

ANALISI

Il vero esame riguarda la politica dell'Eurozona

di **Carlo Bastasin**

Gli stress test sulle banche europee che saranno pubblicati domani sono attesi come una svolta decisiva nella crisi che ha colpito l'eurozona. Ma la credibilità della valutazione della solidità di 91 grandi istituti in caso di condizioni critiche dei mercati o dell'economia - e quindi la sua efficacia - non dipenderà solo dalla fotografia, più o meno accurata, della situazione finanziaria europea. Il significato nascosto dello stress-test è infatti quello di evidenziare alcuni elementi che vanno al cuore del problema politico europeo: sorveglianza comune, squilibri macroeconomici e disciplina fiscale. Senza chiarezza su questi elementi, che hanno una comune radice politica, la credibilità della zona euro potrebbe rimanere in sospeso.

Trasparenza

Dallo stress-test sulle banche europee si è passati allo stress-test dello stress-test. L'affidabilità del test è stata messa in dubbio nelle ultime settimane, in ragione degli stress poco marcati, delle valutazioni generose del capitale delle banche e del fatto che ogni istituto finanziario viene giudicato dall'autorità di vigilanza del proprio paese con l'ovvio interesse a nascondere i problemi non fosse altro che per negare la propria cattiva vigilanza passata.

Se il test è poco severo, i risultati saranno poco utili, come era stato il caso del test condotto nel settembre 2009. Il vero esame verrà dunque lunedì 26 alla riapertura dei mercati e riguarderà appunto la credibilità del test. Dubbi sulla veridicità sono connaturati a tutti gli stress-test e infatti avevano riguardato anche quello condot-

to negli Stati Uniti nel maggio 2009. Una soluzione di buon senso è quella di aumentare la trasparenza sui criteri usati: pubblicare l'intero gruppo di indicatori e la metodologia seguita. Il fatto che siano coinvolte decine di autorità di vigilanza anziché una sola comune dimostra ancora una volta come il deficit di integrazione istituzionale in Europa pesi sulla credibilità dell'euro.

Germania-Francia

Fino a qui la crisi europea è stata una crisi economica dei paesi alla periferia. Gli stress-test dimostreranno che i problemi finanziari erano invece concentrati nel cuore dell'eurozona. Mentre Spagna e Italia hanno sistemi bancari centrati sull'attività commerciale tradizionale di raccolta depositi e di prestiti, gli istituti tedeschi e soprattutto francesi hanno utilizzato maggiormente la leva finanziaria e hanno una quota del bilancio in titoli (debt securities) fino al 50% più elevata. La volatilità dei titoli e delle attività più rischiose durante la crisi dovrebbe aver colpito maggiormente gli istituti che si basavano su una leva più alta.

Il fatto che le banche francesi e tedesche abbiano in portafoglio una quantità più che proporzionale di titoli rischiosi è l'altra faccia degli squilibri interni alla zona euro. Le banche tedesche attingono all'eccesso di risparmio dell'economia tedesca ma per molti anni hanno potuto ottenere alti rendimenti solo investendo all'estero. Paradossalmente, peggiore era la qualità della banca e maggiore il rischio che era disposta a correre investendo in attività ad alto rendimento che compensassero la bassa redditività interna. Sia in Francia sia in Germania, sono proprio le banche che già nel 2008 erano emerse co-

me le più fragili - il caso Hre è clamoroso - ad avere corso i maggiori rischi anche nel 2009.

Di fatto se Grecia o Spagna, Irlanda o Portogallo, portano responsabilità per gli squilibri reali nelle loro economie, il modello tedesco di un'economia con eccesso di risparmio e surplus nella bilancia dei pagamenti può essere considerato complice nell'aver finanziato lo squilibrio lucrando per dieci anni sul differenziale di rendimento (per altro troppo basso) delle attività estere in cui le banche tedesche investivano. Lo stress-test serve a evidenziare lo squilibrio macro dell'economia europea.

Banche e debito pubblico

In Europa nel 2008 il canale di trasmissione della crisi andava dalla crisi delle banche al debito pubblico dei paesi. Negli ultimi nove mesi il flusso della crisi si è invertito e la sua direzione è andata dai debiti dei paesi ai bilanci delle banche. Il doppio legame tra problemi dei titoli pubblici e capitale delle banche si manifesta nella stretta correlazione dei rispettivi credit default swaps.

All'inizio di maggio le interconnessioni tra finanza pubblica e rischi finanziari stavano mettendo a rischio la tenuta dell'euro. Man mano che cresceva il disagio per le implicazioni macrofinanziarie degli squilibri di bilancio, gli investitori si allontanavano dal rischio di intere classi di attività finanziarie aprendo di fatto i canali di contagio. L'attenzione si era concentrata sui bilanci pubblici perché si era visto molto chiaramente il trasferimento dei rischi dal settore finanziario alle autorità fiscali, sia in modo esplicito sia attraverso il sistema delle garanzie pubbliche alle banche.

IL CUORE DEL PROBLEMA

Il significato nascosto delle verifiche sarà quello di evidenziare l'autentica credibilità del vecchio continente

Ci sono sia ragioni reali sia finanziarie attraverso cui i debiti pubblici pongono dei rischi al sistema bancario. Le prime sono causate dallo "spiazzamento" nelle fonti di finanziamento del settore privato - in particolare se le banche dovranno ricapitalizzarsi emettendo titoli a cui faranno concorrenza i titoli del debito pubblico emessi dagli stati; dall'aumento dei tassi d'interesse reali di lungo termine e dalle conseguenze sulla crescita economica provocate dall'aumento del risparmio privato come cautela a fronte del crescente debito pubblico.

I maggiori canali finanziari sono invece l'aumento del premio al rischio che passa dai titoli sovrani a quelli privati. In tal caso i costi di finanziamento aumentano e ciò può creare avversione al rischio e caduta dei prezzi delle attività finanziarie. Inoltre un calo dei prezzi dei titoli pubblici crea perdite nelle banche che hanno posizioni a leva sfruttando i carry trades della curva dei rendimenti, cioè il basso costo dei finanziamenti a breve offerti dalla Bce e reinvestiti in titoli pubblici a lunga.

I dati sulla redditività delle banche mostrano che questa è ancora fragile ed esposta sia a un rallentamento dell'attività economica, sia a una stabilizzazione del rischio legato ai debiti pubblici.

In conclusione tutti e tre gli elementi critici suscitati dagli stress test sulle banche hanno una natura comune piuttosto sorprendente: la loro soluzione infatti - maggiore trasparenza, minori squilibri macroeconomici, più forte disciplina di bilancio in tutti i paesi - dipende dall'integrazione istituzionale della zona euro e dalla capacità di rafforzare la governance comune.

c.bastasin@ilssole24ore.com