

12 giugno 2013

Aspettando il giudizio di Karlsruhe

L'AUTONOMIA DELLA BANCA EUROPEA NON PUÒ DIPENDERE DA UNA SENTENZA

Questa settimana a Karlsruhe la Corte costituzionale tedesca inizia a prendere in considerazione il caso sottopostole da un cittadino tedesco il quale chiede se il programma Omt (sostanzialmente lo scudo anti-spread) annunciato lo scorso settembre dalla Banca centrale europea sia compatibile con i trattati europei. La Corte dovrà decidere se la Bce abbia oltrepassato i limiti del suo mandato e imponga rischi eccessivi ai contribuenti tedeschi. La Corte farebbe bene ad accantonare il caso, se non vuole mettere a repentaglio la sopravvivenza dell'Eurozona e divenire essa, non la Bce, una minaccia per i contribuenti tedeschi e non solo. Ci limitiamo qui a considerazioni economiche, in quanto la Corte stessa ha invitato alcuni economisti a esporre il loro punto di vista nel dibattito. L'Omt (Outright monetary transactions, che si traduce di fatto nell'acquisto sul mercato secondario di titoli di Stato dei Paesi in difficoltà ndr) è uno strumento ideato per fermare il circolo vizioso venutosi a creare, la scorsa estate, negli spread dei titoli di Stato di alcuni Paesi fra cui l'Italia, e che si traduceva in tassi di interesse sempre più elevati per famiglie e imprese. Questo compito rientra pienamente nel mandato assegnato alla Bce, perché è compito della Banca centrale assicurarsi che le condizioni monetarie siano adeguate per garantire la stabilità dei prezzi nell'economia reale. In una dettagliata deposizione inviata alla Corte, la Bundesbank giunge alla conclusione che le differenze nel livello dei tassi di interesse nei vari Paesi dell'Eurozona riflettono i fondamentali economici, anziché il mancato funzionamento del meccanismo di trasmissione: pertanto l'Omt è da considerarsi al di fuori del mandato della Bce. Ma la Bundesbank dimentica di riconoscere che durante l'aggravarsi della crisi, nel 2010-12, la Bce non era nemmeno più in grado di incidere sulla direzione del cambiamento nelle condizioni monetarie: malgrado gli sforzi continui profusi per allentare le condizioni monetarie, queste venivano in realtà a restringersi progressivamente in alcuni Paesi. Pertanto la Bce stava chiaramente perdendo il controllo sul processo di trasmissione della politica monetaria. Questo perché i tassi di interesse nei Paesi a rischio riflettevano sempre più le attese di un crollo dell'Eurozona. Un incremento improvviso della probabilità di un'uscita dall'euro può innescare una drammatica spirale negli spread e provocare prima o poi un'uscita dall'euro. L'uscita caotica di uno o più Paesi dall'Eurozona avrebbe prodotto gravissimi rischi deflazionistici e interferito pesantemente nell'azione della Bce, il cui compito è quello di garantire la stabilità dei prezzi. L'Omt ha avuto grande successo immediato nel fermare il circolo vizioso negli spread dei titoli di Stato e ha cominciato a far sentire il suo effetto sui tassi di interesse. Ma la cosa più importante è che ciò è stato possibile, finora, senza che la Bce abbia dovuto acquistare un singolo titolo di Stato. Siamo davanti a un meccanismo virtuoso, in cui è bastato l'impegno fermo e credibile della Bce per scardinare il gioco delle speculazioni. L'efficacia dell'Omt sta nell'aver comunicato con grande successo «il suo impegno a fare tutto il possibile per difendere l'euro». Il meccanismo è identico all'assicurazione sui depositi bancari. L'assicurazione sui depositi elimina la possibilità di una corsa agli sportelli, quando cioè una banca solvente si ritrova a corto di liquidità e fallisce semplicemente perché i risparmiatori hanno paura che, nel caso di una corsa agli sportelli, la banca si ritrovi insolvente. Per eliminare del tutto la corsa agli sportelli, l'assicurazione dei depositi deve essere illimitata: chiunque voglia riscuotere i suoi depositi a breve termine dovrà poterlo fare, che la riscossione sia motivata da

un'effettiva esigenza di liquidità o semplicemente dal panico. Questo è esattamente quanto è stato fatto in Europa nel 2008, al culmine della crisi finanziaria e, difatti, non ci sono state reazioni di panico: è bastato annunciare questa misura, senza dover ricorrere a veri e propri interventi. Come per l'assicurazione dei depositi, con l'Omt la Bce potrebbe anche non aver mai la necessità di acquistare obbligazioni. Basta che annunci la sua intenzione di acquistare, qualora dovesse verificarsi una corsa agli sportelli. Nessun economista ragionevole si sognerebbe di suggerire di eliminare l'assicurazione dei depositi, allo stesso modo nessuno dovrebbe opporsi all'Omt. Dopo che la Bce ha annunciato la sua intenzione di adottare l'Omt, i mercati si sono stabilizzati senza che la banca centrale abbia dovuto acquistare un solo titolo spagnolo o italiano. Ma, affinché questo meccanismo possa agire efficacemente, occorre che la sua capacità di azione sia illimitata. Una decisione della Corte di Karlsruhe che limitasse l'Omt, o imponesse che qualunque utilizzo specifico di questo schema debba essere approvato preventivamente dal parlamento tedesco, non farebbe altro che distruggere la credibilità dell'Omt. Sarebbe un vero autogol se la Corte costituzionale tedesca volesse sminuire l'efficacia dell'Omt e costringere così la Bce all'acquisto di titoli. Le insolvenze dei governi causerebbero perdite talmente elevate ai creditori che la Bce non sarebbe in grado di accollarsi un simile fardello. È per arginare questi rischi che prerequisito dell'Omt è un programma negoziato con l'Esm (meccanismo europeo di stabilità). Non spetta alla Corte costituzionale tedesca discutere i modelli macroeconomici che studiano il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, né il ruolo di fattori fondamentali e delle aspettative nel formulare i premi di rischio o produrre equilibri multipli in situazioni di panico dei creditori. Questi argomenti sono già di ardua valutazione da parte degli economisti e certamente non possono essere decisi da una Corte. Inoltre, un giudizio legale imposto a tali questioni metterebbe seriamente in pericolo l'indipendenza della Bce. Questa indipendenza è stata sempre particolarmente apprezzata proprio in Germania. Sarebbe ironico se la massima corte tedesca volesse scalarla. Immaginiamo che cosa direbbe Karlsruhe se le Corti supreme di altri Paesi si mettessero a interferire con le decisioni della Bce. L'Eurozona è ancora fragile. Sia a livello nazionale sia sopranazionale; resta ancora molto da fare per irrobustirla. Nel frattempo, in assenza di una rete di protezione fiscale su larga scala, le speculazioni su una possibile rottura dell'Eurozona potrebbero auto-realizzarsi. In questo momento, le speculazioni sono state bloccate con successo dall'Omt. Preservare l'integrità dell'Eurozona è il compito principale della Bce, perché una rottura sarebbe estremamente distruttiva e dispendiosa, sia per i Paesi creditori sia per i debitori, compresi i contribuenti tedeschi. Ci auguriamo che la Corte costituzionale tedesca capisca che danneggiare la credibilità della Bce non è una mossa saggia.

Corriere della Sera

12 giugno 2013