

LE MOSSE DI FRANCOFORTE

La medicina Bce e il male europeo

Con l'iniezione di liquidità di martedì, circa 530 miliardi sommati ai 489 di dicembre, la Bce di Mario Draghi si ripropone ancora una volta con una nuova veste, da banca centrale sempre meno ortodossa e più aggressiva nella conduzione della politica monetaria. Le operazioni della Bce sono ancora più ardite se si considera che con quella di dicembre il suo bilancio è cresciuto di circa 170 miliardi, cioè ha letteralmente stampato nuova moneta per più di un terzo della liquidità immessa.

E sicuramente l'altro ieri le proporzioni sono state maggiori. Infatti, il presidente della Bundesbank, Jens Weidmann, ha criticato la "generosità" degli interventi. Non c'è alcun dubbio sull'efficacia di queste operazioni nello stabilizzare il sistema finanziario e sedare gli spread sui titoli del debito sovrano in tutta Europa. L'Italia ne è stata la principale beneficiaria, in particolare sui tassi a breve termine oltre che sul finanziamento diretto delle banche. Ma proprio sul caso italiano sarebbe interessante poter identificare quanto della caduta dello spread sia responsabilità delle operazioni della Bce, della reputazione acquisita dal nuovo Governo, dell'austerità fiscale, degli accordi sui vincoli di bilancio a livello europeo o del salvataggio greco.

Un breve e possibile resoconto degli ultimi mesi potrebbe snodarsi secondo le seguenti linee. Alla fine del 2011, la crisi aveva raggiunto la fase due, cioè di metamorfosi in crisi del settore bancario, dopo quella dei debiti sovrani. Fase che ha richiesto l'intervento della Bce per tamponare problemi di illiquidità e evitare insolvenze. Anziché finanziarsi sul mercato a costi improponibili, le banche si sono approvvigionate a costo quasi zero dalla Bce. Così il debito sovrano è ritornato di nuovo appetibile, per le sue qualità di collaterale ben accetto dalla Bce. Inoltre, il grado di appetibilità dei titoli italiani è stato rinforzato dalle garanzie no-default che sono state date in modo esplicito dal Governo Monti. Questo spiega il forte calo degli spread sulle brevi

scadenze - in linea con il mandato ancora a termine del Governo Monti - che in un gioco di fiducia riconquistata ha impattato anche marginalmente sugli orizzonti più lunghi.

Ma la liquidità della Bce è la medicina giusta per la malattia europea oppure si tratta di un semplice anestetico che funziona nel breve periodo e che non risolve i problemi alla radice?

In effetti, i progressi di queste settimane suggeriscono, forse un po' incautamente, che la soluzione della crisi possa incardinarsi sul seguente mix di politiche: una Bce pronta ad agire in soccorso delle banche come si addice al prestatore di ultima istanza per eccellenza, i governi come ultimi responsabili della propria posizione debitoria, le istituzioni europee come guardiane dei progressi verso l'austerità fiscale, e qualche agenzia come l'Esm atta a fronteggiare situazioni di emergenza. Se fosse questa la soluzione, avrebbero torto tutti quelli che, come chi scrive, hanno sostenuto la necessità di garanzie ultime a sostegno dell'unione o con una maggiore integrazione europea, tramite il debito federale, o con un nuovo ruolo di prestatore di ultima istanza per la Bce a copertura anche del debito sovrano.

Ma il peccato originale rimane. Il pacchetto corrente non risolve il problema fondamentale delle crisi di fiducia su debiti sovrani di taglia XXL come quello italiano. Cioè la possibilità che la semplice sfiducia possa far passare un debito da uno stato di illiquidità ad uno di insolvenza. Giochiamo ancora pericolosamente sull'orlo di questo baratro. Non siamo ancora lontani perché semplicemente non sappiamo che governo avremo nel futuro, quanto grave sarà la recessione, chi mai potrà finanziarci se ricadiamo in difficoltà, cosa potrà succedere se usciamo fuori dal mercato. Sono tutte domande senza alcuna risposta.

Le iniezioni di liquidità risolvono in una certa misura il problema del rifinanziamento delle pas-

sività del sistema bancario, ma non possono sostenere il valore degli attivi al di là dei fondamentali. Parte di queste attività finanziarie sono investimenti in debito sovrano, e qui bisogna sottolineare come la nuova corsa delle banche verso i titoli di Stato aumenta ancor di più il rischio sistemico che, seppure ora è dormiente, sappiamo può risvegliarsi all'improvviso e destabilizzare i mercati finanziari. Ma c'è molto di più e di sconosciuto negli attivi bancari. Si noti che la taglia degli intermediari in Italia è due volte e mezzo più grande del Pil, in Spagna e Portogallo tre volte, in Irlanda dieci. La fase due ha lanciato un campanello di allarme sulla solidità del settore bancario e, inevitabilmente, apre la stagione del deleveraging delle banche proprio quando si apre la terza fase della crisi, quella delicata della recessione. Questa è una crisi da eccesso di debito che, in un modo o in un altro, ora va ridotto. In Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna la dimensione dei prestiti bancari a famiglie e imprese si è notevolmente contratta di recente con forti effetti sull'economia reale. Italia e Francia seguiranno presto. D'altra parte la moneta creata dalla Bce non circola e ritorna indietro sotto forma di depositi.

Il mix fra austerità di bilancio fiscale, riduzione delle leve bancarie, recessione presenta ancora grosse incognite nei prossimi mesi e anni. Rischiamo che prima o poi la malattia europea si ripresenti in una forma più acuta, se mai la liquidità della Bce anestetizzasse anche quelle poche e blande discussioni per una maggiore integrazione europea.

Pierpaolo Benigno
pbenigno@luiss.it

