

Come le cattive idee peggiorano la crisi del debito europeo

John H. Cochrane

L'Europa è piena di cattivi debiti tanto quanto è piena di cattive idee.

La saggezza popolare suggerisce che il default di uno stato significhi la fine dell'euro: se la Grecia fallisce, deve lasciare la moneta unica. I contribuenti tedeschi devono salvare i governi del sud per salvare anche l'unione.

Questa è una sciocchezza. Alcuni stati degli Stati Uniti e alcuni governi locali sono falliti con debiti in dollari, esattamente come falliscono le imprese. Una moneta è semplicemente un'unità di valore, come i metri sono un'unità di lunghezza. Se i greci avessero “fatto la cresta” sull'olio di oliva nelle bottiglie da un litro, questo non avrebbe messo a rischio il sistema metrico decimale.

I salvataggi sono la vera minaccia per l'Euro. La Banca Centrale Europea ha comprato debito pubblico greco, italiano, portoghese e spagnolo. Ha prestato soldi alle banche che, a loro volta, acquistano debito pubblico. C'è una forte pressione sulla BCE affinché ne acquisti o ne garantisca ancor di più. Quando i governi debitori alla fine diverranno insolventi, o il resto d'Europa raccoglierà migliaia di miliardi di Euro in nuove tasse per ricostituire la banca centrale, oppure l'Euro si inflazionerà comunque.

Abbandonare l'Euro sarebbe un disastro per la Grecia, l'Italia e gli altri. Il ritorno alla moneta nazionale durante una crisi del debito comporterebbe un'espropriazione dei risparmi, un controllo del capitale che distruggerebbe il commercio, una spirale d'inflazione e un isolamento che ammazzerebbe la crescita. E uscire dall'Euro non aiuterà questi paesi a evitare il default, perché il loro debito promette euro, non dracme o lire.

I pericoli della svalutazione

I difensori [della strategia di svalutazione] pensano che la svalutazione illuderebbe i lavoratori e li spingerebbe verso una maggiore “competitività”, come se la gente non si rendesse conto di essere pagata con il denaro del Monopoli. Se la svalutazione della moneta rendesse i paesi competitivi, lo Zimbabwe sarebbe il paese più ricco sulla Terra. Nessun elettore di Chicago vorrebbe lasciare al governatore del proprio stato la possibilità di svalutare la moneta per crearsi una sua via di fuga dai problemi di bilancio e dalle difficoltà economiche. Perché mai gli economisti pensano che i politici greci siano molto più saggi?

I piani più recenti prevedono che l'Europa sia più dura nel far rispettare regole sul deficit che sono simili a quelle stesse regole che i governi hanno allegramente ignorato per oltre 10 anni. Ma siamo sicuri che una direttiva da Bruxelles basterà a spingere i greci a darsi da fare? Immaginate quanto poco successo avrebbero avuto il Fondo Monetario Internazionale o le Nazioni Unite se avessero cercato di porre il veto sul deficit di bilancio degli Stati Uniti (ovvero, se il nostro Congresso avesse anzitutto approvato il bilancio). Questo piano è principalmente un modo per salvare la faccia alla BCE e lasciarle comprare crediti inesigibili con Euro freschi di stampa.

Una maggiore unione fiscale danneggia l'Euro. Pensate alla Polonia o alla Slovacchia. Un tempo utilizzare l'Euro era una scelta scontata: aveva un senso usare la stessa moneta che usano tutti gli altri piccoli stati confinanti, esattamente come l'Illinois vuole usare la stessa moneta dell'Indiana (e la Toscana quella dell'Umbria).

Ad oggi, non è più così scontato: se usare la stessa moneta significa pagare per salvare la Grecia e l'Italia, allora forse l'adozione dell'euro non è un'idea così buona. Una moneta comune senza un'unione fiscale avrebbe un appeal universale. Un'unione monetaria con un'unione fiscale basata sul salvataggio rimarrà invece un piccolo affare.

I leader europei pensano che il loro compito sia di fermare il "contagio", per "calmare i mercati." Danno la colpa alla "speculazione" per i loro guai. Continuano ad aspettare il Grande Annuncio che imbonisca i mercati e li spinga a comprare qualche altro centinaio di miliardi di euro di debiti. Ahimè, il problema è la realtà, non la psicologia, e i governi sono pessimi psicologi. Non si può riempire un buco da mille miliardi di Euro con la psicologia.

Il presidente francese Nicolas Sarkozy ha detto che la Grecia è come Lehman Brothers, e il suo collasso farebbe cadere il sistema finanziario. La Grecia non è Lehman. Non ha migliaia di miliardi di dollari di contratti derivati. Non è un broker-dealer, il cui fallimento congelerebbe ogni tipo di attività finanziaria. I suoi creditori non hanno il diritto legale alla confisca dei beni dovuti alle controparti. La Grecia è solo un semplice debitore sovrano, come quelli che sono stati inadempienti da quanto Edoardo III imbrogliò la banca Peruzzi nel 1340.

Il debito delle banche

Il default del debito sovrano danneggerebbe il sistema finanziario, comunque, per la semplice ragione che l'Europa ha permesso alle sue banche di caricare in portafoglio questo debito, tenerlo a bilancio al valore nominale, e trattarlo come privo di rischio, senza nessun capitale accantonato che facesse da cuscinetto.

I governi indebitati hanno fatto pressione sulle banche affinché acquistassero più debito pubblico, e non meno. La scorsa estate, per aumentare i loro indici di bilancio le banche hanno acquistato ancor più debito sovrano "senza rischio", che ora possono usare come garanzia collaterale ai prestiti della BCE. La grande "operazione liquidità" della BCE darà alle banche centinaia di miliardi di euro per aumentare le loro scommesse sul debito sovrano. I correntisti bancari e i creditori l'hanno capito, e stanno correndo verso l'uscita.

Imbottendo le banche con il debito sovrano, i politici e regolatori europei stanno rendendo l'inevitabile default molto più rischioso dal punto di vista finanziario. Questa è una importante lezione per tutti quelli che si aspettano che la regolamentazione terrà al sicuro le banche!

L'errore fatale dell'euro non è stato di unire zone con diversi livelli e tipi di sviluppo sotto un'unica valuta. Dopo tutto, il Mississippi e Manhattan (e Milano e Palermo) utilizzano gli stessi soldi. E non è stato neanche quello di privare i governi dei piaceri effimeri della svalutazione. Né è stato l'immaginare un'unione monetaria senza unione fiscale.

L'errore fatale dell'Euro è stato la mancata regolamentazione bancaria. Il debito sovrano, che può sempre evitare il default esplicito quando lo stato stampa moneta, non rimane senza rischio in un'unione monetaria. Ciononostante, gli organi di regolamentazione bancaria e le regole della BCE continueranno a fingere il contrario.

Quindi, dall'abile applicazione di idee sbagliate, l'Europa ha preso una normale ristrutturazione del debito sovrano e l'ha trasformata prima in una crisi bancaria, poi in una crisi monetaria, poi in una crisi fiscale, e ora in una crisi politica.

Quando finirà l'era delle pie illusioni, l'Europa dovrà affrontare una scelta difficile. Potrà avere un'unione monetaria senza default sovrani. Questa opzione significa unione fiscale, accettando veri controlli da parte dei tedeschi sui budget greci e italiani (e forse francese). Nessuno lo vuole, per ovvie ragioni.

Oppure l'Europa potrà avere un'unione monetaria senza unione fiscale. Che funzionerebbe bene, ma deve essere basata su due idee fondamentali: gli stati devono poter fallire esattamente come le società private, e le banche, inclusa la banca centrale, devono trattare come rischioso il debito sovrano, esattamente come trattano il debito delle aziende.

La terza e ultima opzione è una rottura, probabilmente dopo una crisi e l'inflazione. L'euro, come il metro, è una grande idea. Gettarlo via sarebbe una vera e inutile tragedia.

John H. Cochrane è professore di finanza presso l'Università di Chicago Booth School of Business e ricercatore aggiunto presso il Cato Institute. Traduzione in Italiano di Duccio M. Gasparri. L'articolo originale è apparso su Bloomberg: <http://www.bloomberg.com/news/2011-12-22/bad-ideas-worsen-europe-s-debt-meltdown-commentary-by-john-h-cochrane.html>

Per contattare l'autore di questo articolo: John H. Cochrane a john.cochrane@chicagobooth.edu, <http://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane/>