





## IL “RISCHIO CONTAGIO” E IL FUTURO DELL’EURO

di Paolo Manna

**I**l collasso dell’euro: è questo il timore che circola, ma ad ogni rischio è sempre associata una grande opportunità. Vediamo di capire cosa sta succedendo, perché gli scenari si susseguono in maniera vorticoso e possono rendere complicata la comprensione della situazione, e l’errata lettura dei fatti può far salire il rischio di mosse infauste. Quando uno stato sovrano accumula un livello di debito elevato, gli investitori iniziano a nutrire dubbi sulla sua solvibilità, temono che lo stato non riuscirà a restituire capitale e interessi collegati al finanziamento del debito pubblico tramite la futura generazione di avanzi di bilancio, ossia un gettito fiscale superiore alla spesa pubblica. Per essere compensati del crescente rischio di insolvenza, gli investitori chiedono tassi di interesse più elevati per sottoscrivere nuovo debito pubblico. In questo modo, però, aggravano il pericolo di insolvenza, perché le loro richieste appesantiscono i conti pubblici – a causa della spesa per interessi che cresce – fino ad arrivare al momento in cui nessun tasso di interesse è capace di compensare il rischio di insolvenza, e gli investitori smettono di acquistare debito pubblico. La crisi di bilancio presenta due esiti possibili, ma non alternativi: in primo luogo l’insolvenza dello Stato, con annessa ristrutturazione del debito tramite allungamento delle sue scadenze, oppure, secondo esito, la monetizzazione del debito pubblico, che è acquistato dalla banca centrale, che immette moneta nell’economia generando inflazione e il deprezzamento del tasso di cambio.

Nel caso della Grecia, che appartiene all’area dell’euro, la monetizzazione era impossibile a causa delle regole che governano l’Eurozona. L’unica strada aperta era l’insolvenza, a meno di ottenere, com’è successo, prestiti da altri paesi a tassi inferiori a quelli di mercato. Ma per quale motivo i paesi europei si sono prestati ad un siffatto sacrificio - occorre tenere in conto che le linee di credito stanziato vanno ad appesantire i deficit di bilancio e i debiti pubblici nazionali? Per timore del contagio. Gli investitori hanno cominciato a sospettare che altri paesi ad elevato debito pubblico, in particolare Portogallo, Spagna e Italia, possano trovarsi in analoga situazione “ellenica”. Come i governi di questi paesi si sono affrettati a spiegare, i loro conti pubblici non si trovano affatto in situazione analoga a quella greca. Inoltre la manovra di salvataggio organizzata dai paesi UE è stata imponente. Allora, perché gli investitori rischiano i loro soldi in una scommessa ad alto rischio? Perché all’interno della partita tra stati sovrani e investitori non esiste un

unico livello di equilibrio ma se ne possono trovare molteplici, ciascuno di essi foriero di lauti guadagni. Anche nell’ipotesi che uno Stato non sia molto indebitato, gli investitori possono iniziare a temere che, a causa della riottosità ad innalzare la pressione fiscale oltre il livello che si ritiene “politicamente sostenibile”, in un breve futuro esso sarà costretto a ricorrere ugualmente alla ristrutturazione o monetizzazione del debito. Nel timore, o speranza, che questo accada, gli investitori spingono i tassi a livello talmente alto che la situazione solo ipotizzata si avvera: si arriva a un livello di tassi di interesse tale che lo Stato, che ad un precedente livello di tassi avrebbe fatto fronte ai suoi debiti, si trova costretto a non ripagarlo interamente.

In definitiva tutto dipende dalla fiducia degli investitori, dal rispetto del vecchio detto inglese “my word is my bond”. Quando la fiducia c’è si resta nell’intorno di un “equilibrio buono”, un mondo caratterizzato da tassi di interesse moderati e mercati tranquilli, altrimenti si salta allo stato di “equilibrio cattivo”, dove c’è la crisi del bilancio statale. La crisi greca ha innescato il “timore del contagio” perché ha indebolito la fiducia.

I paesi prima citati risultano più o meno esposti alla crisi del bilancio statale nella misura in cui sono costretti a ricorrere ai mercati per il rifinanziamento del debito pubblico e in rapporto alla quantità di debito pubblico a scadenza ravvicinata. Se il debito pubblico è per lo più a lunga scadenza, la necessità di rifinanziamento nel breve termine è piccola, quindi la situazione può essere affrontata anche in presenza di tassi elevati perché il costo è sopportabile. In questo caso il rischio di crisi è ridotto. Se invece il debito è per lo maggior parte a breve termine, la quantità di debito da rifinanziare è elevata ed aumenta, in correlazione, il rischio di crisi fiscale.

Perché l’euro si sta deprezzando? A mano a mano che il rischio di contagio si allarga ad altri grandi paesi dell’area euro, il rischio di monetizzazione del debito da remoto si fa concreto. Se il salvataggio della Grecia è stato possibile, analoghe operazioni potrebbero non essere praticabili se agli interventi a sostegno viene affidato il compito di far fronte agli imponenti debiti pubblici di alcuni paesi dell’Eurozona. Il rischio che la BCE debba monetizzarlo quindi persiste e i correlati timori di ondate inflazionistiche determinano il deprezzamento della moneta europea. La monetizzazione ipotizzata rappresenta, oggi, uno scenario poco probabile perché metterebbe a repentaglio la stabilità dei prez-

# p r i m o   p i a n o

zi dell'area e rappresenterebbe un imponente trasferimento di risorse dai paesi forti a quelli deboli dell'area. Una spiegazione alternativa del deprezzamento dell'euro è il timore di dissoluzione dell'Eurosistema: per non essere chiamati a contribuire alle finanze dei paesi deboli, attraverso la monetizzazione del debito, i paesi con le finanze pubbliche in ordine, i "forti", potrebbero essere incentivati a spingere quelli con le finanze a rischio, i "deboli", al di fuori del sistema. Scenario altamente drammatico, perché potrebbe tradursi nell'insolvenza del debito pubblico di vari paesi dell'area euro con effetti globali devastanti. Deve infatti essere tenuto in conto che il debito pubblico di questi paesi è presente nei bilanci di banche e assicurazioni di tutto il mondo, soprattutto dell'area euro, le cui difficoltà potrebbero determinare catastrofiche reazioni a catena in tutto il mondo. Il "rischio contagio" diventerebbe globale: al confronto la crisi innescata dai mutui subprime assumerebbe i contorni di uno scherzo estivo.

Se ciò spiega perché le borse stanno crollando e perché i governanti sono preoccupati, il percorso logico descritto non deve far credere che le colpe siano degli speculatori. La parola *speculatore* deriva dal latino *specula* o vedetta, e indica chi guarda lontano e quindi si sforza di prevedere il futuro. Nel momento in cui un qualunque risparmiatore decide di sottoscrivere i titoli del debito pubblico anch'egli cerca di guardare lontano. Siamo quindi tutti speculatori e continuiamo a determinare l'andamento dei mercati finanziari, anche quando decidiamo di non servircene. Spetta ai governi dimostrare che in questo momento gli speculatori e i

mercati si stanno sbagliando.

Come si può recuperare la fiducia dei mercati? Se il problema trae origine dal bilancio pubblico, il modo di recuperare la serenità viaggia sul fronte del fisco e delle spese statali: occorre dare segnali coordinati che gli Stati deboli dell'euro sono capaci, e manterranno in futuro questa virtù, di mettere a posto i propri conti pubblici, accettando un monitoraggio e una severa disciplina comunitaria sulle loro finanze. Ciò vuol dire limitare la sovranità fiscale degli stati membri, che accettarono tempo fa di delegare quella monetaria alla BCE. Ma è necessario andare ben oltre la disciplina attualmente prevista dal Trattato di Maastricht e dal Patto di stabilità, assoggettando direttamente le leggi di bilancio degli Stati membri dell'Unione a limiti comunitari vincolanti e a Istituzioni dell'Unione Europea che li facciano valere. Difficile da realizzare e politicamente dolorosa questa strada. I governi e i parlamenti nazionali sono pronti e disposti a farlo? In caso positivo, da questa crisi l'Europa uscirà molto più forte di prima e procederà a passi spediti verso il completamento della sua struttura sovranazionale con l'introduzione graduale di istituzioni fiscali federali, che agiranno da controparti della BCE. Potrebbe anche essere l'occasione per colmare definitivamente il deficit democratico della UE poiché è naturale che decisioni vincolanti di natura fiscale siano prese da organismi rappresentativi. In questo modo i limiti alle sovranità nazionali avrebbero una legittimazione democratica sovranazionale invece di essere percepiti come diktat di organismi burocratici o di Comitati di Ministri degli Stati membri. ■