

## **L'Europa aiuti i «super-Mario»**

*di Martin Wolf*

Riusciranno i due Mario - Mario Monti, il nuovo primo ministro "tecnico" italiano, e Mario Draghi, l'ancora relativamente nuovo presidente della Banca centrale europea - a salvare l'eurozona? No. Ma le persone possono avere un ruolo determinante. Questi uomini mettono in pista un pragmatismo sofisticato, senza il quale questa struttura difettosa non può sopravvivere.

I policy maker devono essere più collaborativi e flessibili. I costi politici ed economici di un fallimento sarebbero così elevati che bisogna sperare per il meglio. Forse i due Mario riusciranno a orientare la politica economica verso una direzione più produttiva.

Ci sono due fili di speranza.

Il primo è la nuova operazione di rifinanziamento a lungo termine, annunciata il mese scorso dalla Bce. Con le banche sottoposte a forti pressioni per reperire fondi, l'offerta di denaro per tre anni alla media del tasso di interesse della Bce (oggi l'1%), era tale che le banche dell'eurozona non potevano rifiutarla. L'impegno iniziale è stato di 489 miliardi di euro per 523 banche. Il bilancio della Bce sta per esplodere. Si è trattato di una mossa astuta e audace di Draghi e probabilmente del massimo che poteva osare in questo preciso momento.

Il finanziamento a lungo termine della Bce dovrebbe contribuire a stabilizzare il sistema finanziario dell'eurozona.

È meno chiaro se riuscirà a stabilizzare anche i mercati del debito sovrano. La maggioranza della banche europee probabilmente sarà restia ad acquistare i titoli degli Stati più a rischio, considerata la pressione da parte dell'Autorità bancaria europea (Eba) affinché aumentino il loro capitale. Ma le banche nazionali potrebbero prendere decisioni diverse, probabilmente sotto pressione. Ciò aiuterebbe a finanziare i governi vulnerabili, ma allo stesso tempo aumenterebbe la concentrazione del rischio nelle banche nazionali. Tale concentrazione è alta: a metà del 2011, il 28% del debito spagnolo e il 27% del debito italiano era detenuto dalle banche nazionali, secondo uno studio scritto da Jean Pisani-Ferry per Bruegel, il think tank economico di Bruxelles.

Il secondo filo di speranza è la volontà di Monti di chiedere, in un'intervista al Financial Times, che i Paesi creditori si impegnino di più per abbassare i costi dei prestiti per il suo Paese, arrivando ad avvertire che, se non lo facessero, ci sarebbe una «forte ripercussione» tra gli elettori dei Paesi periferici. Monti è in una buona posizione per dirlo. Se non lui, chi? Se non ora, quando? È un rispettato uomo di Stato con una salda visione europeista e una forte simpatia per l'inclinazione tedesca alla concorrenza e alla stabilità finanziaria. Probabilmente la sopravvivenza dell'euro, per lo meno nella forma attuale, dipende dal successo di Monti. Un suo fallimento sicuramente provocherebbe la catastrofe.

Draghi e Monti stanno affrontando due fragilità collegate: la vulnerabilità del sistema bancario e i termini insostenibili a cui attualmente i Paesi più deboli possono ottenere finanziamenti. Ma non possono risolvere queste difficoltà. Per farlo sarebbero necessarie misure più radicali di quello che ognuno di loro, da solo, può attuare.

Il saggio di Pisani-Ferry e un altro intervento scritto in collaborazione con Paul de Grauwe dell'università di Leuven indicano i problemi più gravi da affrontare. Il primo sostiene che il dibattito sulla riforma si concentra sulla disciplina fiscale nonostante l'incapacità di rispettare queste regole fiscali abbia giocato un ruolo nel causare la crisi attuale. Il comportamento irresponsabile dei prestatori privati, e in molti casi dei beneficiari dei prestiti privati, ha avuto un ruolo altrettanto importante.

Quello che bisogna capire, secondo entrambi gli studi, è la fragilità dell'eurozona come struttura, sotto tre aspetti collegati: la mancanza di qualsiasi responsabilità congiunta per il debito pubblico; l'assenza di un sostegno monetario per i prestiti degli Stati sovrani, anche in una grave crisi; e la stretta connessione tra i Governi e le banche nazionali.

Quello che colpisce in merito ai differenziali di rischio del debito sovrano dell'eurozona è che non vi è corrispondenza con quelli del debito sovrano di Paesi ad alto reddito dotati di proprie banche centrali, come il Regno Unito, anche quando i deficit o i debiti di questi ultimi sono più alti di quelli di membri paragonabili dell'eurozona. È per questo che la Francia è comprensibilmente irritata per il declassamento del suo rating, mentre (per il momento) il Regno Unito mantiene la tripla A. Gli investitori in quelli che sono diventati debiti "sub-sovrani" si trovano di fronte a un rischio di liquidità, che potrebbe concretizzarsi in ogni momento.

Questa accresciuta vulnerabilità alle crisi del debito finanziario e sovrano non è l'unica minaccia per i membri più deboli dell'eurozona. Questi devono anche confrontarsi con un compito di adeguamento maggiore rispetto ai Paesi con tassi di cambio flessibili. Il pericolo, tuttavia, è che la gravità della crisi che questi Stati membri soffrono non dia loro il tempo necessario per garantire dei cambiamenti nella competitività.

Per esempio, nel caso dell'Italia, la combinazione di alti tassi di interesse e banche vulnerabili con l'austerità finanziaria probabilmente porterà a un lungo periodo di profonda recessione e a un aumento dei deficit di bilancio ciclici, mentre il deficit strutturale calerà. Per un grande Paese risanare l'economia tramite la deflazione, in queste circostanze, è una fatica di Sisifo. Nessuna democrazia moderna ha una pazienza infinita. I mercati lo fanno e reagiscono di conseguenza.

Pisani-Ferry sostiene che esistono diverse possibilità di riforma: avviarsi verso una vera supervisione federale e misure di difesa per le banche; riformare la Bce per renderla una banca centrale moderna; avvicinarsi al federalismo fiscale. Tutte queste soluzioni creano grosse difficoltà. Probabilmente nessuna verrebbe accettata. Ma è difficile vedere una qualsiasi via d'uscita dalla crisi e avviarsi verso una fase più stabile senza tali cambiamenti. Se lo status quo fallisce e si vuole escludere la spaccatura dell'eurozona, bisogna scegliere le riforme, per quanto dolorose.

Se ci chiediamo perché i cambiamenti necessari sono così difficili, probabilmente dobbiamo darci una triplice risposta. Primo, il progetto dell'eurozona era una scommessa su quanto "europei" si sarebbero sentiti i cittadini degli Stati membri.

Per ora la risposta è "non abbastanza", se non addirittura "sempre meno". Secondo, il progetto era una scommessa sulla capacità di arrivare a una diagnosi congiunta e a soluzioni realizzabili in caso di crisi. Finora questa capacità è venuta meno. Infine il progetto era anche una scommessa che, se fosse arrivata la crisi, sarebbe venuta fuori anche la leadership. Pure sotto questo aspetto, siamo ancora in attesa della lungimiranza necessaria.

Eppure i costi del fallimento sono tanto grandi che la possibilità di una riforma a livello nazionale e della zona euro dev'essere tenuta viva. Draghi alla guida della Bce può aiutarci. Nel frattempo, Monti è nella posizione adatta per spingere altri membri, compresa la Germania, sulla via delle riforme. Può dire come stanno le cose di fronte al potere dei creditori. I quali dovrebbero ascoltarlo attentamente.