

L'EUROPA VUOLE L'EURO?

di Roberto Tamborini
07 maggio 2010

La Grecia Ã solo l'inizio. Era prevedibile e previsto che la cura della crisi del 2008 scatenata dai debiti privati avrebbe richiesto un enorme indebitamento pubblico su scala mondiale. Al di lÃ delle specifiche circostanze e responsabilitÃ , la Grecia non rimarrÃ un caso eccezionale e isolato.

La Grecia Ã solo l'inizio. Era prevedibile e previsto che la cura della crisi del 2008 scatenata dai debiti privati avrebbe richiesto un enorme indebitamento pubblico su scala mondiale. Al di lÃ delle specifiche circostanze e responsabilitÃ , la Grecia non rimarrÃ un caso eccezionale e isolato, ma Ã un assaggio delle prove che governi, istituzioni e mercati dovranno affrontare negli anni a venire. La risposta europea finora Ã stata desolante, con un mix di errori concettuali e miopia politica.

Errori concettuali

Coloro che spingono per dare una lezione alla Grecia sono gli stessi che hanno salutato il fallimento di Lehman Brothers come una nuova alba del Capitalismo. Se non si tratta letteralmente delle stesse persone (in qualche caso sÃ), gli uni condividono con gli altri una visione tanto distorta quanto pervicace dei sistemi finanziari moderni. Una visione che, evidentemente, non Ã stata minimamente scalfita dalla dura lezione della crisi del 2008, con buona pace dell'economia come scienza empirica o, almeno, dello spirito (auto)critico che dovrebbe guidare studiosi e responsabili delle politiche pubbliche.

Se c'Ã una lezione che tutti hanno riconosciuto nella crisi del 2008, essa si sintetizza in una parola: interconnessioni. Con la quale si dÃ un nome al fatto che i sistemi finanziari, per intrinseca natura dei loro abitanti e utilizzatori, si costituiscono secondo complesse architetture reticolari (network), con alcuni nodi principali (hub) a cui sono collegati numerosi nodi minori, e numerorissimi punti terminali. Queste strutture, che si ritrovano sia in altri ambiti sociali che in natura, sono oggetto di una ben sviluppata tecnica di analisi (network analysis), la quale perÃ non Ã ancora entrata nella lista delle tecniche gradite da chi decide che cosa Ã importante per lo studio dell'economia (ma un numero crescente di applicazioni provengono da importanti istituzioni, come la Banca centrale europea, la Banca dei regolamenti internazionali e la Banca d'Inghilterra, i quali devono produrre analisi e idee operative d'interesse pubblico e non solo per alcuni circoli accademici1).

Le interconnessioni sono croce e delizia dei sistemi finanziari. Le loro caratteristiche strutturali stanno alla base tanto del grado di efficienza e capacitÃ di resistenza (resilience) del sistema, quanto della sua fragilitÃ . Sotto questo profilo, le interconnessioni presentano due criticitÃ . Primo, sono difficili da tracciare e ricostruire, per la semplice ragione che occorrono dati di bilancio degli istituti finanziari dettagliati e veritieri. Secondo, quando il sistema viene colpito da uno shock locale (una crisi di liquiditÃ o d'insolvenza di un istituto nodale o terminale) le ramificazioni (domino effect) possono essere complicate e remote, piÃ o meno gravi o devastanti (per questo occorre, in genere, fare ricorso ad un'altra tecnica che ai guardiani dell'ortodossia non piace: le simulazioni computazionali).

Le cronache raccontano che, nella notte in cui venne deciso di lasciar fallire Lehman, in nome della disciplina di mercato e per esorcizzare il moral hazard - che pare essere l'unico incubo che affligge i lieti sonni

dell'ortodossia finanziaria - tecnici e dirigenti dei vari enti coinvolti non avessero compreso (forse proprio per la mancanza di dati veritieri) la reale entità e natura delle interconnessioni del colosso di Wall Street, che si dispiegarono drammaticamente la mattina successiva (J. Cassidy, *The New Yorker*, 29-1-2010). Tuttavia, sebbene la network analysis sia una tecnica nuova e difficile, e magari non si dispongono dei dati migliori, almeno il buon senso e l'esperienza dovrebbero suggerire che, primo, i sistemi finanziari moderni sono fortemente interconnessi; secondo, un soggetto finanziario di grandi dimensioni molto probabilmente svolge un ruolo nodale; terzo, la distruzione di un nodo ha tipicamente effetti molto ramificati. A loro volta, questi ultimi possono essere di tre tipi: una catena di fallimenti a valle, una crisi di liquidità in una cerchia più ampia, un aumento di rischio sistemico (non diversificabile) per tutti.

Ma la dimensione non è tutto. Il governo greco è un soggetto finanziario relativamente piccolo. Il debito pubblico greco, pur nella cospicua dimensione attuale, vale circa il 3% del debito sovrano dell'Unione monetaria europea. Il piano di salvataggio iniziale di 40 miliardi di euro (naturalmente si aspetta che aumenti) era circa 20 volte inferiore al Piano Paulson dell'ottobre 2008 per il salvataggio di alcuni istituti finanziari privati americani, e di molte volte inferiore alle somme stanziare da diversi governi europei per singole operazioni come Fortis, Deutsche Bank, Royal Bank of Scotland, per citarne solo alcune. Varie autorità della virtuosissima Germania hanno accantonato risorse di pronto intervento a sostegno del sistema bancario che ammontano al 24,3% del Pil, di cui è stato utilizzato finora poco meno della metà (fonte Commissione europea). Tanto rumore per nulla? Proprio perché l'entità dello shock locale era di dimensioni modeste, si è perso tempo a discutere se gli interessi superiori della solidarietà europea e dell'euro valgono la spesa oppure se la difesa dell'ortodossia finanziaria e della disciplina di mercato valgono lo strappo di un default entro le mura dell'Unione.

Ma questo modo di affrontare il problema è del tutto inadeguato. Il punto da cui partire non è quanto grande è il debito greco, o quanto meritevole di punizione sia la Grecia, ma quali sono le sue interconnessioni finanziarie. Da questa angolazione il problema assume connotati molto diversi, e peggiori, come immediatamente evidenziato dalle turbolenze sistemiche mondiali scatenate dall'ipotesi concreta di un default del governo di Atene.

Chi desidera avere una cognizione un po' più precisa, può consultare il bel rapporto preparato da Amab Das, Jennifer Kapila ed Elisa Parisi-Capone per RGE, l'autorevole sito di Nouriel Roubini. Cito:

Il problema è lungi dall'essere isolato, malgrado l'azione dei prezzi di mercato. La Grecia rimane fortemente interconnessa e, qualora gli attuali timori dei mercati sfociassero in un attacco che si autogiustifica, sia contro banche greche o il debito sovrano, il contagio verso aree che ora sembrano essere al sicuro diventerebbe molto probabile (pag. 1)

Le linee critiche di interconnessione e contagio sono almeno tre. La prima linea corre lungo i rapporti interbancari tra la Grecia e il resto del sistema occidentale. Il primo sistema bancario esposto con la Grecia è quello portoghese, con oltre il 15% del capitale degli istituti monetari e finanziari. Seguono Belgio e Francia (oltre il 10%), e poi Irlanda, Germania e Olanda (tra il 7% e 8%) (fonte BRI e RGE). Queste cifre indicano l'ordine di grandezza dell'ulteriore peggioramento patrimoniale dei sistemi bancari di questi paesi prodotto da un default greco. In buona parte dei casi si tratta di sistemi bancari, ad essere generosi, ancora convalescenti dopo la crisi del 2008.

La seconda linea di contagio si dirama verso i sistemi finanziari dell'Europa centro-orientale, per i quali la Grecia costituisce un nodo regionale. Le banche greche sono esposte nell'area con quote della loro

esposizione totale che variano tra il 17% in Romania, il 28% in Albania e il 71% in Macedonia (fonte BRI e RGE). Le banche greche erogano il 22% del credito totale albanese, il 23% di quello romeno e il 31% di quello bulgaro (fonte BRI e RGE). In genere non si tratta di crediti di qualità primaria. E' evidente che un default dei titoli di stato che hanno in portafoglio, costringerebbe le banche greche a rientrare immediatamente da queste linee di credito, provocando un credit crunch di grave entità nell'area in questione. Non occorre ricordare che, anche in questo caso, si tratta di paesi con serie fragilità finanziarie, nel mirino dei mercati e con terapie del Fondo monetario in corso.

La terza linea critica di interconnessione, non ha una natura per così dire tangibile come le altre due, ma passa attraverso l'elaborazione delle informazioni da parte degli operatori di mercato. Questa dimensione dell'interconnessione è poco considerata nei modelli di network, ma è tuttavia di grande importanza e aggiunge ulteriore complessità al quadro. Ci sono almeno due aspetti che mi paiono di grande rilievo e problematicità.

Il primo è quello che chiamerei l'effetto di anticipazione dei meccanismi di rete. Partiamo pure dall'ipotesi classica di efficienza informativa: gli operatori di mercato hanno informazioni corrette sull'interconnessione tra Grecia e Portogallo, e quindi speculano contro i titoli portoghesi anticipando l'effetto del default greco sul Portogallo. Il secondo lo chiamerei l'effetto di creazione di meccanismi di propagazione, che nasce dalla coagulazione di credenze su interconnessioni non tangibili ma che si autoavverano. Per esempio, nessun dato evidenzia interconnessioni critiche tra Grecia e Spagna o Italia, ma l'opinione di mercato, in questo momento, è che il default greco giustificerebbe vendite speculative anche dei debiti sovrani di questi paesi, o addirittura una rottura dell'Unione stessa. Questo sarebbe paradossale, in quanto l'evoluzione prevedibile del debito sovrano aggregato dell'Unione appare migliore di quello del Regno Unito o di quello federale degli Stati Uniti. La concreta probabilità di realizzarsi di questi eventi dipende solo dalla numerosità dei credenti.

Purtroppo, nel vuoto di concreta e sicura guida politico-istituzionale che contraddistingue la Ume, i suoi simulacri incarnati nel Trattato di Maastricht e nel Patto di stabilità e crescita, fungono da catalizzatori di credenze. L'idea, che aleggia costantemente sul nostro continente, secondo cui una crisi finanziaria pubblica (perché abbiamo visto che quelle private non contano) verrà sempre trattata come problema di un singolo paese, e non verrà mai affrontata come problema sistemico, non sta scritta nelle leggi dell'economia, ma nei nostri Trattati. E ci basta per rendere razionale, dato il quadro concettuale, speculare contro i debiti sovrani europei, o scommettere su una rottura dell'Unione, se la credenza comune del mercato è sufficientemente forte. Come diceva un noto aforisma, abbiamo dato ai mercati la corda con cui impiccarci. Questo spiega il paradosso per cui sono state le resistenze al salvataggio della Grecia in nome dei Trattati e dell'euro a scatenare gli attacchi contro l'Euro-zona.

Miopia politica

In questo quadro piuttosto desolante, la Germania occupa i posti di prima fila, essendo tornata indietro di diversi decenni, regredendo al suo stato post-bellico di gigante economico coi piedi politici di argilla. Il messaggio che un'emergenza continentale deve rimanere subordinato agli interessi di una faccenda interna è stato devastante.

Le classi dirigenti tedesche sembrano preda della propaganda popolar-populista secondo cui l'euro è solo un sacrificio che i tedeschi hanno generosamente concesso al resto d'Europa in cambio del rilascio dei fratelli dell'Est. Questa è pura propaganda. Per tutti i paesi che partecipano all'euro ci sono costi e benefici. I benefici tedeschi sono consistenti e si concretizzano nella protezione del loro bene primario: un'area di libero scambio continentale a cambi fissi entro cui circolano indisturbate oltre i due terzi delle loro preziosissime esportazioni al riparo da svalutazioni competitive. Il fenomeno, va ricordato a chi ha memoria corta, che aveva

destabilizzato l'economia europea, e distrurbato quella tedesca, a partire dalle fine dei cambi fissi di Bretton Woods. I tedeschi hanno avuto il merito, in questi ultimi dieci anni, di aver conseguito ingenti guadagni di competitività reale all'interno della Ume. Bravi, ma questo significa che la moneta comune, da questo punto di vista e in questo momento, rappresenta un serio costo per gli altri, non per loro. Come dimostra la distribuzione dei saldi commerciali nella Ume.

Certamente, i "paesi mediterranei" subirebbero altri gravi danni dalla rottura dell'Unione, ma la minaccia tedesca di escluderli e tornare alla vecchia idea di un super-euro nord-europeo non è credibile, in quanto la sua prevedibilissima super-valutazione nominale si mangerebbe in breve tempo i guadagni di competitività reale conseguiti con fatica in questi anni, e restringerebbe sensibilmente i mercati di sbocco naturali delle merci tedesche.

In secondo luogo, è comprensibile che i contribuenti tedeschi non vogliano buttare i loro soldi per salvare la Grecia, ma andrebbe spiegato che i loro soldi andranno a sostegno anche delle loro banche; e che l'alternativa sarebbe, probabilmente, di darne di più direttamente alle banche tedesche ulteriormente dissestate dal default greco e dalle sue ripercussioni continentali. Queste sono le tortuose e intricate complessità dei network che disturbano i cultori del pensiero lineare, ma a cui i responsabili delle politiche pubbliche non possono sottrarsi.

L'ulteriore argomento che dipinge la Germania quale zelante baluardo delle regole e dei Trattati andrebbe, pudicamente, messo da parte. Come ha ricordato niente meno che Theo Waigel, l'arcigno ministro della Finanze del governo Kohl che impose il Psc come condizione per il varo dell'euro, i primi a violarlo sono stati i tedeschi, quando si sottrassero alla procedura d'infrazione della Commissione con la complicità interessata di Francia e Italia. Inoltre, la Germania in questo momento non è per niente in condizioni di finanza, privata e pubblica, tali da poter ergersi ad esempio degli altri. Non va dimenticato che se gli Stati Uniti sono stati l'epicentro mondiale della crisi finanziaria, la Germania ne è stato l'epicentro europeo. La Bce a trazione tedesca, che deve rimanere immune da acquisti di titoli di stato, durante la crisi ha acquistato carta straccia contro euro veri da svariati istituti privati di dubbia rilevanza pubblica, in buona parte di provenienza tedesca.

Occorre una riconferma chiara dell'euro come scelta irreversibile, la quale dovrebbe essere presentata come essa è: un interesse nazionale dei paesi europei, in testa la Germania. E azioni politiche coerenti dovrebbero seguirne. Tra queste non può mancare un certo grado di solidarietà fiscale tra i paesi membri o di devoluzione di competenze fiscali a livello comunitario. Operazioni non facili entrambe, che dipendono solo dalla Germania. Ma che certo non sono agevolate da leader politici che anche su questo fronte sembrano più inclini a seguire le onde emotive populiste piuttosto che ad incanalarle in politiche razionali.

Occorre un nuovo approccio

Come impedire un'altra Grecia? Si ritorna a parlare di riforma del Psc (sarebbe la seconda in pochi anni). C'è chi vuole rendere ancora più stringenti e meccaniche le regole che ci sono. Naturalmente non vorremmo rivedere conti pubblici (e privati) truccati. Ma il mero inasprimento delle regole attuali sarebbe una soluzione miope in quanto insisterebbe sull'approccio sbagliato ab origine del Psc. Il quale, come noto sin dal concepimento, ha diversi difetti, di cui ricordo solo i principali.

Il primo che dà troppo peso ai flussi di bilancio (disavanzo sul Pil) in un'ottica di breve periodo, e troppo

poco agli stock di debito in un'ottica di lungo periodo. Il secondo Ã che in recessione i governi sono spinti a fare politiche pro-cicliche. Il terzo Ã che la dimensione di controllo e protezione del rischio sistemico Ã del tutto assente. Concepire un'unione monetaria che puÃ² funzionare "solo se c'Ã il sole" (L. Caracciolo, La Repubblica, 7-5-2010) Ã totalmente privo di senso. Come negli Stati Uniti o in Canada, Ã necessario che ciascun paese membro rispetti le regole di disciplina fiscale in casa propria in tempi ordinari, ma anche che ci sia qualcuno che pensi per tutti al di sopra di tutti (almeno) in tempi straordinari.

Rispetto ad entrambi gli effetti di interconnessione che ho richiamati, le autoritÃ pubbliche sono investite di responsabilitÃ di primissimo ordine. Primo, comprendere il piÃ¹ precisamente possibile le interconnessioni del problema sotto esame. Secondo, intervenire in maniera rapida ed efficace in modo da inibire il piÃ¹ possibile gli effetti di anticipazione e di creazione di meccanismi di propagazione dovuti ai mercati. In taluni casi, questi interventi possono richiedere una molteplicitÃ di strumenti e di fronti d'intervento, sia nel luogo (banca, paese, â€) epicentro dello shock, ma anche laddove Ã interconnesso. Lasciare questo livello globale di responsabilitÃ fiscale a negoziati caso per caso tra i condÃ²mini Ã distruttivo, come Ã sotto gli occhi attoniti del mondo in questi giorni.

Il concetto di interconnessione e rischio sistemico irrita i cultori dell'ortodossia finanziaria in quanto essi lo vedono come una "scusa" sempre buona per salvare i cattivi soggetti. Questo atteggiamento Ã sorprendente, in quanto Ã la stessa ortodossia finanziaria che (giustamente) raccomanda l'apertura dei mercati, l'integrazione finanziaria, la creazione di grandi soggetti globali. L'euro l'abbiamo fatto anche per queste ragioni. I sistemi reticolari interconnessi con alcuni grandi nodi "troppo grandi per fallire" non sono un'opinione o un'ideologia: sono la conseguenza di queste politiche. Non si possono avere le une senza gli altri. Questo significa che la minaccia di fallimento, in un sistema finanziario di questo tipo, non Ã credibile nella gran parte dei casi e dei soggetti per cui dovrebbe esserlo. La disciplina dell'azzardo morale va interamente ripensata. Per esempio, come ha suggerito Roubini, il fallimento di uno hub puÃ² essere assorbito a condizione che siano prima recise le sue interconnessioni, cioÃ² erigendo adeguate barriere protettive dei soggetti collegati.

In concreto: o si salva la Grecia, con la giusta dose di severitÃ e rigore, o qualunque altra soluzione impone che si mettano in sicurezza tutti gli altri soggetti connessi. Come mostrano le reazioni dei mercati, precetti di pseudosaggezza del buon tempo antico del tipo "ognuno deve fare i compiti a casa propria" possono solo portare al naufragio dell'euro.

1 Ad esempio A. G. Haldane, "Rethinking the financial network", Bank of England, Aprile 2009, mimeo.

2 Buiter W., Corsetti G., Roubini N. "Excessive Deficits: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht", Economic Policy, 1993, vol.16, pp.58-87.