

# Il Cavaliere bianco e la battaglia dell'euro

**La Banca centrale europea userà ogni mezzo per difendere l'Unione monetaria, però sono necessarie azioni politiche concrete da parte dei governi europei.**

di *Giuseppe Scognamiglio*

**L**a recente sentenza della Corte Costituzionale tedesca ha finalmente dato il via libera all'ESM, il "Meccanismo di stabilità europeo" che potrà intervenire, limitatamente ai fondi messi a disposizione dagli Stati dell'area euro, nell'acquisto dei titoli di stato dei paesi in crisi finanziaria sia sul mercato primario che secondario. Tale sentenza, insieme alla decisione dei primi di settembre del Board della BCE di intervenire acquistando "illimitatamente" titoli di stato dei paesi sotto attacco speculativo sul mercato secondario (cosiddette *Outright Monetary Transactions*), condizionatamente al rispetto di stretti vincoli di bilancio da parte degli Stati beneficiari di tali interventi, rendono finalmente credibili gli strumenti utilizzabili a sostegno dell'euro.

Autorevoli voci si erano levate, negli ultimi tempi, per chiedere l'intervento risolutore del "Cavaliere Bianco", intendendo per questo Mario Draghi e la sua potente Banca centrale europea. Cerchiamo di capire insieme cosa può fare e cosa non può fare SuperMario.

La BCE, come noto, è la Banca centrale per la moneta unica europea, l'euro. Il compito principale della BCE è preservare il potere di acquisto della moneta unica e quindi assicurare il mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro, che comprende i 17 Stati membri dell'Unione europea con una nuova valuta dal 1999. L'Unione Economica e Monetaria è basata su quattro criteri di convergenza:

1) Stabilità dei prezzi; 2) Stabilità del cambio; 3) Convergenza dei tassi di interesse; 4) Disciplina di bilancio.

La BCE è stata molto efficace nel perseguire i primi due obiettivi (stabilità dei prezzi e del cambio), classici obiettivi primari della politica monetaria; il controllo dell'inflazione nella zona euro ha permesso inoltre la convergenza dei tassi di interessi tra i diversi Paesi

membri - il terzo obiettivo - per quasi un decennio, fino all'inizio della crisi dei debiti sovrani. Il quarto criterio, la disciplina di bilancio, non poteva essere attuato se non creando un unico ministero del Tesoro europeo. Non avendo proceduto in questo senso, è accaduto che i bassi tassi di interesse hanno incentivato alcuni Stati periferici ad aumentare la spesa pubblica, indebitandosi.

La crisi finanziaria, che ha costretto molti Stati (Irlanda, Spagna, ma anche Uk, fuori dall'euro) ad intervenire con denaro pubblico per salvare il sistema finanziario, ha ulteriormente aggravato la situazione del debito pubblico dei cosiddetti PIIGS o GIPSI. I limiti quantitativi (rapporto deficit/PIL al 3% e rapporto debito/PIL al 60%) sulle facoltà di spesa pubblica a livello nazionale implementati dal Patto di Stabilità e Crescita del 1997, che rafforzava il Trattato di Maastricht, non sono risultati sufficienti a far convergere le politiche fiscali, mancando un efficace apparato sanzionatorio.

**I**n effetti, la sfiducia dei mercati è riconducibile innanzitutto ai dubbi sulla sostenibilità della moneta unica di fronte a crisi sistemiche come quella che stiamo sperimentando. Alla base della debolezza dell'Unione monetaria, percepita dai mercati, c'è senz'altro la mancanza di integrazione fiscale, che permette di trasferire liberamente risorse dai paesi in surplus a quelli in deficit. Inoltre, l'assenza a livello europeo di un'efficace struttura per la gestione e la risoluzione delle crisi dei gruppi bancari transfrontalieri, ha sicuramente contribuito ad alimentare il circolo vizioso tra crisi del sistema finanziario e crisi del debito sovrano europeo. La recente proposta di un'Unione bancaria europea tende finalmente a interrompere questo circolo vizioso.



Mario Draghi, presidente della Banca Centrale Europea (BCE).

Le affermazioni di Draghi e le decisioni ufficiali del Consiglio Direttivo della BCE di inizio settembre hanno ribadito che la Banca Centrale userà ogni mezzo necessario, nell'ambito del suo mandato, per salvaguardare l'Unione monetaria. Vuol dire che la BCE potrà fare fronte alla crisi utilizzando ancora le cosiddette "armi non convenzionali", sia nell'ambito del suo ruolo di prestatore di ultima istanza del settore bancario sia acquistando titoli di stato dei paesi periferici sul mercato secondario (come già fatto in passato, sebbene forse in maniera un po' più cauta, per importi limitati) al fine di garantire l'efficacia della politica monetaria. Tassi di interesse significativamente diversi nell'ambito dell'Unione monetaria non consentono infatti il corretto funzionamento dei meccanismi di trasmissione monetaria, anche ai fini della stabilità dei prezzi. Pertanto, in tal senso l'acquisto di titoli di stato dei paesi periferici sul mercato secondario non appare in contrasto con il mandato della BCE, in quanto l'obiettivo principale non è il finanziamento dei deficit nazionali, ma mantenere la stabilità dei prezzi, appunto. Ovviamente, ciò potrà avere anche un effetto secondario positivo sui tassi di interesse pagati dai cosiddetti PIIGS sui propri debiti pubblici (quindi sui deficit).

Chiaramente l'azione della BCE è indispensabile per fronteggiare nel breve periodo l'azione speculatrice dei mercati che sembrano non considerare i fondamentali complessivamente buoni sia dell'area euro nel suo insieme sia di alcuni paesi periferici come l'Italia (ad esempio avanzo primario di circa l'1%, spesa pubblica futura sotto controllo grazie alle riforme pensionistiche dell'attuale e dei precedenti governi, ecc.). Però, la nostra opinione è che l'azione della BCE serva "a comprare tempo", ma non può sostituire l'azione politica tesa a individuare una nuova architettura di Unione economica e monetaria, duratura e sostenibile nel tempo. L'obiettivo di medio periodo è sicuramente un'Europa più integrata sotto il profilo politico e fiscale, per esempio una "Light Federation" come ho già scritto nel precedente numero di East.

Come accennato all'inizio, la sospirata sentenza della Corte Costituzionale tedesca rende finalmente operativo l'ESM. Il meccanismo permanente di stabilità avrà a disposizione 500 miliardi di euro che potranno essere utilizzati per sostenere sia quei Governi che non riescono a collocare il proprio debito sul mercato (sia primario

che secondario) sia eventuali gruppi bancari in difficoltà. Ovviamente, per dare un efficace supporto a paesi che hanno un grosso ammontare di debito, bisognerebbe incrementare la dotazione dell'ESM. E ancora una volta sembra anacronistica l'attuale posizione tedesca contraria a concedere all'ESM la licenza bancaria che gli permetterebbe di aumentare le risorse disponibili utilizzando il meccanismo della "leva" finanziaria (ossia la possibilità di chiedere prestiti a istituzioni finanziarie a fronte del proprio patrimonio di 500 miliardi). Il comportamento della Germania, talvolta di quasi ostilità all'euro, sembra un po' paradossale visto che nello scorso decennio essa è stata tra i maggiori beneficiari della moneta unica, come dimostra il surplus commerciale sia nei confronti di altri paesi euro (essendosi avvantaggiata dell'impossibilità dei PIIGS di effettuare svalutazioni), sia nei confronti del resto del mondo, dove un euro più debole del marco per "costruzione" ne ha agevolato le esportazioni.

Ma anche oggi, un'uscita della Germania dall'euro – opzione che molti tedeschi dicono di voler perseguire – penalizzerebbe la Germania enormemente. Un recente studio di Bank of America-Merril Lynch (è solo l'ennesimo di una serie partoriti sul tema da vari think-tank) indica che un'uscita volontaria della Germania dall'euro sarebbe relativamente più penalizzante per la Germania rispetto ad altri paesi dell'eurozona. Lo studio stabilisce un ranking tra 11 paesi della zona Euro (Germania, Francia, Italia, Spagna, Olanda, Belgio, Austria, Grecia, Portogallo, Irlanda e Finlandia) sulla base dell'impatto che un'uscita volontaria dalla moneta unica avrebbe su ognuno di loro, considerando gli effetti sulla crescita, sulla posizione finanziaria netta internazionale e sui costi di indebitamento. Sebbene la Germania abbia la maggior probabilità di effettuare una "orderly exit" dall'euro, essa registrerebbe – rispetto agli altri paesi presi in considerazione – il maggior impatto negativo, nel caso decidesse di abbandonare l'Unione monetaria.

Italia e Irlanda sarebbero i paesi che avrebbero, relativamente, i minori costi se decidessero volontariamente di uscire dall'euro. Analizziamo più in dettaglio i risultati a cui giunge lo Studio di BoA-Merril Lynch per i casi di Italia e Germania.

A) Se la Germania uscisse dall'euro, le sue esportazioni sarebbero penalizzate da un apprezzamento relativo della nuova moneta (il nuovo Deutsche Mark). Si calcola che il calo dell'export comporterebbe una riduzione del prodotto pari a -7% del GDP.

B) Con un sistema produttivo legato al mercato europeo per quasi il 50%, il cambio dovrebbe aggiustarsi in modo da annullare i differenziali tra i costi del lavoro unitario, riducendo dunque l'attuale scarto di competitività (dal 2000 il costo del lavoro unitario in Germania è aumentato del 6% contro un aumento medio del 20% registrato nell'intera eurozona).

C) Un'uscita dall'euro comporterebbe anche un aumento dei costi dell'indebitamento pubblico tedesco. Infatti, una volta uscita la Germania dall'Euro, i Bund tedeschi diventerebbero meno appetibili a copertura del rischio, in quanto l'evento si è ormai verificato (ossia l'abbandono dell'euro). L'aumento del rendimento reale dei Bund è stimato in 80 punti base, ipotizzando che lo stock esistente di debito venga convertito nella nuova valuta.

D) Infine, un'uscita dall'euro, con il relativo apprezzamento del nuovo DM sull'euro senza Germania (che possiamo definire "Nuovo euro"), comporterebbe una diminuzione del valore delle attività nette sull'estero detenute dai residenti, che si svaluterebbero (essendo denominate nel più debole Nuovo euro). Questo fenomeno sarebbe molto significativo per un paese creditore netto nei confronti dell'area euro come la Germania. La sua posizione netta sull'estero rispetto al GDP diminuirebbe del 31%.

Nel caso invece di un'uscita dall'Italia dall'euro, gli effetti sarebbero speculari, quindi complessivamente positivi. L'Italia registrerebbe una crescita del PIL pari al 3% (export più competitivo), una diminuzione del rendimento reale dei bond governativi pari a 20 bp (riconducibile ad un aumento dell'inflazione) e un miglioramento della posizione netta sull'estero su GDP pari al 15%.

Tali risultati vanno però presi *cum grano salis* in quanto, come tutte le simulazioni, si basano su ipotesi. In particolare, lo studio assume l'ipotesi, verosimile ma non certa, che lo stock esistente di debito sia ridenominato nella nuova valuta, ossia la lira, nel caso italiano, il marco, in quello tedesco.

In definitiva, il vero Cavaliere Bianco non può essere il Governatore della Banca Centrale Europea, che può "solo" contribuire a tenere la barra dritta nel mare tempestoso. Per raggiungere navigazioni sicure, abbiamo bisogno di decisioni politiche di portata storica e la Germania deve capire che ha un'occasione irripetibile per assumersi la leadership morale e politica dei futuri Stati Uniti d'Europa.

- 12. **Europa e Stati Uniti, due vecchi amici** di *James Walston*
- 16. **La frontiera del Caucaso** di *Astrit Dakli*
- 22. **Il fragile impero rosso** di *Jonas Parello-Plesner*
- 26. **Afghanistan. La sconfitta dei vincitori** di *Giuliana Sgena*
- 31. **Relazioni pericolose** di *Farian Sabahi*
- 34. **Sull'orlo di una crisi di nervi** di *Paola Caridi*



S. Platt/Getty Images