

I dieci perché della crisi dell'euro

Dal rapporto con il dollaro alle reazioni dei mercati i punti chiave per ridurre i rischi

di **Fabrizio Galimberti**

Niente sarà più come prima. La crisi greca va ben al di là della situazione difficile di un paese minore (la Grecia conta solo il 2,5% dell'attività economica nell'Eurozona). Ma allo stesso tempo questa crisi ha sbattuto in faccia ai paesi dell'euro un problema di cui si sapeva l'esistenza ma si continuava a rimandare la soluzione. Qual era questo problema? Che cosa è veramente successo? L'euro ha rischiato grosso? Che ruolo ha avuto la speculazione? E che cosa succederà? Proviamo a chiederci alcune domande e a dare le risposte.

1 L'euro è stato creato una decina di anni fa. Quel glorioso concerto di monete che si sono fuse in una sola era, fin dall'inizio, una «sinfonia incompiuta»?

Ebbene, sì. Era una sinfonia incompiuta perché nella storia non si era mai dato il caso di un gruppo di paesi che decidevano di mettere in comune la moneta conservando però ognuno la propria sovranità negli altri campi dell'agire. O, se si era dato, le aree a moneta unica che ne erano scaturite avevano avuto vita breve. I soli casi di aree monetarie a vita lunga erano e sono quelli in cui c'è una sola moneta e un solo stato.

2 Allora, fare la moneta unica voleva dire mettere il carro avanti ai buoi?

Sì, ma mettere il carro avanti ai buoi non fu un gesto disattento: fu un rischio calcolato. La strategia era questa: sappiamo che la moneta unica, per funzionare bene, ha bisogno che gli stati membri proseguano nell'integrazione mettendo in comune le politiche anche in campi fuori da quello monetario. E speriamo che questo succeda, che il fatto di avere una politica monetaria unica porti anche ad avere una politica di bilancio unica, a rimuovere i rimanenti ostacoli a un mercato

unico, a incoraggiare la mobilità per gli investimenti di imprese e per i lavoratori da un paese all'altro della comunità europea.

3 Se era un rischio calcolato è stato calcolato male. La crisi greca ha portato molti a dubitare dell'euro, c'è chi parla di uscire dall'euro, o di fare un euro-nord e un euro-sud, insomma di un'avventura che finisce male.

Anche le case anti-sismiche possono crollare quando arriva un terremoto di violenza mai registrata prima. Bisogna rendersi conto del fatto che la crisi greca è arrivata dopo un uno-due di portata assolutamente imprevedibile. La più forte recessione degli ultimi ottant'anni ha colto tutti di sorpresa, e questo evento inatteso si è coniugato a un altro evento che non appartiene agli scenari del probabile: il caso di un paese che aveva, semplicemente, imbrogliato i conti pubblici. Questa coincidenza di due eventi altamente improbabili ha portato a una crisi che ha messo a nudo quella parte incompiuta della sinfonia della moneta unica: la mancanza di una politica di bilancio anch'essa unica. Se i paesi dell'euro avessero avuto una sola politica di bilancio, una sola autorità incaricata di redigere e gestire il bilancio unico non ci sarebbero stati imbrogli. Ma naturalmente questo passo è molto più difficile: avere un bilancio unico vuol dire colpire al cuore la sovranità, vuol dire avere un grado di integrazione che oggi è politicamente impossibile.

4 Ma tutto questo è peggio di una sinfonia incompiuta. Imbrogli e indecisioni sono delle note stonate, sono una serie di stecche. Come nel loggione della Scala, sono partiti i fischi e gli speculatori hanno attaccato l'euro.

I governanti amano parlare di speculazione, ma in questo caso si tratta di norma-

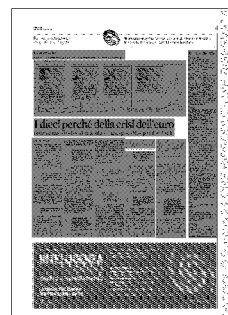
le prudenza, più che di speculazione. Pensiamo ai titoli greci. La Grecia ha un grosso deficit di bilancio, e deve finanziare non solo il disavanzo, ma anche il rinnovo dei titoli che scadono. Per speculare non c'è bisogno di particolare malvagità. Quando si parla di speculatori si pensa a gente che gioca al ribasso vendendo i titoli greci. Ma per mandare in tilt il mercato dei titoli greci non c'è bisogno di vendere, basta non rinnovare i titoli che scadono, cosa che appartiene alla prudenza del buon padre di famiglia.

5 Allora, il buon padre di famiglia dovrebbe tenere i risparmi in euro o investirli in dollari o altre monete?

Se il padre di famiglia riceve lo stipendio in euro, è meglio non correre rischi di cambio e mantenere i risparmi nella moneta che si conosce, che è sempre meglio del diavolo che non si conosce.

6 Sarà, ma siamo tutti cittadini dell'euro, e dovremmo avere fiducia nella nostra moneta. Invece sembra che i mercati di fiducia ne abbiano poca.

Ci saranno sempre profeti di sventura che amano parlare dell'euro come di una moneta in bilico, se non un esperimento fallito. Ma la verità è che quel che è successo è stato, tutto sommato, per il meglio. L'euro si è indebolito, ma solo al livello di un anno fa, quando non c'era nessuna crisi greca. Gli alti e bassi della moneta unica sono assolutamente fisiologici. Ricordiamoci che nei primi anni dell'euro il cambio col dollaro, che oggi è a 1.25, era sceso addirittura ben sotto l'1, a 0.82. E la crisi ha avuto il grande merito di costringere i governi dell'Eurozona ad approfondire il coordinamento delle politiche di bilancio, a mettere in opera procedure di sorveglianza dei conti più efficaci di quelle attuali (per evitare imbrogli e dintorni), a mettere in gioco schemi di soccorso e piani di finanziamento che costituiranno un utile modello per fronteggiare altre crisi.



7 Allora, non tutto il male viene per nuocere. Ma i mercati non hanno apprezzato le indecisioni e il tempo perduto nell'arrivare a mettere in campo il pacchetto di soccorso.

Più che un pacchetto, si tratta di un grosso pacco di misure, senza precedenti per stazza e per architettura. Oltre alle misure ci sono le dichiarazioni, che, nel caso dei due paesi-chiave dell'Eurozona - Francia e Germania - sono sorprendentemente chiare e decise. I paesi dell'euro hanno capito la posta in gioco e quelle dichiarazioni sottendono una comunanza di intenti e una fermezza nelle decisioni che avrebbero fatto molto piacere ai padri fondatori della moneta unica. Ma è vero che prima di arrivare a questa positiva conclusione vi sono stati molti tentennamenti e molte sfilacciate discussioni.

8 Anche a proposito dell'intervento del Fondo monetario. C'era chi lo vedeva addirittura come una intrusione negli affari interni dell'area euro.

In effetti ci sono state alcune infelici dichiarazioni in questo senso, un po' come se i pompieri intenti a domare un incendio vedessero di cattivo occhio l'arrivo di un'autobotte da un'altra caserma di vigili del fuoco. Ma alla fine la saggezza ha prevalso. Il combinato disposto del soccorso Ue+Fmi è la soluzione più efficace. Anzi, avrebbero dovuto essere gli stessi paesi dell'euro a farsi parte diligente chiedendo al Fondo di aggiungersi alla squadra. Se qualcuno deve imporre al governo greco delle misure di risanamento del bilancio, è sempre meglio avere nella squadra qualcuno che non fa parte della 'famiglia', che

rivesta il ruolo di un mediatore esterno. E il Fondo ha la possibilità - una possibilità costruita sulla prassi di tante altre crisi passate - di imporre una stretta condizionalità agli aiuti (ti diamo i soldi solo se tu fai le seguenti cose: a, b, c...).

9 E ora che cosa succederà?

L'euro ha affrontato la più grossa crisi della sua storia, una crisi, come detto prima, sorta da una peculiare congiunzione astrale, la coincidenza di una devastante recessione e di un disordine colposo nei conti di un paese membro. Questa crisi è stata superata, e, anzi, ha generato un sia pur sofferto tentativo (riuscito) di collaborazione istituzionale, portando a un più alto gradino il livello di integrazione delle politiche di bilancio: in questo senso, come detto all'inizio, "nulla sarà più come prima". La "sinfonia incompiuta" dell'euro è oggi un po' meno incompiuta di prima. I mercati saranno ancora inquieti per un po' di tempo, ma il momento peggiore della crisi è superato.

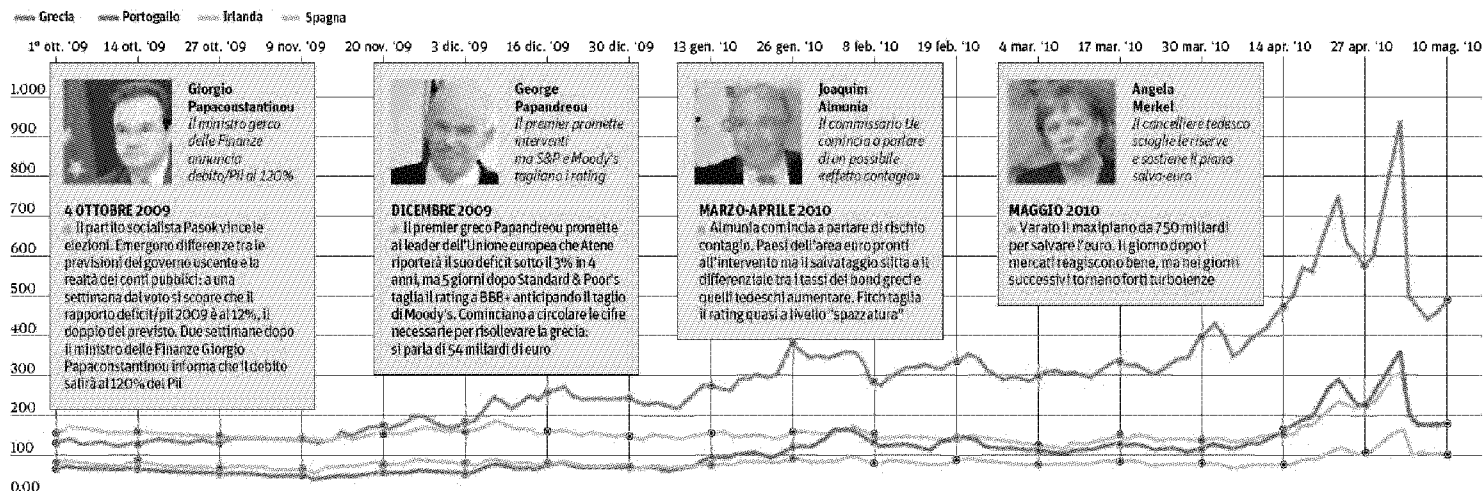
10 I mercati temono però un'altra cosa: temono che le misure imposte alla Grecia, così come le altre restrizioni di bilancio adottate o adottande da Spagna e Portogallo, non saranno applicate a causa di dissensi politici e di reazioni (vedi tumulti in Grecia) del corpo sociale.

Queste preoccupazioni sono legittime, ma non costituiscono solo un problema dell'euro. Stati Uniti, Gran Bretagna e Giappone - dollaro, sterlina e yen - hanno problemi simili, dato che in nessuno di quei paesi c'è un "piano credibile" di rientro dal deficit. Non c'è quindi ragione perché l'euro debba essere particolarmente punito rispetto alle altre monete.

fabrizio@bigpond.net.au

Otto mesi ad alta tensione

L'andamento degli spread dei titoli di Stato di Spagna, Portogallo, Irlanda e Grecia rispetto al Bund tedesco decennale dal 4 ottobre 2009 a oggi



GLOSSARIO

Debito pubblico

Il debito pubblico si forma per accumulo dei deficit o per variazione delle poste patrimoniali. In alcuni paesi la posizione finanziaria dello stato può essere attiva e non passiva. Ma nella maggior parte dei paesi gli stati hanno un debito e non un credito: non ci sono regole per giudicare quando un debito pubblico è troppo elevato. Dipende da molte variabili, fra cui il livello dei tassi di interesse che, unitamente al livello del debito, determina quanto costa il servizio del debito stesso. Negli anni di guerra è normale che il debito pubblico si innalzi vertiginosamente. Il trattato di Maastricht, che stabiliva le condizioni per l'accesso dei paesi alla moneta unica, consigliava un livello di debito pubblico non superiore al 60% del Pil. La crisi attuale sta facendo salire molto il debito pubblico in tutti i paesi, a causa dei forti deficit di bilancio. Passata la crisi, è da ritenere che l'azione combinata di un deficit minore e di un Pil più alto potrà far scendere il peso del debito.

Default

Assimilabile al concetto di fallimento, in finanza il default è quella situazione in cui l'emittente di un titolo è tecnicamente incapace di rispettare le clausole contrattuali previste dal regolamento del finanziamento. Il default può essere formale o sostanziale: formale, quando l'emittente non è in grado di rispettare determinati indici di copertura o patrimoniali tali per cui il prestito potrebbe subire una significativa modifica del proprio merito di credito; sostanziale, invece, nel caso in cui non è materialmente in grado di corrispondere le rate di interesse o di rimborso del capitale alla naturale scadenza di ciascuna.

Deficit pubblico

Il deficit pubblico si riferisce solitamente al conto della pubblica amministrazione e riguarda quindi le poste "economiche" del bilancio della Pa, cioè le entrate e le spese che riguardano le transazioni finali (acquisti e vendite di beni e servizi, trasferimenti) fra la Pa e gli altri soggetti dell'economia. La presa in conto anche delle poste finanziarie (prestiti, emissioni di titoli, acquisti o vendite di azioni) porta un concetto diverso di saldo, il cosiddetto "fabbisogno": Nel corso della recente crisi i deficit pubblici si sono ampliati fortemente sia nei paesi occidentali, sia nei paesi emergenti. Questo è avvenuto sia per l'operare degli stabilizzatori automatici, sia per le misure discrezionali di supporto che sono state prese dai vari governi (aumenti di spese e riduzioni di imposte). In particolare nell'Unione europea il limite del 3% del disavanzo pubblico (sul Pil), stabilito dal trattato di Maastricht, è stato ampiamente superato, come si conviene in una situazione di grave recessione, quando, per mantenere a galla l'economia, è necessario sostituire domanda pubblica a quella privata che viene a mancare.

Bund

I Bund sono obbligazioni governative tedesche.

Spread

Con il termine spread si intende il differenziale di rendimento tra due titoli di Stato. Più lo spread si allarga, più il mercato percepisce rischiosi i titoli con rendimento più alto.

Titoli di Stato

I titoli di Stato sono debiti emessi dagli Stati. I loro rendimenti si muovono nella direzione opposta rispetto ai prezzi: se salgono i rendimenti, significa che i prezzi stanno scendendo e che gli investitori stanno vendendo.