

LECTIO ANTI CRISI

Manifesto del governatore di Bankitalia contro facilonerie e complottismi no euro

di Ignazio Visco *

La strada dell'integrazione europea è lunga e difficile; non è un percorso lineare, si procede spesso a piccoli passi, a volte con strappi vigorosi. L'introduzione dell'euro è stata uno di questi strappi, ci ha fatto compiere un passo deciso, ma non ha certo portato il cammino a compimento. L'euro è una moneta senza stato: di questa mancanza risente. Le divergenze, le differenze a volte, che ancora caratterizzano i rapporti tra i paesi membri indeboliscono l'Unione economica e monetaria agli occhi della comunità internazionale, a quelli dei suoi stessi cittadini. Questa incompletezza, insieme con le debolezze di alcuni paesi membri, ha alimentato la crisi dei debiti sovrani dell'area dell'euro. Se le seconde hanno generato dubbi sulla sostenibilità dei debiti pubblici nazionali, la prima ha sollevato timori sull'integrità dell'unione, ha consentito che prendesse corpo il rischio di una ridenominazione in valute nazionali delle attività e passività finanziarie dell'area, ha riportato il rischio di cambio all'interno di una unione monetaria, indebolendo ulteriormente la posizione dei paesi in difficoltà.

Senza unione politica, la governance economica europea si è fondata sulle regole di bilancio e sul divieto di salvataggio tra paesi membri; ha fatto affidamento sulla spinta del mercato unico per la convergenza economica. Tuttavia, in molti casi le regole di bilancio non sono state rispettate e le condizioni macroeconomiche, anche dal punto di vista strutturale, sono rimaste disomogenee. La convergenza dei tassi di interesse verso i bassi livelli dei paesi più "virtuosi" ha permesso ad altri paesi di rinviare i necessari aggiustamenti. I mercati finanziari per anni non hanno considerato la possibilità di un aumento dei rischi sovrani. Le differenze di rendimento tra i titoli pubblici dell'area si erano sostanzialmente annullate prima della crisi. Le tensioni nell'area dell'euro sono maturate in un contesto già reso fragile dalla crisi finanziaria globale e dalla conseguente recessione del 2008-09. Hanno coinvolto inizialmente la Grecia per la situazione dei suoi conti pubblici, l'Irlanda per lo scoppio della bolla immobiliare e per la conseguente crisi bancaria, il Portogallo per squilibri macroeconomici.

Nell'estate del 2011 l'annuncio del coinvolgimento degli investitori privati nella ristrutturazione del debito greco ha reso chiare le implicazioni del divieto di salvataggio finanziario di uno stato imposto dal Trattato di Maastricht e dell'assenza di protocolli per la gestione delle crisi sovrane. Le tensioni hanno assunto natura siste-

mica, ne hanno risentito in maniera più accentuata la Spagna, soprattutto per l'eccessiva esposizione del sistema bancario verso il settore immobiliare, e l'Italia, resa vulnerabile dall'elevato debito pubblico e dalla perdita di competitività e di capacità di crescita connessa con i gravi ritardi nell'adeguamento ai grandi cambiamenti globali di natura politica, commerciale, demografica e tecnologica degli ultimi venti anni. I differenziali di rendimento tra i titoli sovrani dell'area si sono ampliati repentinamente. Per alcuni paesi, tra cui il nostro, sono saliti molto al di sopra di quanto giustificato dalle condizioni di fondo dell'economia. Lo spread tra i Btp decennali e i corrispondenti Bund tedeschi, ancora inferiore a 200 punti base nella prima metà del 2011, raggiungeva i 550 alla fine dell'anno. Dopo un'iniziale riduzione nei primi mesi del 2012, superava nuovamente i 500 punti base nel luglio di quell'anno. Stimammo allora - e ne demmo conto con analisi tecniche e pubblici interventi - che di questi meno della metà fossero riconducibili alle debolezze della nostra economia; il resto rifletteva i timori di rottura della moneta unica.

Politiche nazionali e riforme europee

Per raggiungere un determinato numero di obiettivi la politica economica deve poter disporre di un numero almeno equivalente di strumenti tra loro indipendenti. La strategia europea di risposta alla crisi ha di fatto individuato due strumenti per perseguire due obiettivi: le politiche nazionali per rimuovere le fragilità delle singole economie; il rafforzamento dell'unione per fugare i timori sull'integrità della moneta unica. In questo caso tuttavia, dato che i timori sulla reversibilità dell'euro e quelli sulla sostenibilità dei debiti dei paesi membri si alimentano a vicenda, gli strumenti non sono indipendenti: la riforma della governance europea ha dovuto fare perno sul rafforzamento delle regole di bilancio e sull'introduzione di nuove procedure per il controllo degli altri squilibri macroeconomici. I tempi lunghi connessi con la messa in atto di questa strategia si scontravano, tuttavia, con le in-

certezze persistenti nei mercati e con l'assenza di uno strumento, quale un bilancio comune, il cui utilizzo consentisse di contrastare la recessione seguita alla crisi finanziaria, compensando con politiche unitarie gli effetti negativi di breve periodo delle inderogabili correzioni di bilancio. Gli interventi di politica monetaria, convenzionali e non, che si sono succeduti hanno contribuito a rendere più distese le condizioni di mercato e a contrastare, per quanto possibile, la flessione della doman-

da. Al tempo stesso, nei paesi più colpiti l'acuirsi delle conseguenze sociali, oltre che economiche, della crisi ha reso più difficile attuare le necessarie riforme strutturali che, se contribuiscono a ricostituire il potenziale di crescita di un'economia, hanno indubbi costi di breve periodo. L'immediata visibilità dei risultati delle politiche di bilancio è stata offuscata. In Italia, nonostante la riduzione del disavanzo dal 5,5 al 3 per cento del pil, rispetto al 2009 il rap-

Lo spread non è tutto meritato, c'entra l'architettura zoppa dell'Ue. Ma per debito e scarsa competitività l'Italia è prima

porto tra il debito pubblico e il prodotto è cresciuto di oltre 16 punti percentuali, al 132,6 per cento nel 2013, riflettendo soprattutto la brusca decelerazione dell'economia. Vi ha contribuito per quasi 4 punti il sostegno, diretto e indiretto, che l'Italia ha fornito per il riequilibrio finanziario di paesi dell'area dell'euro. La frammentazione dei mercati finanziari indotta dall'inescarsi di un circolo vizioso tra la situazione dei sovrani e quella dei rispettivi sistemi bancari ha interferito con la trasmissione della politica monetaria, rendendo le condizioni di finanziamento dell'economia fortemente disomogenee tra i paesi dell'area e frenando gli impulsi espansivi verso le economie che più ne avevano bisogno. Il divario tra Italia e Germania nel costo dei nuovi finanziamenti alle imprese, pressoché nullo nell'estate del 2011, si è progressivamente ampliato, raggiungendo un punto percentuale alla fine di quell'anno. Con le operazioni di rifinanziamento triennali decise nel dicembre del 2011, il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha contrastato le conseguenze della frammentazione, impedendo una contrazione del credito ben più grave di quella osservata. Pur in condizioni di emergenza e con non poche incertezze, le politiche nazionali ed europee si sono mosse nel complesso nella giusta direzione. Le condizioni delle finanze pubbliche dei paesi più esposti alla crisi sono migliorate, anche se i costi sociali sono stati per alcuni paesi molto elevati. (...)

Le operazioni monetarie definitive

Come ho osservato, politiche nazionali e riforme europee introducono cambiamenti che richiedono tempi lunghi; le distorsioni che nel frattempo permangono sui mercati finanziari possono mettere in pericolo l'intero processo. Nel corso della crisi il Consiglio direttivo della Bce ha utilizzato con decisione gli strumenti a propria di-

sposizione: ha abbassato a più riprese i tassi di interesse ufficiali e introdotto operazioni di rifinanziamento di lunga durata con pieno soddisfacimento della domanda; nell'agosto del 2012 ha annunciato nuove modalità di intervento sul mercato secondario dei titoli di stato, le cosiddette operazioni monetarie definitive (Outright monetary transactions, Omt). Con le Omt la Bce, al fine di contrastare gli effetti di una valutazione non corretta del rischio di un prestatore sovrano – in particolare per la componente legata ai timori di disgregazione dell'Unione monetaria – può acquistare titoli sul mercato secondario senza limiti temporali e quantitativi, rinunciando allo status di creditore privilegiato. In conseguenza dell'interdipendenza tra i timori sulla reversibilità dell'euro e quelli sulla sostenibilità dei debiti pubblici dei singoli paesi, le Omt sono condizionate a impegni precisi di finanza pubblica e di riforme strutturali nell'ambito di programmi di assistenza dell'Esm. L'annuncio ha avuto successo; anche senza effettivi interventi sui mercati, ha contribuito in misura determinante al drastico ridimensionamento della parte di premio al rischio sui titoli sovrani connessa con i timori sulla tenuta dell'euro: i differenziali sono scesi su valori più vicini a quelli coerenti con i fondamentali, la frammentazione dei mercati si è attenuata. In Italia il divario di rendimento tra i Btp decennali e i corrispondenti titoli tedeschi è tornato sotto i 200 punti base. Le stime della Banca d'Italia indicano che il miglioramento riflette soprattutto l'abbattimento del rischio di disgregazione dell'area dell'euro. Emergono rinnovati segnali di interesse per i mercati italiani, incluso quello dei titoli di stato, che si riflettono in un calo della posizione debitoria della Banca d'Italia nel sistema Target2: alla fine di febbraio questa era scesa a 190 miliardi di euro, quasi 100 in meno rispetto al picco raggiunto nell'agosto del 2012. Questi risultati sarebbero stati impossibili senza l'avvio a soluzione degli squilibri nazionali e la riforma della governance europea. La politica monetaria unica è in grado di garantire la stabilità solo se i fondamentali economici e l'architettura istituzionale dell'area sono con essa coerenti. I rischi sono ancora presenti, le tensioni sono pronte a riaccendersi.

In Italia la componente nazionale del differenziale di rendimento risente dell'alto debito pubblico e delle basse prospettive di crescita, deve essere ulteriormente ridotta: prima della recessione del 2008 era inferiore, sulla scadenza decennale, ai 50 punti base. La riforma della governance europea ha comportato rinunce di sovranità, sia pure limitate, da parte di tutti gli stati membri, sia in materia di bilancio pubblico, sia con riferimento alla definizione delle politiche strutturali. La politica monetaria, per fronteggiare la crisi, ha fatto ricorso a strumenti non convenzionali. E' legittima l'esigenza di vagliare la conformità delle soluzioni adottate alle leggi costituzionali nazionali. Le Omt sono state og-

getto, oltre che di un acceso dibattito pubblico, di esame da parte della Corte costituzionale tedesca, che ha rinviato alla Corte di giustizia europea il giudizio sulla loro legittimità. La Corte tedesca ha sostenuto che le Omt non perseguono un obiettivo di politica monetaria in senso stretto, ma essendo state utilizzate a salvaguardia dell'euro si fanno carico di una responsabilità che spetta ai governi nazionali; le Omt eccederebbero il mandato della Bce, violando il divieto di finanziamento monetario dei bilanci pubblici; esse potrebbero, inoltre, portare a una redistribuzione di risorse tra i paesi dell'area, ottenendo così gli stessi effetti di un sistema di trasferimenti non previsto dai trattati europei. L'adozione delle Omt è volta a preservare la trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro, messa a repentaglio dalle distorsioni nei mercati finanziari indotte dalla crisi dei debiti sovrani. Il loro obiettivo non è quello di neutralizzare gli spread sui titoli di stato di specifici stati membri dell'area così da ridurre le difficoltà finanziarie, interferendo impropriamente con la formazione dei prezzi sul mercato. L'obiettivo è invece di ridurre la componente dei differenziali legata a fattori indipendenti dalla sostenibilità finanziaria dei singoli paesi; l'intervento non mira a sostenere l'acquisto di titoli rischiosi ma a correggere l'errata percezione di tale rischio. I differenziali di rendimento tra i titoli sovrani osservati nelle fasi di maggiore tensione riflettono infatti solo parzialmente lo scetticismo dei partecipanti al mercato sulla capacità dei singoli stati membri di garantire la sostenibilità delle loro finanze pubbliche ed evitare un peggioramento del rischio di credito. Essi sono in larga parte riconducibili ai timori degli investitori di una reversibilità dell'euro. Le Omt non consentono, infine, alla Bce di acquistare titoli di stato ogni volta che il meccanismo di trasmissione della politica monetaria è interrotto, ma solo quando tale interruzione non riflette le condizioni di sostenibilità di uno stato membro. Le Omt non sarebbero mai attuabili per acquistare titoli di un paese con una situazione di finanza pubblica insostenibile. Quanto all'argomento relativo al rischio di redistribuzione di risorse dovuto alle Omt, il rischio che si correrebbe rinunciandovi sarebbe ben peggiore.

L'uscita dalla crisi

L'uscita dalla crisi nell'area dell'euro non potrà derivare da azioni isolate di singole autorità di politica economica. In particolare, la politica monetaria non potrà da sola garantire la stabilità finanziaria dell'area se non saranno risolti, a livello nazionale così come a livello europeo, i problemi all'origine della crisi dei debiti sovrani. La fragilità delle finanze pubbliche di alcuni paesi è il risultato di politiche di bilancio a lungo imprudenti, di una colpevole sottovalutazione delle conseguenze di ampie, protratte perdite di competitività. La politica di bilancio deve garantire la sostenibilità del debito, il pieno accesso al mercato. Le regole concordate in sede europea sono

il mezzo, non il fine. Per il nostro paese il vero vincolo di bilancio è dato dalla necessità di garantire la sostenibilità del debito pubblico e di mantenere il pieno accesso al mercato finanziario. Ho sottolineato più volte come il ricorso annuo del Tesoro ai

Non occorrono chissà quali manovre per rispettare il Fiscal compact: crescere il giusto e mantenersi vicino al pareggio

mercati sia dell'ordine di 400 miliardi. In un contesto ancora carico di tensioni, basta poco a incrinare la fiducia degli investitori. E' successo tra l'estate del 2011 e la primavera del 2012, quando la quota di titoli pubblici italiani in mani estere scese drasticamente. Gli accordi raggiunti nel corso dell'ultimo biennio hanno reso operativi gli impegni di bilancio presi in passato. La regola sul debito pubblico, che sarà applicata all'Italia per la prima volta nel 2016, richiede una riduzione media annua del suo rapporto rispetto al pil pari a circa un ventesimo della parte che eccede il limite del 60 per cento. Per rispettarla non è necessario ridurre il valore nominale del debito. In condizioni di crescita "normale", vicina al 3 per cento nominale, sarebbe infatti sufficiente mantenere il pareggio strutturale del bilancio. A differenza di quanto sostenuto da alcuni commentatori, non sarebbero necessarie manovre correttive da 40-50 miliardi all'anno, non sarebbe richiesto mantenere un orientamento permanentemente restrittivo alla politica di bilancio. Anche se la regola sul debito prevede alcuni margini di flessibilità, è comunque sulla crescita reale dell'economia, quindi sulla ripresa degli investimenti – al tempo stesso fattore di offerta e componente fondamentale della domanda – che bisogna puntare.

Quanto all'andamento dei prezzi, l'inflazione continua a situarsi al di sotto del livello compatibile con la definizione di stabilità dei prezzi adottata dalla Bce, che consiste in una variazione annua dei prezzi inferiore ma prossima al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo. In effetti, negli ultimi mesi l'inflazione al consumo nell'area dell'euro e in Italia è scesa in misura sistematicamente superiore alle aspettative; dallo scorso ottobre si colloca al di sotto dell'1 per cento. Secondo le recenti previsioni della Bce, essa sarebbe pari all'1,0 per cento nella media di quest'anno, all'1,3 nel 2015 e all'1,5 nel 2016. Le nostre previsioni delineano un quadro simile anche per l'evoluzione dei prezzi al consumo in Italia. Non siamo in una situazione di generalizzata riduzione dei prezzi, di deflazione. Ma anche un lungo periodo di variazioni dei prezzi troppo contenute può comportare conseguenze indesiderabili: ostacolando la correzione degli squilibri macroeconomici attraverso l'aggiustamento dei prezzi relativi; spingendo i consuma-

tori a rimandare gli acquisti, soprattutto di beni durevoli; riflettendosi sul costo d'uso del capitale e scoraggiandone quindi l'accumulazione; rendendo più oneroso il servizio del debito. Esso, inoltre, se eccessivamente prolungato, può indurre un pericoloso distacco delle aspettative di inflazione dall'obiettivo delle autorità di politica monetaria. Il rischio che le aspettative di inflazione a lungo termine perdano il riferimento alla stabilità dei prezzi va contrastato con determinazione. E' un rischio per ora contenuto, ma vi sono segnali che non vanno sottovalutati. La tendenza alla diminuzione delle aspettative di inflazione si è rafforzata nei mesi recenti, estendendosi anche a orizzonti meno vicini: i rendimenti sui contratti swap sul tasso d'inflazione segnalano che l'attesa sull'inflazione a un anno tra tre anni è pari all'1,2 per cento; all'1,6 tra cinque anni. Nell'indagine condotta dalla Bce i previsori professionali valutano in quasi il 20 per cento la probabilità che tra due anni l'inflazione si collochi su un livello pari o inferiore allo 0,9 per cento. La formazione delle aspettative segue processi non lineari; cambiamenti rilevanti possono materializzarsi rapidamente, senza quasi preavviso, rendendo a quel punto più difficile riacquistarne il controllo. In questo contesto, il Consiglio direttivo della Bce ha riaffermato l'intenzione di

mantenere condizioni monetarie accomodanti per tutto il tempo necessario e ha ribadito con fermezza che i tassi ufficiali rimarranno su livelli pari o inferiori a quelli attuali per un periodo prolungato. In linea con il proprio mandato, il Consiglio utilizzerà tutti gli strumenti necessari per mantenere la stabilità dei prezzi.

Per accompagnare gli sforzi di riforma dei singoli paesi, all'impegno della politica monetaria nel suo ambito di competenza deve corrispondere quello degli altri attori istituzionali. Il dibattito sulla "capacità fiscale" dell'area avviato dal Rapporto del presidente del Consiglio europeo e dal Piano della Commissione si è bruscamente interrotto dopo che la Commissione ha presentato le sue proposte per il coordinamento delle "grandi riforme" e per il sostegno finanziario alle riforme strutturali nel marzo dello scorso anno. I ritardi nell'attuazione di riforme strutturali in diversi paesi sono all'origine dell'accumulo degli squilibri macroeconomici che hanno alimentato la crisi attuale. Le proposte della Commissione, dichiaratamente aperte alla discussione per individuare ogni margine di miglioramento, vanno nella giusta direzione, quella di individuare meccanismi atti a sostenere il processo di convergenza necessario a rafforzare l'Unione economica e monetaria. L'Italia dovrà essere in grado di

sfruttare appieno tutte le opportunità offerte dall'Unione. In passato, ad esempio, non siamo stati capaci di trarre pieno vantaggio dai fondi strutturali europei. La realizzazione di riforme strutturali che consentano un recupero di competitività è un passaggio essenziale per il rilancio del paese. Gli interventi da attuare sono stati da tempo individuati. Il processo di coordinamento europeo potrebbe contribuire a definirne meglio i dettagli, ma la responsabilità ultima delle riforme resta nazionale. E' importante proseguire con decisione nel cammino che porta a un'Unione più piena. L'adozione di meccanismi unici per la supervisione e la risoluzione delle crisi bancarie è un passo fondamentale. I benefici di un rafforzamento dell'integrazione europea eccedono di gran lunga i costi che deriverebbero da un suo indebolimento. Le scelte devono essere compiute con responsabilità: non si possono temere solo i rischi connessi con l'azione, trascurando quelli che possono derivare dall'inerzia.

** Pubblichiamo stralci della Lectio magistralis del governatore della Banca d'Italia, Ignazio Visco, intitolata "L'uscita dalla crisi del debito sovrano: politiche nazionali, riforme europee, politica monetaria" che si è tenuta due giorni fa all'Almo Collegio Borromeo di Pavia*

L'ars politica con cui Draghi apre pertugi nell'ortodossia della Bce

Bruxelles. Mario Draghi sembra a un passo dal trasformare la Banca centrale europea in una piccola Federal Reserve. Giovedì 3 aprile, la consueta conferenza stampa al termine del Consiglio dei governatori potrebbe diventare l'appuntamento dell'anno per analisti, investitori e responsabili politici, dopo la prudente apertura di Jens Weidmann, sul Quantitative easing (Qe). Un programma di acquisti di titoli pubblici e privati a sostegno di economia e inflazione "in generale non è fuori discussione", ha detto infatti due giorni fa il presidente della Bundesbank all'agenzia Market News. E' il segnale più evidente della possibilità di una politica monetaria molto più aggressiva della Bce di fronte a un euro vicino alla soglia di 1,40 sul dollaro e a una tendenza disinflazionistica che aggravano il processo di aggiustamento economico dei paesi in difficoltà e aumentano i rischi di deflazione. "Faremo ciò che è necessario per mantenere la stabilità dei prezzi", ha detto Draghi martedì in un discorso alla Sorbona che - secondo il Wall Street Journal - echeggia quello di

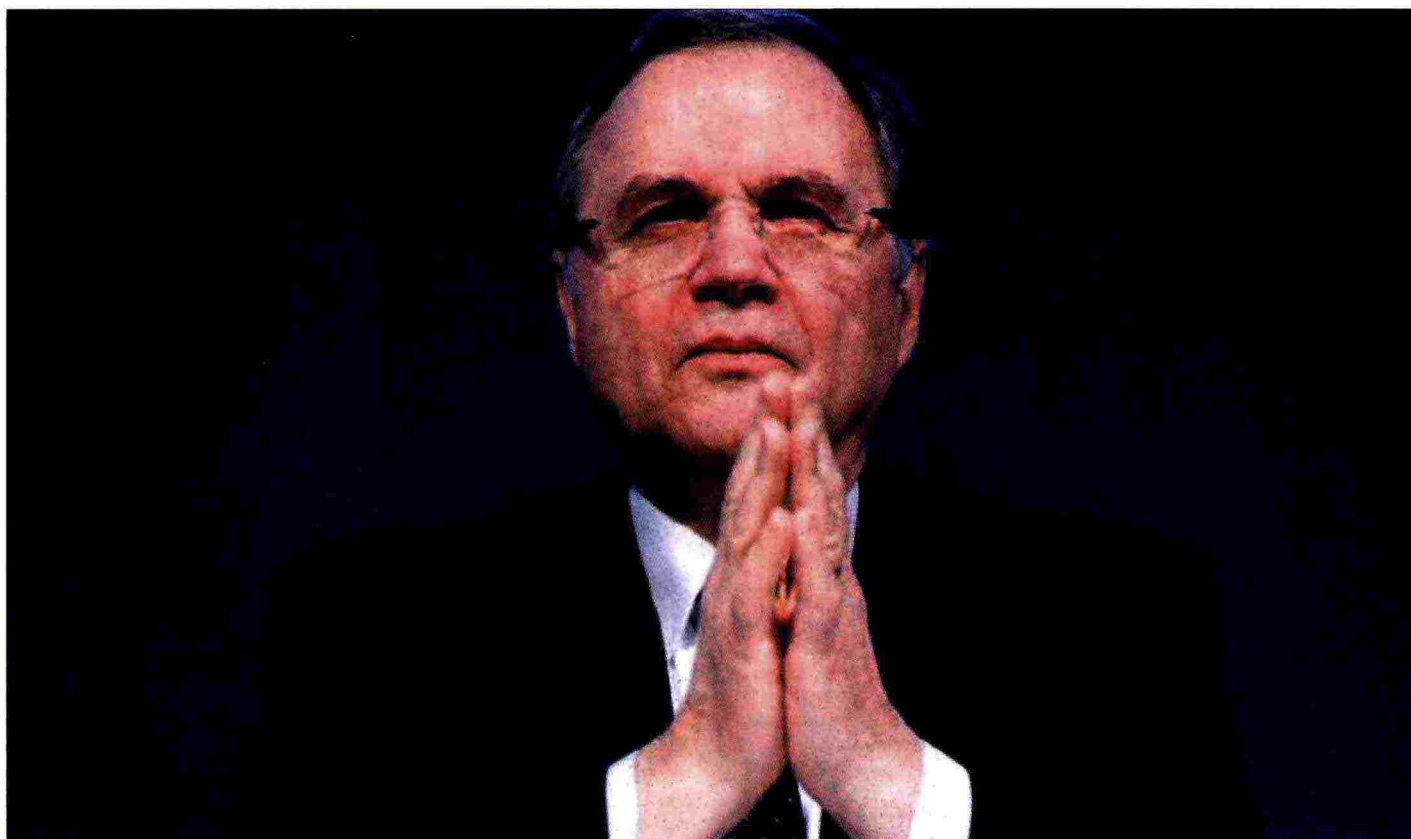
Londra del luglio 2012 sul "tutto il necessario" per salvare la zona euro.

Storico avversario di Draghi sulle misure non convenzionali (ma anche convenzionali ultra-accomodanti), Weidmann ha spiegato che i tassi negativi sui depositi alla Bce sarebbero una misura "più appropriata" per rispondere all'impatto dell'apprezzamento dell'euro sull'inflazione. Per un Qe europeo, il presidente della BuBa ha posto alcune condizioni: "Qualsiasi asset privato o pubblico che dovessimo comprare deve rispettare alcuni standard di qualità". Inoltre, "il divieto di finanziamento monetario (agli stati) deve essere rispettato". Ma la discussione è aperta e secondo il finlandese Erkki Liikanen, altro membro del Consiglio dei governatori, non c'è "un problema legale. Il trattato permette l'acquisto dai mercati secondari", ha detto Liikanen al Wsj.

Non tutti gli analisti sono convinti che la Bce passerà dalle parole ai fatti. Alcuni vedono solo un'offensiva verbale diretta ai mercati per far scendere la quotazione dell'euro. Ma, indipendentemente dal-

le decisioni di giovedì, le parole dei nordici Weidmann e Liikanen confermano l'evoluzione che Draghi è riuscito a imporre in due anni e mezzo alla testa della Bce. Con l'Ltro - il prestito da 1.000 miliardi alle banche del dicembre 2011 - l'Eurotower ha rafforzato il ruolo di ultimo riparo per la liquidità del sistema. Grazie all'Omt - lo scudo anti spread del settembre 2012 - la Bce è diventata il prestatore di ultima istanza dei governi in difficoltà sui mercati. Ufficialmente oggi l'obiettivo è l'inflazione e i giuristi della Bce si inventeranno un meccanismo per confondere le acque del finanziamento monetario. Ma di fatto, attraverso il Qe, Francoforte entrebbe nel campo della politica economica che la Fed persegue con l'obiettivo della piena occupazione. La Bce non si limita alla "policy": ormai è entrata anche nella "politics" dura e pura. Ogni volta Weidmann ha votato contro e reso pubbliche le sue obiezioni, Draghi ha giocato di sponda con Angela Merkel, spingendo i governi verso soluzioni più federaliste, come sull'Unione bancaria e l'Unione di bilancio camuffata da Fiscal compact.

David Carretta



Ignazio Visco, governatore della Banca d'Italia

