

L'interesse particolare che acceca l'Eurotower

di Joseph Stiglitz

Niente di meglio del dibattito sulla ristrutturazione del debito sovrano della Grecia illustra le tendenze politiche contraddittorie e gli interessi particolari che oggi giocano in Europa. La Germania insiste per una ristrutturazione profonda, che contempra un "haircut" del 50% dei titoli di Atene, laddove la Bce insiste che la ristrutturazione del debito deve essere volontaria. In passato, basti pensare alla crisi debitoria che investì l'America Latina negli anni Ottanta, era ancora possibile riunire in una medesima stanza tutti i creditori, in buona parte grandi banche, e mettere a punto un accordo, ricorrendo un po' all'opera di persuasione e in qualche caso anche a forti pressioni esercitate dai governi e dagli enti di vigilanza, seriamente intenzionati ad appianare le cose.

Con l'avvento della cartolarizzazione del debito, però, i creditori sono diventati di gran lunga troppi e tra essi figurano anche hedge fund e altri investitori sui quali gli enti di vigilanza e i governi hanno scarso ascendente. Oltretutto, l'innovazione nei mercati finanziari ha reso possibile per i proprietari di titoli tutelarsi con una copertura assicurativa, e ciò comporta che possono sedersi al tavolo delle trattative senza rischiare di rimetterci in proprio. Hanno i loro interessi: vogliono riscuotere l'assicurazione e ciò significa che la ristrutturazione deve essere un evento creditizio, cioè un default. Il fatto che la Bce insista per una ristrutturazione volontaria evitando "l'evento" ha messo le parti in aperto dissenso. Il paradosso è che la creazione di questo sistema disfunzionale è stata autorizzata dagli enti di regolamentazione e controllo. La posizione della Bce è peculiare. Sarebbe stato auspicabile che le banche gestissero il rischio di default sui bond nei loro portafogli procurandosi coperture assicurative e che qualora l'avessero fatto un ente di regolamentazione e controllo deputato a garantire la stabilità sistemica si fosse accertato che in caso di perdita l'assicuratore pagasse. Ma la Bce vuole che le banche sopportino una perdita del 50% sulle obbligazioni senza incassare l'assicurazione.

Ci sono tre spiegazioni per l'atteggiamento della Bce, nessuna delle quali mette in buona luce quest'istituzione e la sua condotta in materia di regolamentazione e vigilanza. La prima è che le banche non hanno sottoscritto una copertura assicurativa e alcune anzi hanno fatto speculazioni. La seconda è che la Bce sa che il sistema finanziario è caratterizzato dalla mancanza di trasparenza e che gli investitori sanno di non poter valutare l'impatto di un default involontario, che potrebbe causare il congelamento dei mercati creditizi e innescare nuovamente ciò che accadde all'indomani del fallimento Lehman. La terza spiegazione è che la Bce potrebbe cercare di proteggere le poche banche che hanno effettivamente sottoscritto una polizza assicurativa. Nessuna di queste interpretazioni costituisce una giustificazione all'opposizione che la Bce adduce a una profonda ristrutturazione involontaria del debito greco.

La Bce deve insistere per più trasparenza: anzi, questa avrebbe dovuto essere una delle lezioni da apprendere da quanto è accaduto nel 2008. Gli enti di vigilanza non avrebbero dovuto permettere alle banche di speculare come hanno fatto; avrebbero dovuto esigere che le banche si dotassero di

una copertura assicurativa e quindi insistere sulla ristrutturazione in modo tale da garantire che l'assicurazione fosse pagata. In aggiunta, non c'è molto che possa dimostrare che una ristrutturazione involontaria sarebbe per certi versi più traumatica di una ristrutturazione volontaria: insistendo sull'aspetto della volontarietà, la Bce potrebbe cercare di garantire che la ristrutturazione non sia profonda, ma in tal caso metterebbe gli interessi delle banche davanti a quelli della Grecia, per la quale una ristrutturazione sostanziale è indispensabile per uscire dalla crisi. Di fatto, la Bce parrebbe proprio anteporre gli interessi delle poche banche che hanno sottoscritto i creditdefault swap agli interessi di Atene, dei contribuenti europei e dei creditori che agendo con prudenza si sono tutelati con un'assicurazione.

L'ultima anomalia della posizione assunta dalla Bce ha a che vedere con la governance democratica: decidere se si è verificato o meno un evento creditizio è compito delegato a una commissione segreta dell'International Swaps and Derivatives Association. Se quanto riferiscono gli organi di informazione è corretto, alcuni membri di tale commissione starebbero approfittando della posizione che occupano per promuovere trattative più concilianti. In ogni caso, pare irragionevole che la Bce voglia delegare a una commissione segreta composta da persone aventi interessi di parte nel mercato, il diritto di decidere che cosa sia una ristrutturazione del debito accettabile. L'unica argomentazione che pare anteporre l'interesse pubblico a qualsiasi altra cosa, è quella secondo cui una ristrutturazione involontaria potrebbe condurre a un contagio col rischio che le grandi economie dell'euro come Italia, Spagna e perfino Francia, si trovino davanti a un aumento brusco del costo del debito. Eppure ciò implica una domanda: perché una ristrutturazione involontaria dovrebbe portare a un contagio più grave rispetto a una ristrutturazione volontaria di equivalente entità? Se il sistema bancario fosse ben regolamentato e le banche in possesso di debito sovrano si fossero procurate una copertura assicurativa, una ristrutturazione involontaria dovrebbe sconvolgere meno i mercati finanziari.

Si può sostenere che qualora la Grecia riuscisse a cavarsela con una ristrutturazione involontaria, altri paesi sarebbero tentati di fare altrettanto. I mercati finanziari, preoccupati che si verifichi una tale eventualità, alzerebbero i tassi di interesse per altri paesi a rischio della zona euro, grandi e piccoli. Il fatto però è che i paesi maggiormente a rischio sono stati già estromessi dai mercati finanziari e la possibilità di una reazione di panico è di scarsa rilevanza. Anche altri paesi potrebbero essere tentati di ricalcare le orme di Atene, qualora la Grecia riuscisse a cavarsela meglio con una ristrutturazione che senza. Questo è vero, ma già si sa. Il comportamento della Bce non deve sorprenderci: le istituzioni che non sono democraticamente responsabili tendono a cadere preda di interessi particolari. Ciò era vero prima del 2008: malauguratamente da allora il problema non è stato affrontato e risolto come si deve.