaio, com'è possibile che queste agenzie siano ancora in affari, quale credibilità hanno dopo aver contribuito ad inondare il mondo di titoli tossici con tripla A, come hanno scelto i governi da colpire, e perché? E perchè dovremmo oggi credere che la loro valutazione del rischio sia corretta dopo che è stata sistematicamente errata per anni? Varie considerazioni suggeriscono che ad una sottovalutazione dei rischi si stia reagendo con una sopravvalutazione. Primo, l'opinione quasi unanime in tutto il mondo è che questo è il tempo per un forte intervento fiscale mondiale coordinato a sostegno dell'economia. Il motto che arriva dagli Stati Uniti è: il problema non è il bilancio, il problema è la recessione. Ed è falso che (solo) essi se lo possano permettere perchè non hanno problemi di bilancio: ne hanno di enormi. Una ragione in più per non lasciarli soli sul fronte fiscale. Secondo, partendo dal cuore americano della tempesta, dovrà esserci, e ci sarà, una gigantesca sostituzione di debito privato con debito pubblico. Per ragioni sia quantitative che qualitative. Da un lato, la capacità di spesa del settore privato è in ritirata in tutto il mondo, o perchè le famiglie e le imprese stanno cercando di ricostituire i loro patrimoni polverizzati, o perchè non trovano prestatori. Dall'altro, i prestatori non torneranno ai loro affari normali fino a che non saranno riusciti a disfarsi del debito tossico privato, e buon debito pubblico è un eccellente antidoto e ricostituente. E' chiaro che i mercati oggi hanno bisogno di debito pubblico. Terzo, riguardo alla UME. Non c'è alcuna evidenza chiara e concreta che le finanze pubbliche

nell'area nel suo complesso possano creare problemi seri (cfr. lo stesso articolo di De Grauwe e le recenti dichiarazioni di Almunia), almeno a confronto con gli Stati Uniti o la Gran Bretagna, o con altre minacce globali all'economia. a) La condizione iniziale pre-crisi era molto più sana. b) Ciò vale anche a livello di singoli paesi, P.I.G.S. inclusi (tutti in fase di rientro e consolidamento del debito, se si esclude forse la Grecia, ma soprattutto per ragioni d'instabilità politica). c) I piani fiscali approvati finora nei paesi UME sono quasi dovunque al di sotto dei valori obiettivi contenuti nel Piano del 1,5% del PIL approvato dalla Commissione in ottobre (vedi qui). d) Malgrado gli spread, rispetto ai picchi anti-inflazionistici del 2008 tutti i governi UME stanno ora pagando meno interessi sul debito, soprattutto sulle scadenze brevi (sebbene la curva dei rendimenti sia ripida in tutto il mondo). Quarto, i timori di una catena di insolvenze statali e di un crollo della UME sono totalmente irrazionali, perché non c'è ci sono i "fondamentali", e perché non può succedere politicamente (cfr. ad es. A. Maccario). Tuttavia, la lunga storia delle crisi finanziarie, inclusa quella in corso, mette in guardia che i buoni fondamentali possono far poco contro la psicologia del mercato, e ancor meno contro la psichiatria del mercato. Secondo la ben nota Prospect Theory di Kahneman e Tversky, chi perde può diventare un cercatore di rischi sistematico. La ricerca di alti rischi per alti rendimenti in reazione alle perdite è il condizionamento psicologico che trascina i giocatori alla rovina. Dunque non possiamo escludere che quello che sta succedendo nel mercato del debito pubblico dell'euro non sia un'ordinaria attività di copertura dal rischio, o eccessiva copertura dal rischio come suggerito da De Grauwe, ma proprio il contrario. Una massa di operatori privi di standard di valutazione credibili e assetati di guadagni ingenti a breve termine, i quali scommettono ampie somme sulla eventualità remota, ma molto lucrativa, di un collasso sistemico dell'area euro (come? per esempio vendendo attivamente titoli di stato in euro e comprandoli in dollari). Generalmente, le strategie di gioco ad alto rischio si autodistruggono e sono destinate a fallire. Tuttavia, rimane almeno una differenza essenziale tra un vero casinò e i mercati finanziari: questi ultimi portano con sé ingenti interessi collettivi. Per il momento, il tiro alla Croce Rossa fiscale può limitarsi a intralciare lo sviluppo di uno stimolo fiscale ampio e coordinato nella UME (vedere la politica di Tremonti per credere). Se il mercato è catturato dall'idea che solo la Germania e il Lussemburgo possono permettersi di spendere, non ci sarà alcuna espansione fiscale, gli scommettitori sugli euro default saranno battuti, ma nel frattempo l'economia europea affonderà nel mare della recessione, e tutti coloro che hanno un patrimonio in una banca o in una impresa lo vedranno scomparire definitivamente. Tuttavia la patologia delle crisi finanziaria insegna che se la massa degli scommettitori raggiunge un certo valore critico, allora la crisi sistemica dell'area euro entrerà nella zona critica delle profezie che si autoavverano. Un singolo episodio (come fu il "No" danese al Trattato di Maastricht per la crisi del '92), può innescare attacchi speculativi a catena forzando le vittime a dichiarare default o abbandonare l'euro. A quel punto, stare sul ponte di prima classe o su quello di terza classe del Titanic farà nessuna differenza. Non dobbiamo mai dimenticare, però, che la causa ultima della tragedia del Titanic non fu il comportamento irrazionale dei passeggeri, ma del comandante e della Compagnia di navigazione. Avvertimenti e critiche sul cattivo design delle istituzioni della UME stanno avendo una triste rivincita in questi frangenti. Una Biancaneve solitaria, auto-referenziale e autistica, circondata da tanti nanetti fiscali non è il migliore dei mondi possibili per affrontare crisi di natura sistemica. Alte e invalicabili mura protettive sono state erette intorno alla finanza pubblica, per poi assistere alla esplosione della crisi nel regno incontrollato della finanza privata. Le finanze pubbliche ora sono chiamate a prendersi cura di quelle private di banche transnazionali che spesso hanno un valore che supra il GDP di un singolo paese, e nello stesso tempo di quelle di contribuenti disoccupati e impoveriti. Come ho detto prima, per salvare il sistema economico occidentale non si potrà evitare uno spostamento massiccio dal debito privato a quello pubblico. Ma questo semplicemente non si può fare nella UME con il suo presente assetto istituzionale. E' già ora lampante che il messaggio autunnale della Commissione, per cui i governi sono autorizzati a superare i vincoli del Patto di stabilità e crescita "di alcuni punti e temporaneamente", si è rivelato ridicolmente insufficiente, se non addirittura controproducente, indicando la strada degli attacchi selettivi ai governi troppo attivi. Mentre (con la consueta euroopacità) si stanno cercando freneticamente delle scorciatoie per aggirare senza violare la no-bail-out clause (la regola che impedisce alla BCE di intervenire a sostegno dei bilanci pubblici) (vedi qui), si rende necessario un approccio interamente nuovo, ancorché straordinario per il tempo necessario alla gestione della crisi.. E' una responsabilità primaria della istituzioni della UME elaborare e trasmettere ai mercati finanziari un messaggio chiaro e forte prima che essi cadano vittime di comportamenti di massa distruttivi. Il cuore di questo messaggio non deve essere che ogni governo può spendere quanto vuole, come vuole e per quanto tempo vuole, ma che una crisi sistemica della finanza privata richiede una risposta sistemica della finanza pubblica. L'euro, come ogni moneta fiduciaria, è un bene pubblico e quindi richiede una linea di difesa da parte delle istituzioni pubbliche. Le idee non mancano, dalla creazione di un vero Tesoro europeo, al lancio di veri euro bonds. Tuttavia, queste idee sembrano richiedere un tempo di maturazione troppo lungo. Ciò che si può e si deve fare immediatamente è che la BCE faccia un passo avanti e informi il mercato del debito pubblico che ogni governo impegnato nelle operazioni concordate in sede comunitaria nel Piano approvato dalla Commissione avrà un rischio di default pari a zero. Sì, questo significa che la BCE è pronta a

finanziare debito sovrano in euro, se si realizzeranno le condizioni necessarie. Di tutte le soluzioni di emergenza di cui si sente parlare o sussurrare questa pare la più lineare, chiara e onesta. Coloro che sono (comprensibilmente) sopraffatti da questa prospettiva, possono consolarsi sapendo che la Fed sta considerando tale eventualità (vedi qui). Ma soprattutto devono tener presente che la BCE ha già infranto quasi ogni possibile tabù dell'ortodossia monetaria e finanziaria, abbattendo i requisiti di collaterale per i prestiti alle banche, accettando titoli di dubbia qualità in cambio di euro veri, e persino comprando titoli spazzatura. Tutto ciò, per quanto dettato da una grave emergenza, è stato fatto in totale assenza di trasparenza e con assoluta discrezionalità in rapporto con entità private d'incerto merito di credito o pubblico interesse. Il risultato è che ora siamo davanti al serio rischio di avere una banca centrale trasformata nel cestino della spazzatura delle banche private, da una parte, e governi in bancarotta, dall'altra. Questa proposta ha almeno il merito di evitare entrambe queste angoscianti prospettive semplicemente invertendo le parti. I governi siano liberi di effettuare i necessari interventi di risanamento dei loro settori bancari (magari con maggior trasparenza e minor discrezionalità nei confronti dei contribuenti) senza scontrarsi con l'alternativa secca di dover lesinare gli interventi di sostegno all'economia. L'azzardo morale dei governi potrà essere contenuto facendo esplicito riferimento restrittivo al menù d'interventi e misure previsti nel Piano approvato dalla Commissione. E, vorrei aggiungere in qualità di contribuente, un po' di rischio di eccesso di spesa da parte dei governi in questo momento mi pare essere abbastanza accettabile a confronto di quelli creati dall'immenso azzardo immorale commesso dai campioni della libera finanza privata. La BCE, se necessario, dovrà comprare un po' di titoli pubblici che, persino nel caso dei P.I.G.S., faranno apparire il suo bilancio e il ruolo istituzionale più rispettabili di quanto non lo siano ora.