

SULLA CRISI DELL'EURO: POCHE RONDINI POSSONO FARE PRIMAVERA?*

di Marcello Messori
27 gennaio 2012

In questi primi giorni del 2012, nonostante l'incombente recessione e le negative valutazioni delle agenzie di rating, le tensioni nell'ambito dell'Unione economica e monetaria europea (Uem) sembrano essersi allentate.

I mercati hanno apprezzato almeno tre novità: il fatto che i governi di molti Stati membri stiano varando provvedimenti per consolidare i propri bilanci pubblici e - al contempo - per aprire spazi potenziali di crescita alle loro economie; il deciso contrasto rispetto ai problemi di illiquidità del settore bancario europeo, messo in campo dalla Banca centrale dell'area (Bce) mediante periodici finanziamenti di medio termine in quantità illimitata e a condizioni molto permissive (tassi dell'interesse allo 1% e allargamento dello spettro di garanzie accettate); la pressione che varie istituzioni internazionali ed europee stanno esercitando sui leader politici dei Paesi più 'forti' dell'Uem, affinché rilancino la loro domanda interna e diano il loro appoggio a soluzioni strutturali della crisi dei debiti sovrani (in particolare, il rafforzamento dei due Fondi di sostegno dei Paesi in difficoltà e l'emissione di eurobond). In tale quadro, la percezione del ruolo dell'Italia ha addirittura subito un'inversione a U. Il nostro Paese ha, infatti, cessato di essere trattato come il principale fattore di crisi dell'euro e si è trasformato in una pedina essenziale al suo rafforzamento. Tutto ciò si è riflesso in una riduzione degli spread fra i tassi di rendimento sui titoli pubblici decennali, emessi da gran parte degli Stati membri periferici, e i tassi di rendimento sui corrispondenti titoli tedeschi rispetto ai picchi toccati alla fine del 2011.

Questi fatti positivi non ci devono, però, illudere. Gli sforzi di Paesi come l'Italia rischiano di essere vanificati dall'impatto della recessione e dal connesso aggravarsi della crisi dei debiti sovrani. Le mosse della Bce tendono a mascherare ma non a risolvere la fragilità del settore bancario europeo; di conseguenza, esse non saranno sufficienti per evitare una restrizione dei finanziamenti bancari alle economie 'reali' (credit crunch). La moral suasion della comunità internazionale ha un'elevata probabilità di infrangersi contro le barriere erette dagli egoismi nazionali e dalle ingombranti scadenze elettorali dei Paesi centrali. Del resto, l'acquietarsi delle tensioni di mercato potrebbe anche ricalcare quanto avvenuto nei primi tre mesi del 2011, ossia la calma che ha preceduto la tempesta estiva; e, in ogni caso, la caduta nei tassi di rendimento dei titoli pubblici di vari Paesi periferici, che si è verificata negli ultimi giorni, è ben lungi dall'aver riassorbito gli strappi verso l'alto di tali tassi, verificatisi negli ultimi nove mesi dell'anno appena trascorso.

La scommessa, che si deve effettuare e vincere, è chiara: si tratta di sfruttare il temporaneo allentamento delle tensioni di mercato per gettare le basi di una soluzione strutturale alla crisi europea dei debiti sovrani e al superamento delle loro determinanti. Le istituzioni dell'Unione europea sono consapevoli che questo obiettivo impone la trasformazione dell'area monetaria in un'area anche fiscale e macroeconomica; esse sembrano, però, incapaci di tracciare la rotta necessaria per raggiungere l'approdo desiderato. E', quindi, opportuno avviare una riflessione in merito alle iniziative europee di breve, medio e lungo termine che potrebbero ricollocare l'Uem su un sentiero equilibrato di crescita.

Nel breve periodo, è necessario disinnescare la mina del fallimento della Grecia (e, forse, del Portogallo e dell'Irlanda), allontanare lo spettro dell'insolvenza dall'Italia e dalla Spagna, attenuare l'intensità e la durata della fase di recessione europea. Per realizzare tali obiettivi, che avrebbero anche l'effetto di ridurre la vulnerabilità del settore finanziario dell'Unione europea, è necessario soddisfare almeno tre condizioni: assicurare ai Paesi periferici dell'Uem una temporanea rete di protezione, che eviti il ricorso al mercato per il rinnovo dei loro titoli pubblici in scadenza quando i livelli dei tassi di interesse diventano proibitivi; imporre a questi stessi Paesi politiche graduali di annullamento dei disavanzi pubblici (a seconda dei casi, al netto o al lordo degli oneri finanziari), che siano controllabili dalle istituzioni dell'Uem e che siano compatibili con stimoli per il rilancio della crescita; sostenere la domanda aggregata nei Paesi più 'forti'. Il soddisfacimento delle prime due condizioni richiede di: rendere meno severi gli aiuti già in essere o in via di erogazione a favore di Grecia, Irlanda e Portogallo; utilizzare i nuovi istituti comunitari (il 'Semestre europeo') a fini di controllo circa il rispetto delle condizioni imposte in connessione a tali aiuti; soprattutto, portare all'estinzione l'attuale temporaneo Fondo di sostegno degli Stati membri in difficoltà (l'Efsf), le cui emissioni

obbligazionarie causano corrispondenti incrementi nel debito pubblico degli altri Stati membri garantiti, e anticipare l'operatività del nuovo Fondo, denominato European stability mechanism (Esm).

L'Esm andrebbe, peraltro, sottoposto a rilevanti modifiche rispetto a quanto deciso nel Consiglio europeo del dicembre 2010 e affinato nel corso del 2011. Innanzitutto, questo nuovo Fondo permanente dovrebbe assumere lo statuto di banca; in tal modo, esso potrebbe acquistare i titoli dei Paesi periferici sia al momento della loro emissione che nei mercati secondari, godendo di quel periodico e illimitato accesso ai finanziamenti della Bce già in atto per il settore bancario europeo. Inoltre, in quanto creditore, l'Esm non dovrebbe godere di alcun trattamento preferenziale (ossia di alcuna seniority) rispetto ai sottoscrittori privati di titoli pubblici, così da evitare "effetti di spiazzamento". Infine, come già discusso in uno degli ultimi Consigli europei, il suo intervento a favore di un dato Paese non dovrebbe far scattare punizioni discrezionali nei confronti dei preesistenti creditori privati di quel Paese.

Sono convinto che la nuova operatività dell'Esm sarebbe sufficiente per invertire le scommesse di mercato contro l'euro e per evitare che l'attuale allentamento delle tensioni sia solo "una rondine che non fa primavera". Va peraltro notato che, essendo di breve periodo, nessuna delle precedenti iniziative affronta i problemi strutturali dell'Uem. Nel medio periodo, si tratta quindi di utilizzare in modo graduale il nuovo "Patto di stabilità e crescita" per definire piani nazionali di riduzione del rapporto fra debito pubblico e Prodotto interno lordo. Al fine di non compromettere i potenziali nazionali di crescita economica, questi piani possono includere ristrutturazioni ordinate e una tantum dello stock di debito pubblico per i Paesi in maggiore difficoltà (Grecia e, probabilmente, Portogallo). Il consolidamento di bilancio non può, però, sostituirsi agli strumenti di medio periodo per il rilancio della crescita. Al riguardo, è essenziale migliorare la competitività dei Paesi membri con eccesso di importazioni nette di beni e servizi mediante quei meccanismi di coordinamento macroeconomico e quel Patto "euro-plus" già approvati nei Consigli europei del 2011. Un simile obiettivo risulterebbe grandemente facilitato, se i Paesi dell'area con eccesso di esportazioni nette decidessero di rilanciare la loro domanda interna.

Tuttavia, anche nel medio periodo, una politica di consolidamento dei bilanci pubblici degli Stati membri periferici potrebbe avere un impatto recessivo così accentuato da vanificarne i recuperi di competitività. Si tratta, quindi, di attivare meccanismi europei di gestione di tali bilanci. Al riguardo l'Esm dovrebbe trasformarsi in un Fondo europeo. Utilizzando - per quanto possibile - regole di mercato, esso dovrebbe sottoscrivere una quota del debito pubblico degli Stati membri pari al 60% del Pil dell'Uem tramite l'emissione di propri titoli; esso potrebbe, inoltre, utilizzare i guadagni netti così realizzabili per finanziare la creazione di infrastrutture europee o per attivare progetti pubblico-privati in questo ambito.

Le prospettive di breve e di medio periodo, sopra tratteggiate, mostrano quanto sia superfluo e fuorviante concentrarsi, nelle prossime settimane, su una revisione del "Trattato europeo" per includervi istituti fiscali già varati o già operativi nell'ambito dell'Uem. Tale passaggio appare, però, essenziale al fine di assicurare i Paesi "forti" dell'Uem e rimuovere il loro veto rispetto all'adozione di strumenti essenziali per il superamento della crisi europea dei debiti sovrani e per il rilancio della crescita nei Paesi periferici. La formalizzazione del cosiddetto fiscal compact è, quindi, un prezzo da pagare per rendere realizzabili gli auspicabili interventi di breve e di medio periodo. Al riguardo l'ulteriore scommessa, che va effettuata e vinta, è di trovare quella combinazione fra rigore fiscale, gestione dei debiti sovrani e sostegno alla crescita in grado di realizzare l'obiettivo di lungo periodo dell'Uem: la sua unificazione fiscale e macroeconomica.

* Molte parti del presente scritto riprendono un articolo, pubblicato sul "Corriere economia" del 23 gennaio 2012.