

I RISCHI DEL CONTAGIO**Il termometro fedele della sfiducia collettiva**di **Carlo Bastasin**

La risalita dello spread dei titoli italiani a 400 punti base sui titoli tedeschi segna un doppio allarme per l'Italia e per l'Europa alla vigilia del vertice dei leader europei di domenica. La Francia in particolare vede con panico riprodursi in queste ore la spirale dell'Italia attraverso problemi bancari e sostenibilità del debito. Una volta contagiata Parigi, oltre il 50% dell'area euro dovrebbe ricorrere ad aiuti esterni. Troppo per essere sostenuta dalla sola Germania e troppo per soluzioni convenzionali. Ma poiché ci sono severi ostacoli politici che rendono difficile un accordo straordinario già nel fine settimana, Sarkozy e Merkel hanno annunciato un secondo vertice entro mercoledì.

Sarà una procedura goffa, ma testimonia la volontà di non fallire. È necessario predisporre una potenza di fuoco sufficiente a invertire la sfiducia degli investitori. Gli unici due canali per procurarsi le munizioni finanziarie sono il Fondo monetario internazionale e la Bce. Il ricorso all'Fmi è ostacolato da Usa e Gran Bretagna che dopo aver denunciato l'inazione dell'euro area hanno prontamente ritirato la mano. Quanto alla Bce, Berlino si oppone leggendo nel finanziamento diretto dei debiti sovrani una violazione dei Trattati europei. La proposta tedesca è di trasformare il fondo salva stati in un assicuratore dei rischi di investimento. Mancano i dettagli, ma la proposta è già stata accolta come contraddittoria e insufficiente. Purtroppo un cambio di strategia della Merkel - e un ricorso all'intervento almeno indiretto della Bce - non può avvenire in poche ore perché la cancelliera ritiene di poter agire solo dietro mandato del Parlamento tedesco. Merkel dovrà dimostrarsi all'altezza di ottenere il sostegno del Bundestag entro mercoledì.

Per capire la speciale situazione creatasi, è necessario cogliere per quale ragione sia l'euro e non il dollaro a subire la pressione dei mercati. Il deficit americano è più alto di quello greco e il debito lordo Usa sarebbe il secondo più alto

dell'eurozona. La fragilità dell'euro area si coglie però guardando la diversa composizione dei due debiti. Gli investitori privati detengono solo per il 14% del totale del debito americano, mentre la loro quota nell'euro area varia dal 40 al 67% (66,2% per la Francia). A differenza degli investitori pubblici, i privati cambiano posizione in tempi rapidissimi cercando di ottimizzare sul breve termine il rapporto tra rischio e rendimento. Per questo quando S&P taglia il rating americano non succede molto (i tassi sono addirittura scesi), mentre nell'euro area si scatena il panico. Gli investitori si spostano subito da un Paese fragile a uno più solido dell'euro riducendo la liquidità del Paese sotto attacco. In assenza di politiche nazionali sull'offerta di moneta, la minore liquidità fa salire i tassi che gravano sui debiti e producono una potenziale crisi di solvibilità del paese sotto attacco.

Il debito americano è per più di un terzo nelle mani delle banche centrali e per il 18% della Federal Reserve. La Bank of England ha il 20% del debito britannico. La Bce dopo i programmi di acquisto ha meno del 5% di quello dell'euro area. L'assenza di "mani salde" dietro l'euro (per il dollaro, moneta di riserva, si parla di "privilegio esorbitante") spiega la speciale fragilità dell'unione monetaria di fronte ai mercati. D'altronde, mancando un'autorità politica comune, la Bce è riluttante a salvare i debiti dei singoli paesi. Per ragioni istituzionali, la Banca centrale deve muoversi secondo principi di "ambiguità costruttiva". I segnali, purtroppo, vengono recepiti dai mercati come più ambigui che costruttivi. La tattica della Bce è d'altronde speculare alla "politica dell'incertezza" con cui Berlino cerca di disciplinare i paesi fiscalmente fragili lasciandoli in parte esposti alla pressione dei mercati.

L'allargarsi della crisi a paesi solventi come Italia, Spagna o Francia, dimostra che queste strategie, per quanto razionali e le uniche legittime nell'ambito dei Trattati, non sono sufficienti a contenere fenomeni di sfiducia collettiva. La crisi sta riscrivendo i libri di testo anche dei banchieri centrali e probabilmente anche in Europa bisognerà sostituire l'obiettivo storico della stabilità monetaria con quello della stabilità finanziaria a cui fa seguito l'impegno delle banche centrali anche a contenere il panico sui mercati.

Come se la sfida non fosse già impegnativa, si aggiunge la coincidenza del cambio di guardia della Banca di

Francoforte nelle mani di un italiano. E' del tutto evidente che la Bce non può essere lasciata sola con la responsabilità di salvare l'euro area in assenza di impegni politici dei governi.

Si tratta di impegni sia sul piano nazionale sia a livello europeo. Per questo nei vertici europei si discuterà anche di modifiche dei Trattati e della creazione di responsabilità sovranazionali sulle politiche fiscali. Ma fino a che i complessi percorsi istituzionali non saranno portati a termine - e potrebbero essere necessari anni - l'unica garanzia che sarà possibile offrire a fronte dell'eventuale impegno della Bce, sarà l'onesta e credibile dedizione dei governi nazionali a portare le loro economie su sentieri di crescita e sostenibilità. Una sfida che purtroppo per l'Italia sembra riflettersi senza indulgenza nel livello dello spread.

cbastasin@brookings.edu

© RIPRODUZIONE RISERVATA