

## DOPO IL MAXI FONDO VARATO DALL'EUROGRUPPO DUE SCENARI PER L'EURO\*

di Paolo Guerrieri  
14 maggio 2010

C'è sicuramente da rallegrarsi del maxi fondo di salvataggio varato dall'Eurogruppo e dall'Unione nel suo insieme. La decisione più importante riguarda la Bce. Ma i problemi del debito in Europa sono ancora tutti da definire.

C'è sicuramente da rallegrarsi del maxi fondo di salvataggio varato dall'Eurogruppo e dall'Unione nel suo insieme. La decisione più importante riguarda la Bce. Ma i problemi del debito in Europa sono ancora tutti da definire. Per risolverli serve un'azione di risanamento e il rilancio della crescita dei paesi europei. Si è guadagnato del tempo. Il rischio di nuove destabilizzazioni da parte dei mercati resta comunque elevato.

### I costi del ritardo degli interventi

Tutto è cominciato nell'autunno dello scorso anno con le rivelazioni sui trucchi di bilancio operati dal Governo di Atene. Da allora, un'incredibile serie di ritardi e ambiguità ha contraddistinto la risposta della classe politica europea alla crisi della Grecia. Si è arrivati solo di recente a riconoscerne i rischi sistemici, e non più circoscrivibili ai paesi indebitati (Grecia, Spagna, Portogallo). La speculazione e i mercati internazionali hanno solo approfittato, come di solito fanno, di questa situazione estremamente confusa.

Il conto da pagare è ora salato. Si è partiti dai 45 miliardi di Euro messi inizialmente a disposizione della Grecia, per arrivare ai 110 miliardi del piano triennale a sostegno del risanamento del debito greco, e si è infine stanziato nell'ultimo summit un ammontare gigantesco di risorse, intorno ai 750 miliardi di euro, con oneri da ripartire tra Commissione europea (60 miliardi), Stati membri (440 miliardi) e Fondo monetario internazionale (250 miliardi). L'obiettivo è fermare il panico sui mercati dopo la tempesta delle ultime settimane. Soprattutto attraverso l'annuncio di due novità importanti.

### La fine del "no-bailout"

La prima è la creazione di un fondo (Special purpose vehicle) che dovrebbe disporre a regime di risorse complessive pari a 660 miliardi di euro (440 miliardi a carico dell'Unione e 220 miliardi del Fmi) e erogare prestiti e/o garanzie ai paesi dell'Eurozona in difficoltà. Dovrebbe funzionare come un meccanismo di stabilizzazione per aiutare i paesi esposti a rimborsare i loro debiti - tra cui in prima fila il Portogallo, la Spagna, l'Irlanda - a fronte di piani di austerità di rientro del debito che questi stessi paesi si impegneranno a attuare sotto l'occhio vigile del Fmi. In aggiunta, viene estesa a tutti i paesi dell'area euro in difficoltà una linea di credito per i problemi di bilancia dei pagamenti finora utilizzata per i paesi che non fanno parte dell'Eurozona. La dotazione verrà portata dagli attuali 50 miliardi a 110 miliardi di euro e il suo accesso sottoposto a severe condizionalità.

La costituzione del fondo veicolo colmerà un vuoto esistente nell'Eurogruppo che oggi non dispone di alcuno strumento di intervento nei confronti di situazioni di emergenza dei paesi membri. È una novità importante dal momento che sancisce l'assunzione di una sorta di responsabilità collettiva da parte dell'Eurogruppo nel suo insieme del debito dei paesi in difficoltà. Ma con tutti i maggiori rischi che ne conseguiranno. Restano in effetti ancora aperti e da definire molti interrogativi: sulla natura dei prestiti e delle garanzie da erogare; sul grado di coinvolgimento dei singoli paesi membri; sui tempi di attuazione dei meccanismi di credito. Si deciderà nelle prossime settimane e mesi.

## La Bce acquista titoli di Stato

L'altra novità importante è rappresentata dalla possibilità per la Bce di acquistare titoli di Stato dei Paesi di Eurolandia. Una decisione di grande rilievo che fa cadere quella rigida separazione eretta in tutti questi anni nella zona euro tra politica economica e politica monetaria. Comunque finirà, l'Euro non sarà più come prima.

Sulla carta e nel breve periodo, il potere di intervento della Bce può rappresentare un efficace strumento di gestione anti-crisi in grado di influire sui prezzi e sui rendimenti dei titoli dei paesi in difficoltà, come già avvenuto in questi primi giorni di interventi a favore dei titoli di Grecia, Portogallo, Irlanda e Spagna.

Per quanto riguarda il medio termine, siamo di fronte a una apertura di credito della Bce nei confronti del sistema politico europeo, accompagnato dalla richiesta rivolta dalla stessa Banca centrale a tutti gli Stati membri e in particolare ai paesi in difficoltà di rafforzare le politiche di rientro dai deficit e dai debiti pubblici. Se rimarrà inascoltata, l'acquisto di titoli pubblici dei paesi in difficoltà potrebbe trasformarsi in una sorta di pericolosa scorciatoia verso forme di bailout ex-post dei singoli paesi dense di pericoli. La Bce sostiene che ogni suo intervento sarà sterilizzato per evitare conseguenze sul piano dell'offerta totale di moneta. Ma nell'eventualità di operazioni monetarie di sostegno destinate a protrarsi per un lungo periodo di tempo, e in assenza di risultati concreti delle politiche di rientro del debito, è un intento che rischia di svuotarsi di ogni significato. Di qui la preoccupazione che possa alla lunga essere minata l'autonomia e l'indipendenza della Bce, innescando nefasti meccanismi di socializzazione delle perdite dei singoli paesi.

## Austerità e ristagno della zona euro

Le nuove ingenti risorse messe a disposizione serviranno innanzi tutto a guadagnare tempo, risolvendo i problemi di finanziamento, più o meno immediati, dei paesi della zona periferica dell'euro. Restano invariati i problemi di solvibilità di questi paesi in quanto legati alla loro capacità di crescita reale, oltreché a finanze pubbliche in ordine. Due sono i possibili scenari che si possono sinteticamente delineare con uno sguardo al futuro per cui riguarda le politiche di aggiustamento perseguibili nella zona euro.

Il primo scenario discende da una soluzione imperniata sul rafforzamento del Patto di stabilità e crescita meramente nei suoi contenuti tradizionali, come nelle intenzioni della Germania, e che finirebbe per scaricare sui singoli paesi in difficoltà l'onere dell'aggiustamento. Più controlli e più sanzioni incentrati sulle politiche fiscali e di bilancio produrrebbero effetti deflazionistici e penalizzerebbero la crescita dei singoli paesi, finendo alla lunga per minarne la stessa capacità di risanare i loro debiti. L'intera area europea sarebbe condannata a un periodo di bassa crescita e di ristagno.

Nell'ipotesi più ottimistica si riuscirebbe a garantire ai paesi in disavanzo e più deboli la permanenza nella zona euro. Resterebbe comunque elevato il rischio che la Grecia e altri paesi della zona periferica non riescano a sostenere le misure draconiane di aggiustamento a loro richieste e siano spinti verso una situazione di insolvenza e alla fine costretti a uscire dall'euro. Si potrebbe così arrivare a una moneta unica limitata ai soli paesi forti che vantano solidi fondamentali. Ovviamente questo è uno scenario che potrebbe rivelarsi drammatico, con effetti di contagio estesi e imprevedibili.

## Aggiustamento e crescita dei paesi europei

Il secondo scenario è un'Unione che riesce ad approfittare della crisi per dotarsi di strumenti di politica economica e fiscale che consentano la crescita dell'area dell'euro nel suo insieme. Tra cui una procedura ordinata e efficace di gestione della ristrutturazione del debito di singoli paesi.

I due tipi di problemi a cui guardare sono l'indebitamento dei paesi per contenerlo, ma anche agli squilibri di competitività, di costi e produttività, per modificare anch'essi e sostenere la crescita. E questo perché la crisi ci

ha fatto scoprire, o meglio riscoprire, che in questi dieci anni si sono accumulati persistenti disavanzi (Spagna, Portogallo, Italia) e avanzi correnti (Germania) all'interno dell'Eurogruppo. Sono stati il riflesso di andamenti asimmetrici delle competitività reali di questi stessi paesi, che hanno finito per generare elevati debiti e deficit fiscali al pari di politiche di bilancio dissennate. E' il caso ad esempio della Spagna, che ha mantenuto un comportamento fiscale virtuoso fino alla crisi e si ritrova oggi tra i paesi ad elevato deficit pubblico e a rischio contagio a causa della sua bassa competitività .

Per assicurare spazi maggiori di crescita occorre certo far leva sulle riforme dei singoli paesi, ma ripartire anche gli oneri di aggiustamento sulle politiche dei paesi partner in avanzo corrente, com'è il caso della Germania oggi in Europa. I paesi dell'euro dovrebbero accettare alcuni meccanismi di aggiustamento che portino ad una maggiore cooperazione tra i governi e ad una maggiore disciplina in tema di politiche economiche cos'è da promuovere effettivamente la crescita.

L'area dell'euro si trova oggi di fronte a un fondamentale crocevia. La sua stabilità finanziaria si deve fondare certamente sulla stabilità dei prezzi e la disciplina di bilancio, ma ha altrettanto bisogno di un terzo pilastro che è quello della crescita economica. O l'Europa trova i modi per tornare a crescere o il suo disegno di integrazione rischia il fallimento.

\* articolo pubblicato anche sul sito [www.affarinternazionali.it](http://www.affarinternazionali.it)