

OLTRE LA CONGIUNTURA

Nella trappola del debito

EMILIO FRANCO*

Déjà vu: l'ultimo summit dei politici europei si è concluso senza una soluzione complessiva delle vicende dell'area Euro. Se non si trattasse dei destini non solo economici di milioni di persone, parrebbe di assistere a un incrocio tra «Aspettando Godot» e una infinita reiterazione della famosa scena dell'omicidio nella doccia di «Psycho», in cui a soccombere sotto i fendenti di decisioni parziali e tardive sono i mercati finanziari, traditi nelle loro aspettative. La situazione è complessa per il sovrapporsi di una crisi del debito sovrano, delle banche, istituzionale. I beni domestici degli Stati periferici, meno competitivi, sono divenuti troppo cari rispetto a quelli tedeschi. Paesi come l'Italia sono sprofondati, per l'inesorabile decelerazione economica, nella trappola del debito: il rischio di non essere più in grado di far fronte alle proprie obbligazioni. I creditori si sono spaventati ed è partita una disordinata corsa alla vendita di titoli di Stato. Troppi squilibri. Non ci si poteva aspettare un miracolo. Non vi era l'illusione che pochi giorni di trattative superassero gli ostacoli storici, culturali e politici che hanno fatto nascere l'Unione monetaria, orfana di una Banca centrale presta-

trice di ultima istanza agli Stati membri e di un vero federalismo fiscale. Nei primi giorni di dicembre, qualche cosa sembrava cambiata. La Germania aveva scoperto le carte. La Bce deve fare quello che è sancito nel trattato di Maastricht, vigilare sulla stabilità dei prezzi, senza lasciarsi spingere dalla necessità a togliere, con la monetizzazione, le castagne dal fuoco alle autorità fiscali, che devono seguire la via dell'austerità. Sorprendentemente, aveva aperto a un'evoluzione federalistico-fiscale, ma alle sue condizioni: regole di bilancio, sanzioni automatiche, subordinazione dei conti pubblici all'approva-

zione preventiva di un'autorità europea. Berlino avrebbe condiviso la solidità del suo stato patrimoniale con i partner, in cambio di un sacrificio di sovranità fiscale. Gli investitori avevano captato l'evoluzione e le attese erano aumentate, complice un'ambigua affermazione del governatore della Bce al Parlamento europeo, interpretata come l'apertura di Francoforte a un temporaneo, massiccio acquisto di titoli dei Piigs, se dal summit fosse emerso un convincente accordo fiscale. La Francia, alla vigilia di un anno elettorale

continua a pagina 14

le, non ha accettato. Nell'ennesimo compromesso, il processo d'integrazione fiscale si trasforma in un sistema di regole di bilancio, magari di rilevanza costituzionale come la «golden rule», ma non Eurobond né un autentico budget federale. Le regole esistevano già prima e non hanno portato disciplina fiscale proprio a causa di Francia e Germania, che non si sono lasciate sanzionare quando lo avrebbero meritato. Il rifiuto della Gran Bretagna a modificare il Trattato dell'Ue, emendabile solo all'unanimità, rappresenta un altro colpo. Si dovrà stipulare una serie di accordi bilaterali, sulla cui legittimità ed efficacia i dubbi non sono pochi. Tra le pieghe del summit, emergono alcuni elementi positivi: la possibilità di concedere prestiti all'Fmi da parte dei governi per finanziare Paesi in difficoltà, l'anticipo di un anno dell'Esm, il meccanismo permanente di stabilizzazione fiscale comunitario, e la rinuncia della Germania all'automatica applicazione di svalutazioni al debito sovrano detenuto dai privati come precondizione al salvataggio in caso di conti non sostenibili. Nessuna di queste novità è risolutiva, an-



che se al margine tutte concorrono a creare domanda potenziale per l'imponente offerta di obbligazioni governative della prima metà del 2012. Le notizie migliori arrivano dalla Bce. Non tanto per lo scontato, secondo taglio dei tassi in due mesi, né per i contenuti della conferenza stampa, in cui Mario Draghi ha ribadito la fedeltà della banca centrale al rigore monetario sancito nel suo statuto. Per ora, nessun ea-

sing quantitativo. Male avevano fatto gli osservatori a dedurre che l'istituzione potesse deviare dall'ortodossia teutonica. È dal fronte della riliquidificazione del sistema bancario, asfissiato dalla crisi del «funding», che arrivano i fuochi di artificio. Prestatore di ultima istanza per i «sovereign» no, ma per gli istituti creditizi sì, e come! La Bce presterà alle banche per tre anni tutto quello di cui hanno bisogno senza

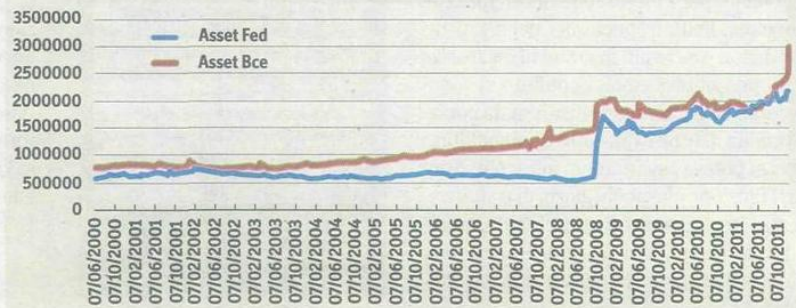
dover accedere a forme di finanziamento di mercato sempre più onerose, se non del tutto indisponibili, a tassi irrisori e accettando quasi qualsiasi tipo di garanzia. Lo scopo? Contenere i rischi di un indesiderato evento alla Lehman e limitare i danni del deleveraging: la riduzione degli impieghi erogati al sistema, in un mondo in cui le banche non riescono più ad approvvigionarsi e a rimpiazzare i debiti in scadenza. Qualcuna potrebbe essere tentata di usare questa manna per acquistare titoli periferici, magari domestici, per garantirsi ricavi da carry-trade, derivanti dal generoso differenziale fra il rendimento dei bond dei Piigs e il modesto tasso passivo da pagare a «mamma» BCE: l'apoteosi del Moral hazard.

Non crediamo che questi accadimenti siano destinati a chiudere l'amaro capitolo che stiamo vivendo, ma di certo, la riduzione dei rischi di liquidità delle banche consente al sistema di guadagnare tempo e di affrontare un insidioso 2012 senza un tumultuoso fermento di banche affannate a sottrarre credito all'economia, proprio all'inizio di una recessione all'insegna dell'austerità fiscale.

**Ubi Pramerica Sgr*

L'espansione dello stato patrimoniale della Bce

Incremento dovuto alle misure straordinarie di rifinanziamento delle banche



Vice direttore Generale e Responsabile degli Investimenti di UBI Pramerica SGR
CFA e Dottore Commercialista, arriva in UBI Pramerica nel novembre 2007. Inizia la sua carriera professionale nel 1996 in Arca, prima come analista e poi come gestore del fondo azioni Italia, per poi entrare nel 2000 in San Paolo Asset Management (oggi Eurizon Capital) dove diviene responsabile degli investimenti azionari e della ricerca azionaria.