

Un sistema fragile Dopo quanto è accaduto tra il 2010 e il 2012 è necessario adesso capire che cosa debba essere fatto per rafforzare la nostra Unione e quali possano essere le basi di un negoziato non velleitario con i nostri partner europei

L'EURO, LA CRISI DEL DEBITO E LE LEZIONI PER IL FUTURO

LA RIFLESSIONE

**Euro e fragilità
Le 4 lezioni
di una crisi**

Sono stati costruiti negli scorsi anni nuovi strumenti per garantire la stabilità della moneta unica, ma purtroppo tutto ciò, ancora una volta, pone l'enfasi sulla prevenzione e non sulle soluzioni

di **Lucrezia Reichlin**

La grande crisi globale del 2008 e la crisi del debito europeo del 2010-2012 che ne è figlia, sono state il vero test per la solidità dell'Unione Monetaria e l'adeguatezza delle istituzioni che la sostengono. Un test ma anche un insegnamento su cosa debba essere fatto per rafforzare la nostra Unione e quale possa essere la base di un negoziato non velleitario con i nostri partner europei. Questo articolo, che segue quello di ieri sull'origine dell'euro e il suo governo economico, analizza gli anni della crisi.

Sono quattro — a mio avviso — le lezioni della crisi. Primo. Per essere credibile, il principio stabilito dal Trattato di Maastricht, del «no bail-out» (nessuno Stato dell'Unione può salvarne un altro) combinato all'impossibilità di uscire dall'euro, deve essere accompagnato dalla possibilità di ristrutturare il debito sovrano in caso di insolvenza. «No bail-out», «no exit» (dall'euro), «no restructuring» è stata giustamente chiamata dall'economista Willem Buiter una trinità impossi-

bile. La trinità implica che, di fronte a un caso di insolvenza — pensiamo qui alla Grecia — il solo strumento disponibile sia un consolidamento di bilancio draconiano che finisce per ammazzare l'economia. Questo sistema, inoltre, non è credibile tanto è vero che, alla fine, il debito greco è stato ristrutturato. Il ritardo e il modo caotico con cui questo è stato fatto hanno comportato enormi costi non solo per la Grecia, ma anche per tutti i contribuenti europei.

Secondo. Un'Unione Monetaria è vulnerabile ad attacchi speculativi sul debito sovrano i quali creano crisi di liquidità che si auto-alimentano potendo diventare, se non si hanno strumenti per arrestarli, crisi di insolvenza. Ne ho parlato nella prima puntata. È interessante osservare come i mercati siano passati improvvisamente dalla situazione degli anni 1999-2010, in cui valutavano il debito pubblico di tutti gli Stati membri come egualmente rischioso, a un eccessivo pessimismo nei confronti dei Paesi più deboli, negli anni seguenti. Nel primo periodo il rischio Paese era sottovalutato

perché si credeva ad una garanzia implicita della Banca Centrale Europea. Nel secondo, viene sopravvalutato perché nasce il dubbio che non ci sia un'istituzione in grado di erogare liquidità in caso di stress di finanziamento. L'esempio più tangibile per noi è stato la speculazione contro il debito sovrano italiano del 2011 e 2012.

Terzo. In un'Unione Monetaria, le banche «cross-border» sono essenziali alla diversificazione del rischio poiché permettono l'ottimizzazione della liquidità in caso in cui i Paesi siano colpiti diversamente da una crisi. Ma affinché possano svolgere questa funzione, si ha bisogno di strumenti federali per la loro risoluzione e di una assicurazione sui depositi anch'essa federale. In assenza di



questi strumenti il rischio della banca resta legato a quello del Paese singolo e anche le istituzioni «cross-border» si rinazionalizzano.

Quarto. Una crisi finanziaria in una Unione Monetaria, se non accompagnata da strumenti che convincano gli investitori dell'integrità della moneta unica, crea il cosiddetto rischio di ridenominazione, cioè il rischio di un ritorno alle monete nazionali. Quest'ultimo spinge gli investitori stranieri a tornare a casa. Il mercato finanziario, quindi, si balcanizza. In questa situazione le banche — se in crisi — diventano dipendenti dalla capacità di intervento dei loro governi nazionali e i Paesi che hanno bisogno di rifinanziare il loro debito, dalle loro banche nazionali. Questo crea una correlazione tra rischio bancario e rischio sovrano. L'effetto è che le banche dei Paesi a rischio hanno maggiori difficoltà a rifinanziarsi e di conseguenza impongono tassi più alti alla clientela innestando un meccanismo in cui, invece della condivisione del rischio che avviene naturalmente in mercati integrati, il rischio si concentra. A questo punto i vantaggi della moneta comune spariscono e la politica monetaria ha grandi difficoltà ad operare.

Questa ultima lezione non va sottovalutata. L'integrazione dei mercati finanziari ha un ruolo fondamentale per la condivisione del rischio tra Stati. Un altro strumento per la condivisione del rischio è quello fiscale che opera attraverso una tassa federale progressiva. A differenza che negli Usa noi non ce l'abbiamo e il dibattito pubblico si è spesso focalizzato sulla necessità di questo strumento. Tuttavia, anche negli Usa il ruolo fondamentale per la condivisione del rischio lo svolgono i mercati finanziari e non il fisco ed è per questo che i progetti di riforma in Europa devono prestare molta attenzione a questo aspetto. Un'Unione Monetaria non può funzionare se non si preserva l'integrazione dei mercati finanziari. Le regole fiscali combinate alla balcanizzazione dei mercati e alla impossibilità di usare la leva del cambio, creano, in caso di crisi, una pro-ciclicità della politica economica che ammazza l'economia come ormai riconosce anche il Fondo Monetario Interna-

zionale.

Se queste sono le lezioni, domandiamoci quindi cosa sia stato fatto dal 2008 ad oggi per risolvere i problemi individuati, quali siano le priorità e la relazione tra queste e le varie proposte sul tavolo: quelle francesi, tedesche, della Commissione europea e dell'Italia.

Lo sforzo di costruzione di nuovi strumenti fatto negli scorsi anni per garantire la stabilità dell'euro non va sottovalutato. La riforma più significativa è stata l'unione bancaria ed in particolare la supervisione unica. Altri pezzi importanti sono stati la creazione del Meccanismo Europeo di Stabilità e l'arricchimento degli strumenti di sorveglianza macroeconomica.

Purtroppo tutto ciò, ancora una volta, pone l'enfasi sulla prevenzione e non sul management delle crisi. Dobbiamo quindi domandarci cosa succederebbe oggi alla zona euro se fossimo colpiti da una nuova crisi finanziaria. Anche se un evento del genere non sembra essere prossimo, non possiamo non porci questa domanda perché, la storia insegna, le economie di mercato subiscono crisi periodicamente.

Un altro limite del nuovo framework è la sua eccessiva complessità. Per quanto riguarda la parte macroeconomica, le regole sono sempre meno trasparenti e intrusive e hanno perso credibilità. Per la parte finanziaria, abbiamo oggi una frammentazione eccessiva del processo decisionale specialmente deleterio nel caso di banche a rischio di risoluzione.

La sensazione che il sistema così come è sia fragile ce la hanno tutte le parti in gioco. Macron ha infatti fatto della riforma del governo della moneta unica uno dei pilastri della sua campagna elettorale. Lo stesso Schäuble, prima di lasciare il ministero delle finanze tedesco, ha fatto proposte di cambiamento e Juncker ne ha fatto delle sue anche piuttosto radicali.

Tuttavia c'è una mancanza di chiarezza - o comunque di consenso - su quale sia il problema da risolvere e su cosa sia possibile e legittimo fare.

Nella prossima puntata analizzerò la logica delle varie proposte alla luce dell'analisi qui presentata sulle lezioni della crisi.

(La prima puntata è stata pubblicata il 22 ottobre 2017)