



Dalla crisi pandemica alla crisi finanziaria?

di Rony Hamaui

I rischi nel breve termine sono piuttosto contenuti, ma nel lungo periodo tenderanno ad accumularsi tensioni sia sotto il profilo fiscale sia monetario.

> Sinora il sistema finanziario internazionale non è stato particolarmente afflitto dalla più seria pandemia mondiale dell'ultimo secolo e dal conseguente violentissimo crollo delle attività economiche. Le principali borse mondiali, e in particolare quelle americane, dopo un repentino crollo iniziale si sono fortemente riprese, mentre i mercati monetari e obbligazionari hanno continuato a operare in maniera quasi normale.

> Gli spread sui debiti sovrani sia dei Paesi emergenti sia di quelli sviluppati, che nel frattempo hanno accumulato debiti crescenti, sono rimati stabili o si sono addirittura ridotti. Anche sul segmento del debito corporate high yield le nuove emissioni sono state ingenti e la liquidità non è mai mancata. Il dollaro, considerato valuta rifugio nelle crisi, si è rafforzato solo nelle prime settimane della pandemia per poi cedere negli ultimi mesi. Persino i sistemi bancari, che pure hanno fatto prudenzialmente notevoli accantonamenti, non hanno visto sinora aumentare i loro crediti deteriorati o ridursi la loro reddittività e solidità patrimoniale, che per altro partiva da un punto di forza.

FORTI POLITICHE DI SUPPORTO

Tutto ciò è potuto succedere grazie a politiche economiche straordinariamente espansive portate avanti dai principali Paesi. Mai come questa volta, pur in assenza di una regia unica e della carenza di una leadership internazionale, le politiche fiscali e monetarie hanno conosciuto un coordinamento particolarmente efficace sia fra di loro che a livello internazionale (figura1). L'esperienza

di strumenti non convenzionali messi a punto dalle principali banche centrali durante la crisi del 2007-09 è stata rapidamente messa in campo e ampliata¹. Si pensi ai poderosi programmi di acquisto di obbligazioni pubbliche e private o agli strumenti di finanziamento delle banche. In Europa, poi, la BCE è anche riuscita a limitare gli effetti nocivi dei tassi d'interesse negativi sulla redditività delle banche e sugli investitori istituzionali, offrendo al sistema bancario programmi di finanziamento a tassi notevolmente più bassi di quelli sui depositi al raggiungimento di prefissati obiettivi di crescita degli impieghi all'economia².

Le famiglie e le imprese che, con rilevanti eccezioni, hanno visto crollare i loro redditi, hanno trovato un generoso sostegno dagli Stati. Gli ammortizzatori sociali sono stati estesi a fasce di categorie prima non tutelate. Per la prima volta sono stati messi in piedi sistemi di assicurazione pubblica del credito bancario straordinariamente efficienti³. Così, i sistemi bancari hanno potuto sostenere le impellenti necessità di liquidità delle imprese senza correre troppi rischi, ma anzi riducendoli. L'utilizzo di estese moratorie sugli impieghi, grazie a una regolamentazione che si è fatta carico di non qualificare tali crediti come deteriorati, e quindi evitando di appesantire gli accantonamenti, ha dato ulteriore respiro alle aziende, senza pesare sui bilanci delle banche.

Anche l'Unione Europea ha dato una risposta all'altezza della situazione d'emergenza sia sospendendo il Patto di Stabilità, che vincola i Paesi a creare eccessivi deficit, sia facendosi per la prima volta carico a livello federale delle

PROGETTOMACROTRENDS NOVEMBRE 2020

Paolo Cavallino and Fiorella De Fiore, "Central banks' response to Covid-19 in advanced economies", in BIS Bulletin No 21, June 5, 2020.

^{2 &}quot;Conscious Uncoupling", The Economist, August 15, 2020

³ Patrizia Baudino, "Public guarantees for bank lending in response to the Covid-19 pandemic", I BIS Financial Stability Institute Briefs.

proprietà intellettuale è riconducibile alla fonte specificata in testa alla pagina.



HBR ITALIA

spese e del debito dei Paesi dell'Unione attraverso strumenti come il SURE (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency), il MES (Meccanismo europeo di stabilità), la BEI (Banca Europea degli Investimenti) e il Recovery Fund.

In sostanza, seppure con qualche spreco, si è finora trattato di una magistrale gestione della crisi economica, che ha mostrato quanto fossero fallaci le tesi di chi riteneva che sia la politica monetaria che quella fiscale avessero pochi spazi di manovra, dato il basso livello dei tassi d'interesse e l'alto livello dei debiti presenti alla vigilia della crisi pandemica.

L'AGGRAVARSI DEL DEBITO PUBBLICO

Ora però in assenza di una rapida uscita dalla pandemia, che tuttavia è difficile prevedere prima della prossima primavera, la situazione potrebbe farsi più complicata. La probabilità che venga scoperto un vaccino efficace e sicuro in tempi ragionevolmente brevi non è ancora particolarmente alta, mentre anche nel caso più favorevole ci vorranno altri sei/nove mesi perché tale vaccino possa essere prodotto e distribuito su vasta scala.

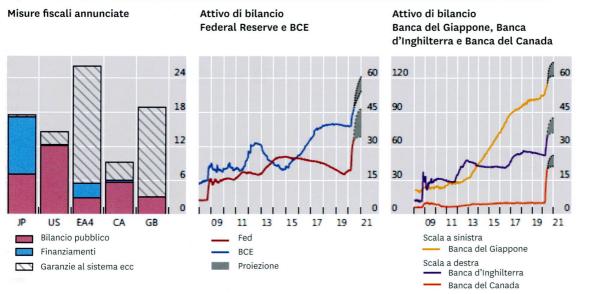
Così è probabile che altri interventi a supporto dell'economia si rendano necessari, soprattutto nei settori come i viaggi, il turismo, la ristorazione, le attività ricreative e culturali, ma anche la sanità e l'educazione. Nel frattempo, i deficit e i debiti di bilancio dei Governi in tutto il mondo sono drasticamente aumentati con poche eccezioni, ed è quindi difficile pensare che gli equilibri dei bilanci pubblici possano rapidamente tornare ai livelli pre-Covid.

Secondo le ultime stime, nel corso del 2020 il rapporto tra debito pubblico e Pil nell'Eurozona aumenterà dall'84% a oltre il 100%, mentre per gli Stati Uniti salirà dal 109% a ben oltre il 130%. Nei mercati emergenti la previsione è di un aumento dal 53% al 65%. A livello di singolo Paese, poi, il Giappone continuerà a essere in testa con un rapporto debito/Pil previsto per il 2020 a oltre il 250%, seguito dalla Grecia, con oltre il 200%, e dall'Italia con circa il 160%.

L'aumento di questi rapporti è il risultato di una sostanziosa contrazione dei Pil che, a livello mondiale, è mediamente del 5%, ma che in alcuni casi arriverà al 10-13% nel 2020, insieme a disavanzi di bilancio in percentuale del Pil in media del 10-12%. Se anche nel 2021 il Pil dei principali Paesi dovesse conoscere un piccolo rimbalzo, la necessità di continuare ad aiutare famiglie e imprese non permetterà una forte riduzione di questi debiti.

Molti degli ammortizzatori sociali previsti dalle manovre messe in atto dai Governi scadono fra l'autunno e l'inverno 2020. Questi sono sinora riusciti ad evitare il palesarsi di situazioni di insolvenza e a sostenere i consumi, ma hanno comunque indebolito la struttura finanziaria di tutti gli operatori privati. In assenza di una forte ripresa (difficilmente prevedibile tra l'autunno 2020 e l'estate 2021), di un prolungamento delle moratorie e di nuova finanza, è altamente probabile che i tassi d'insolvenza siano destinati a salire in misura significativa. In una situazione che rimane incerta, è inoltre probabile che la volatilità dei mercati finanziari, e in particolare delle borse, rimanga molto alta e continui a rincorrere notizie più o meno buone sul fronte sanitario ed econo-

Figura 1 Le misure fiscali annunciate dai Governi e la crescita dei bilanci delle Banche Centrali (in % del Pil)



Fonti: FMI, Banche centrali, BIS, calcoli degli autori

proprietà intellettuale è riconducibile alla fonte specificata in testa alla pagina. Il ritaglio stampa è da intendersi per uso privato



ECONOMIA E FINANZA

mico, mentre alcuni intermediari finanziari potrebbero trovarsi in una situazione difficile.

DEBOLI RISCHI DI CRISI FINANZIARIA

Tuttavia, pure in questo contesto sempre più fragile e rischioso, è difficile ritenere che nel prossimo futuro andremo incontro a una crisi finanziaria sistemica per differenti motivi:

- 1. Le autorità monetarie e fiscali cercheranno di controllare rapidamente qualsiasi focolaio di crisi e tenteranno in tutti modi di evitare il contagio.
- 2. In una situazione di tassi molto bassi o addirittura negativi, il peso del debito sia a livello macroeconomico che microeconomico diviene molto più sostenibile.
- **3.** Le banche centrali in ogni caso continueranno ad acquistare una larga percentuale del debito pubblico e
- 4. L'Europa sembra aver accettato, almeno in situazioni eccezionali, il principio di condivisione dei rischi cercando di evitare nuovi casi di insolvenza quale quello
- 5. Infine, poiché il carattere globale della pandemia rende tutti più uguali, la speculazione non può accanirsi su un Paese o un gruppo di Paesi o di intermediari, come è sempre successo in tutte le precedenti crisi finanziarie.

Certamente il sistema bancario europeo risulta l'anello debole della catena, perché più frammentato e dotato di una struttura regolamentare ancora incompiuta. In particolare, come mostrano recenti analisi, l'Unione bancaria europea, che pure ha fatto notevoli passi avanti a partire dall'ultima crisi, si presenta in termini di gestione delle crisi ancora incompleta e farraginosa⁴. Negli Stati Uniti, la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) svolge contemporaneamente funzioni di supervisione bancaria, di garanzia dei depositi e di gestione delle procedure di crisi. Così essa concentra le funzioni che nell'assetto istituzionale europeo sono oggi distribuite tra il Single Supervisory Mechanism (SSM), le autorità nazionali di vigilanza, il Single Resolution Board (SRB), le autorità nazionali di risoluzione, i sistemi nazionali di assicurazioni dei depositi e, infine, il costituendo fondo comune europeo di garanzia dei depositi (European Deposit Insurance Scheme, EDIS). Ovviamente un assetto così frammentato non riesce a essere tempestivo ed efficace soprattutto nei momenti di crisi dove tali caratteristiche sono più essenziali.

I RISCHI NEL LUNGO TERMINE

Tuttavia, per quanto possa sembrare paradossale, la pandemia, almeno nella sua fase acuta, sembra proteggerci

dal rischio di una crisi finanziaria globale. Non lo stesso avverrà nel lungo periodo quando le debolezze relative dei diversi sistemi, in termini di produttività, capacità di crescita e solidità degli assetti istituzionali, verranno a galla. La deglobalizzazione in atto, assieme a una maggior presenza dello Stato nell'economia e soprattutto un altissimo livello di indebitamento pubblico e privato, renderanno ancora più fragile il sistema e saranno un ostacolo alla crescita, unico vero antidoto all'assorbimento dei debiti accumulati.

La risalita dei tassi d'interesse renderà ancora più insostenibile il debito sia privato che pubblico. In quel momento potrebbero anche riaprirsi gli squilibri nei conti con l'estero di numerosi Paesi che si erano temporaneamente ridotti.

È proprio in questa situazione che la speculazione si abbatterà sui più fragili e le crisi finanziarie diventerebbero più difficili da governare. Se e quando questo succederà è arduo prevederlo, poiché dipenderà in maniera rilevante dalla capacità della classe politica di capire e agire per tempo.

Ciò che è sicuro è che in assenza di una lucida diagnosi e una severa cura, la prossima crisi finanziaria sarà ancora più letale delle precedenti, poiché si abbatterà su un corpo infiacchito da una lunga e difficile malattia. 👨

L'AUTORE



RONY HAMAUI è presidente di Intesa Sanpaolo ForValue e professore a contratto presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano. Laureato all'Università Bocconi, ha preso il Master of Science alla London School of Economics. È Segretario dell'Associazione per gli Studi Banca e Borsa (ASSBB), consigliere del CDEC e di Assifact. È stato direttore Generale di Mediocredito e amministratore delegato di Mediofactoring. Ha ricoperto numerosi incarichi presso il gruppo Intesa Sanpaolo. È stato responsabile del Servizio studi della Banca Commerciale Italiana, professore a contratto presso l'Università di Bergamo e l'Università Bocconi. Ha lavorato presso l'Istituto per la Ricerca Sociale. È autore di numerosi articoli scientifici e ha scritto e curato diversi libri riguardanti gli intermediari e i mercati finanziari internazionali nonché la finanza islamica

Giovanni Majnoni D'Intignano, Andreas Dal Santo e Michele Maltese, "La gestione delle crisi bancarie da parte della FDIC: esperienza e lezioni per la Banking Union", Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, N. 22, agosto 2020.