

IL VERO EURO-RISCHIO

ALESSANDRO PENATI

IL VERTICE di giugno e la successiva riunione della Banca centrale europea hanno definito un piano per uscire dalla crisi dell'euro.

Insintesi: il costo del debito di alcuni Paesi, tra cui l'Italia, sarebbe gonfiato dall'irragionevole timore, alimentato dalla speculazione, che la moneta unica possa cessare di esistere, rendendo maggiormente oneroso il risanamento delle finanze pubbliche. La Bce si impegna dunque ad acquistare debito pubblico sul mercato, concorrendo così a ridurre lo spread che oggi grava su alcuni Paesi. In cambio, i beneficiari dell'aiuto prendono impegni vincolanti a perseguire politiche di austerità. Nel frattempo i governi dell'Eurozona creano le nuove istituzioni necessarie alla costituzione di un'unione bancaria e un'unione fiscale, indispensabili alla sopravvivenza dell'euro. A queste istituzioni vengono trasferite le rispettive sovranità nazionali, in previsione di una futura unione politica.

Il condizionale è d'obbligo: il piano si fonda infatti su un'analisi lacunosa delle cause della crisi; e propone soluzioni tecniche a un problema politico. Lascia perplessi la distinzione della Bce fra la parte "ragionevole" dello spread - giusta misura del rischio di default di un Paese - e la parte "irragionevole", rappresentativa del timore della fine dell'euro. Se è ragionevole esigere un premio per il rischio di default, per esempio italiano, lo è anche chiederlo per la fine dell'euro: se l'Italia dovesse ristrutturare il debito, l'euro non sopravviverebbe. I due "rischi" sono collegati, anzi sono lo stesso rischio. La Grecia rimane nell'euro pur avendo ristrutturato; ma, finanziariamente parlando, è un morto che cammina. Questa distinzione non fa che dare una parvenza di rigore scientifico all'intervento, altrimenti indigesto, della Bce.

Ma così facendo la Bce ammette, per la prima volta dall'inizio della crisi, che il rischio della fine dell'euro esiste, e viene percepito come tale: gli investitori nel mondo hanno la sensazione che un'unione monetaria tra Paesi con produttività, capacità di crescita, efficienza del capitale, struttura dei mercati, sistema finanziario e istituzioni così diverse come quelli dell'Eurozona, difficilmente possa sopravvivere a lungo.

Non vale l'argomentazione che

l'enorme diversità tra le performance economiche dei singoli Stati negli Usa, tra Est e Ovest della Germania, Nord e Sud Italia, sia prova che aree a diverso sviluppo e reddito possono coesistere con la stessa moneta: nei casi citati, le diverse aree condividono lingua e istituzioni, al loro interno c'è una perfetta mobilità di lavoro e capitale, ed esistono organismi politici che decidono il trasferimento di reddito fra aree ricche e povere. Nell'Eurozona non è così. E non si vedono volontà e capacità di cambiamento in tempi certi, per quanto distanti. Mal'euro è sostenibile solo in presenza di una convergenza delle performance economiche nell'Eurozona, oppure di una piena unione politica che renda le differenze accettabili. È questa la fonte del premio per il rischio-euro. Ed è la ragione dello scetticismo di tanti economisti non europei sul futuro dell'euro, oggi come nel 1998. Da 30 anni infatti nei libri di testo c'è scritto che le unioni monetarie servono a stabilizzare l'inflazione (così è stato) ma sono a rischio se i Paesi membri hanno produttività divergenti (in gergo, shock reali asimmetrici).

Pareggio di bilancio e abbattimento del debito dei Paesi in crisi sono il fulcro dell'attuale piano di salvataggio dell'Eurozona, in quanto la finanza pubblica è percepita come fonte principale del rischio euro. Ma debito e deficit degli Stati sono sintomo, non causa dell'insostenibilità della moneta unica; e conseguenza della loro incapacità di sostenere una crescita adeguata a quella dei Paesi "virtuosi". Spagna e Irlanda sono in crisi nonostante un livello di debito inferiore a quello tedesco; il bilancio pubblico italiano ha un avanzo primario enorme, equivalente a quello che le ha permesso di entrare nell'Eurozona. Ma il mercato non considera il dato sulle finanze pubbliche in sé, ma come indicatore di sostenibilità. Spagna e Irlanda hanno usato il debito - a buon mercato grazie all'euro - per drogare la loro capacità di crescita, gonfiando una bolla immobiliare. Il loro dissesto attuale è prova che quella crescita non era sostenibile. L'Italia ha usato l'euro per finanziare a basso costo, col risparmio estero, uno stato bulimico, un apparato produttivo inefficiente e uno stato sociale che non si può più permettere perché incapace di crescere per oltre un decennio. Grecia e Portogallo hanno usato l'euro per fi-



■ SELPRESS ■
www.selpress.com

nanziare una spesa pubblica con cui drogare il reddito nazionale.

Lo "scudo anti-spread" della Bce, forse operativo già dalla prossima riunione del 6 settembre, e il varo del fondo "salva-Stati" Esm, in attesa dell'approvazione della Corte Costituzionale tedesca, paiono meri strumenti tecnici per guadagnare tempo. Si discute oggi se la Bce debba comprare titoli a breve o a lungo, con la stessa *seniority* dei privati o del Fondo Monetario, creando moneta o sterilizzando gli interventi; se lo Esm si debba finanziare con bond sul mercato o indebitandosi con la Bce avendo ricevuto la concessione bancaria; chi debba stabilire le condizioni per accedere ai prestiti dell'Esm e beneficiare dello "scudo". Ai fini del rischio-euro, sono solo aspetti tecnici. Possono avere un forte impatto immediato; ma il problema è: quanto a lungo? Mille miliardi elargiti dalla Bce con il Ltro sono bastati a stabilizzare i mercati solo per tre mesi. Perché la Bce e l'Esm non sono la soluzione della crisi. Bisognerebbe rispolverare l'esperienza degli interventi delle banche centrali per stabilizzare i cambi, negli anni '70 e '80: hanno sempre avuto un'efficacia momentanea, ma non hanno mai risolto durevolmente una crisi.

L'Eurozona ha le risorse, se lo vuole, per guadagnare tempo, anche tanto. Ma se il mercato non percepirà la chiara volontà di trasformare l'unione monetaria in unione politica, o non vedrà un serio processo di riforme e ristrutturazioni incisive, capaci di aumentare stabilmente la produttività dei Paesi in crisi, l'euro resterà in pericolo. Con l'aggravante che l'acuirsi della recessione in atto aumenta il costo delle riforme (Italia, Spagna, Portogallo, Grecia dovrebbero fare ora, rapidamente, quello che non hanno saputo fare in un decennio di benessere, espansione e stabilità dei prezzi) e aggrava la crisi di un sistema bancario che ha già praticamente smesso di funzionare (crescita nulla dei prestiti), è incapace di finanziarsi sul mercato, e quindi deve ridimensionarsi.

Più passa il tempo, più si riduce il costo di un'ipotetica uscita dall'euro (basti pensare alla diminuzione della quantità di debito pubblico dei Paesi in crisi in mano ad investitori privati esteri), per quanto enormemente costosa sia un'uscita. Ma aumentano

anche i costi di permanenza, che rendono le promesse di riforma sempre meno credibili. E rischiano di diventare la principale fonte di divisione nella politica dei Paesi dell'Eurozona, proprio quanto la sopravvivenza dell'euro richiederebbe l'unanime consenso e la massima determinazione per la realizzazione di un'unione politica europea.

La Bce ammette, per la prima volta dall'inizio di questa crisi, che il pericolo della fine della moneta unica europea esiste davvero

Debito e deficit degli Stati sono la conseguenza dell'incapacità di sostenere una crescita adeguata a quella dei Paesi "virtuosi"