PUO' LA BCE DIVENTARE IL PRESTATORE DI ULTIMA ISTANZA PER LA STABILIZZAZIONE FINANZIARIA DEI DEBITI SOVRANI?

Beniamino Moro

Nell'Unione Monetaria Europea, siamo di fronte a una spirale perversa: il rischio di insolvenza degli Stati contagia le banche e il rischio di insolvenza delle banche contagia gli Stati. Come uscirne e in fretta?

Per spezzare la linea di contagio che va dalle banche agli Stati, occorre procedere alla ricapitalizzazione del sistema bancario (per un importo che il Fmi valuta non inferiore ai 200 mld), da fare, come suggerisce la Commissione Ue, innanzitutto nel mercato e con risorse private, poi ricorrendo all'intervento dei governi e, solo come ultima istanza, ricorrendo al Fondo salva Stati Efsf (European Financial Stability Facility), che è stato ricapitalizzato sino a 440 miliardi di euro per diventare operativo a fine ottobre. Il piano dell'Ue di ricapitalizzazione del sistema bancario, presentato da Barroso al Parlamento Ue mercoledì scorso, dovrebbe essere approvato dal Consiglio europeo di Bruxelles del 23 ottobre.

Per portare a termine questa operazione, è necessario che la Bce fornisca ampia liquidità alle banche: il Governatore uscente Trichet ha già annunciato per ottobre e dicembre due aste a 12 e 13 mesi a tasso fisso e di importo illimitato.

E' cruciale che la Bce fornisca liquidità illimitata al sistema bancario, indipendentemente dal ruolo che sarà chiamato a svolgere il Fondo salva Stati. Quest'ultimo, secondo una proposta circolata nei giorni scorsi, potrebbe aumentare la sua leva attingendo alla liquidità di un pool di banche pubbliche (controllate dai Tesori nazionali) che abbiano, a loro volta, accesso illimitato ai finanziamenti della stessa Bce (la CDP italiana, la Caisse des Depots et des Consignations francese, L'Istituto de Crédito Oficial spagnolo e soprattutto il KfW tedesco). Queste banche pubbliche potrebbero garantire liquidità illimitata al Fondo salva Stati, che in contropartita presenterebbe alle stesse banche garanzie fornite sulle sue operazioni da parte degli stessi governi.

Così facendo, di fatto, direttamente o per via mediata dal Fondo salva Stati e dalle suddette banche pubbliche, la Bce svolgerebbe comunque, anche senza ammetterlo formalmente, il ruolo di prestatore di ultima istanza per il sistema bancario dell'Eurozona.

Rendendo più solido il patrimonio delle banche, si spezza la linea di contagio che va dalle banche verso gli Stati, ma resta sempre attiva la linea di contagio che va dagli Stati verso le banche. Come è possibile spezzare definitivamente anche questa seconda linea di contagio?

Una risposta possibile, già avanzata da Paul De Grauwe in un recente paper,¹ è che per spezzare la seconda linea di contagio sia necessario che la Bce svolga di fatto il ruolo di prestatore di ultima istanza anche nei confronti dei debiti sovrani.

I paesi dell'Eurozona, infatti, si trovano nella stessa condizione dei paesi monetariamente autonomi che emettano il loro debito pubblico in una valuta straniera, sulla quale non hanno alcun controllo di

¹ P. De Grauwe (2011), *The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets?*, CESifo W.P. No. 3569, September.

politica monetaria. Ad essi, in particolare, oltre alla svalutazione, è preclusa anche la possibilità di monetizzare il debito pubblico, un'opzione quest'ultima cui i paesi con valuta autonoma possono sempre ricorrere in caso di crisi finanziaria per evitare il default dello Stato.

La possibilità di monetizzare il debito pubblico conferisce alla banca centrale il ruolo di prestatore di ultima istanza anche per il debito sovrano e ciò stabilizza i mercati finanziari. Ne abbiamo avuto una conferma anche recentemente nelle dichiarazioni di ex governatori della Fed (Paul Volcker) quando sostengono che gli Stati Uniti non corrono alcun rischio dall'eccessivo debito pubblico perché la Fed, se è necessario, è pronta a stampare moneta in quantità illimitata per sostenerlo. Di questa situazione tengono conto i mercati, che infatti, nonostante un rapporto deficit/Pil del 9% e debito/Pil del 100%, non solo non attaccano i titoli del Tesoro americano, ma continuano a comprarli a bassi tassi di rendimento come se il problema della solvibilità per gli Stati Uniti non esistesse.

In una situazione analoga si trova anche il Regno Unito, il cui debito pubblico non presenta segni di contagio nonostante la recente crisi bancaria, un rapporto deficit/Pil dell'8,8% e nonostante la BoE, come del resto la Fed, dal 2008 ad oggi abbia triplicato il suo bilancio con operazioni di quantitative easing dove gli acquisti di titoli di stato costituiscono, rispettivamente per la BoE e la Fed, l'87,3 e il 56% delle attività. Peraltro, nei giorni scorsi, la BoE ha annunciato un secondo round di quantitative easing per 75 miliardi di sterline.

Per contro, gli acquisti di titoli pubblici da parte della Bce sono avvenuti sinora in misura molto contenuta e solo dopo lo scoppio della crisi dei debiti sovrani. Perciò, nel triennio 2007-2010, il suo bilancio si è espanso solo del 65% a fronte del 300% di espansione dei bilanci della Fed e della BoE. Ad oggi, con l'acquisto dei titoli dei paesi europei in difficoltà, il bilancio della Bce è raddoppiato (da 800 mld nel 2007 a 1.600 mld oggi), mentre i bilanci di Fed e BoE sono più che triplicati.

In altri termini, i mercati avvertono che mentre per il debito americano e quello inglese le rispettive banche centrali fungono da prestatori di ultima istanza anche per il debito pubblico, per la Bce ciò non appare chiaro, anzi nelle dichiarazioni ufficiali ciò non viene mai ammesso. La cautela al riguardo può essere spiegata dal timore che un eccesso di liquidità possa generare tensioni inflazionistiche, ma nell'attuale situazione di crisi, anche se si registra qualche aumento dei prezzi, è difficile immaginare una nuova fiammata inflazionistica. Lo dimostra il fatto che l'aumento della base monetaria verificatosi dall'estate 2008 in poi per contrastare la crisi finanziaria di fatto ha avuto un'influenza quasi nulla sull'offerta di moneta misurata da M3, che è rimasta costante durante tutta la crisi, di fatto dissociandosi totalmente dall'andamento molto volatile della base monetaria. Lo stesso è avvenuto negli Stati Uniti e in Gran Bretagna.

Occorre tuttavia riconoscere che nel caso dell'Unione monetaria europea, lo svolgimento da parte della Banca centrale del ruolo di prestatore di ultima istanza anche nei confronti dei debiti sovrani, se esplicitamente dichiarato, presenta un serio problema di azzardo morale, perché gli Stati potrebbero essere incoraggiati a scaricare sulla Banca centrale gli effetti dei loro comportamenti finanziariamente poco rigorosi. Tuttavia, questo non è più un problema della Bce, ma delle altre istituzioni europee (Commissione e Consiglio) che dovranno imporre e far rispettare le nuove regole di governance della politica fiscale contenute nel cosiddetto Six-pack o pacchetto di sei

punti, approvato dall'Ecofin del 4 ottobre scorso. Per rinforzare questo meccanismo, sta prendendo corpo anche l'idea, condivisa da Francia e Germania, di un supercommissario Ue per vigilare sui conti pubblici dei Paesi dell'Eurozona.

Grazie alle nuove regole, dal prossimo anno il coordinamento delle politiche economiche e di bilancio dei vari paesi di Eurolandia avrà una base legale e potrà scattare prima che i parlamenti nazionali approvino le leggi di bilancio. Se ciò sarà confermato nella pratica, vorrà dire che l'Unione politica dell'Europa, pressata dalla crisi dei debiti sovrani, avrà fatto un nuovo importante passo in avanti e la Bce non avrà più bisogno di negare o minimizzare il suo ruolo di prestatore di ultima istanza. Anzi, l'esistenza pubblicamente riconosciuta di tale ruolo sarebbe di per se sufficiente, come avviene negli Stati Uniti, a tranquillizzare i mercati, senza che di fatto sorga mai l'esigenza di farvi effettivamente ricorso.