

LA GRECIA COME LEHMAN?

di Roberto Tamborini
07 maggio 2010

Da due anni siamo inondati di dotte e autorevoli analisi sulle cause della crisi, seguite da un profluvio di documenti ufficiali per la riforma del sistema finanziario mondiale zeppi di parole come interconnessioni, rischio sistemico, fragilità finanziaria, regolazione prudenziale macroeconomica, e così via.

Da due anni siamo inondati di dotte e autorevoli analisi sulle cause della crisi, seguite da un profluvio di documenti ufficiali per la riforma del sistema finanziario mondiale zeppi di parole come interconnessioni, rischio sistemico, fragilità finanziaria, regolazione prudenziale macroeconomica, e così via. La risposta europea al primo segnale di allarme sul fronte dei debiti sovrani, che ci accompagneranno per molti anni a venire, è desolante.

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 sì), gli uni condividono con gli altri una visione tanto distorta quanto pervicace dei sistemi finanziari moderni. Una visione che, evidentemente, non è 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.

Errori concettuali

Se c'è una lezione che tutti hanno riconosciuto nella crisi del 2008, essa si sintetizza in una parola: interconnessioni. Con la quale si dà 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 numerosissimi 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 però non è ancora entrata nella lista delle tecniche gradite da chi decide che cosa è 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 capacità di resistenza (resilience) del sistema, quanto della sua fragilità. Sotto questo profilo, le interconnessioni presentano due criticità. 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 liquidità o d'insolvenza di un istituto nodale o terminale) le ramificazioni (domino effect) possono essere complicate e remote, più 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.

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 più si aspetta più aumenta) era circa 20 venti 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 è di dimensioni modeste, si può sostenere tanto che gli interessi superiori della solidarietà europea e dell'euro valgono la spesa, quanto che 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. Siccome non stiamo parlando di un'azienda che produce olio o di una cassa di risparmio rurale, 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 esser generosi, ancora convalescenti dopo la crisi del 2008-09. I contribuenti tedeschi non vogliono salvare la Grecia, d'accordo, ma perché dovrebbero rimetterci quelli portoghesi? 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.

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 alla quadro complessivo. 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. 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. Come scrissero molti anni fa Buitter, Corsetti e Roubini2 - e molti altri dopo di loro - non c'è nessuna ragione fondamentale per collegare le finanze pubbliche di un singolo paese di un'unione monetaria e il destino finanziario dell'intera unione e della sua moneta. Se ce ne fosse bisogno, lo dimostra il fatto che la difficile situazione finanziaria di diversi stati nordamericani, in alcuni casi vicina al default, non sta avendo nessun effetto sul classamento dei titoli federali e sul valore del dollaro. La situazione prospettica del debito sovrano aggregato della Ume è migliore di quella del debito federale Usa.

Ma l'idea, che aleggia costantemente sul nostro continente, secondo cui una crisi finanziaria pubblica (perché abbiamo visto che quelle private non contano) in un singolo paese sia una minaccia per la stabilità finanziaria dell'Unione e per la sua valuta, e che non possa e non debba essere affrontata come problema sistemico, non sta scritta nelle leggi dell'economia, ma nei nostri Trattati. E ciò basta per rendere razionale speculare contro l'euro, 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 maggiori sono le resistenze al salvataggio della Grecia in nome dei Trattati e dell'euro, maggiore è l'intensità degli attacchi contro l'euro.

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.

Pensavamo che le grandi scelte strategiche realizzate dopo il crollo del Muro fossero irreversibili, che il popolo tedesco e i suoi leader guardassero definitivamente alla Germania con occhi europei. Purtroppo non sembra essere così.

Le classi dirigenti tedesche sembrano accodarsi alla 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. Naturalmente non è vero. 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 distrubato 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.

Una scelta chiara e irreversibile dell'euro dovrebbe essere presentata come essa è: un interesse nazionale della Germania, e azioni politiche conseguenti dovrebbero seguirne. Tra queste non può non esservi un certo grado di solidarietà fiscale tra i paesi membri o di devoluzione di competenze fiscali a livello comunitario. Tertium non datur. Operazioni non facili entrambe, né 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. 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.

Come ho ricordato sopra, il sistema finanziario tedesco ha già assorbito risorse pubbliche per oltre il 10% del Pil. La Bce a trazione tedesca, che vuole attenersi allo statuto che le impone di rimanere sterile rispetto ai titoli di stato dei paesi membri, ha acquistato titoli spazzatura privati, anche, se non soprattutto, di provenienza tedesca in quantità ancora imprecisate. Forse ai contribuenti tedeschi andrebbe spiegato che i loro soldi non andranno solo a sostegno di un paese di spendaccioni, ma anche delle banche tedesche in Grecia; e che l'alternativa sarebbe, probabilmente, di darne di più direttamente alle banche tedesche ulteriormente dissestate dal default greco e dalla sue ripercussioni continentali.

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 più 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, ha due difetti di concepimento. Il primo è 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 è che la dimensione di controllo e protezione del rischio sistemico è del tutto assente. Come negli Stati Uniti o in Canada, è necessario che ciascun paese membro rispetti le regole di disciplina fiscale in casa propria, ma anche che ci sia qualcuno che pensi per tutti al di sopra di tutti.

Rispetto ad entrambi gli effetti di interconnessione che ho richiamati, le autorità pubbliche sono investite di responsabilità di primissimo ordine. Primo, comprendere il più precisamente possibile le interconnessioni del problema sotto esame. Secondo, intervenire in maniera rapida ed efficace in modo da inibire il più possibile gli effetti di anticipazione e di creazione di meccanismi di propagazione dovuti ai mercati. In taluni casi, questi interventi possono richiedere una molteplicità di strumenti e di fronti d'intervento, sia nel luogo (banca, paese, …) epicentro dello shock, ma anche laddove è interconnesso.

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 è sorprendente, in quanto è 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 è 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 un hub può essere assorbito a condizione che siano prima recise le sue interconnessioni, cioè erigendo adeguate barriere protettive dei soggetti collegati.

In concreto: o si salva la Grecia, con la giusta dose di severità e rigore, o si mettono in sicurezza tutti gli altri soggetti connessi. 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.