

LA CRISI DRAMMATICA DELL'EURO E LA COPPIA MERKEL-SARKOZY

di **OSCAR GIANNINO**

È VENUTO il momento di allargare il punto di osservazione sulla crisi in corso, ora che il governo Monti con la fiducia parlamentare entra nella pienezza delle sue funzioni, salutato e sostenuto dal consenso esplicito dei vertici europei, di Germania e Francia tanto per sottolineare ancora una volta l'attenzione tutta particolare riservata al potenziale di instabilità sistemico rappresentato dal debito pubblico e dalla bassa crescita del nostro Paese.

Ora che l'Italia si pone in condizione di assicurare i mercati, è tempo anche da noi di aprire il dossier della crisi vera, rispetto alla quale l'Italia non deve fungere da detonatore, ma che rischia comunque di investire tutto il continente. Diciamolo chiaramente. Nel 2012 è l'euro in quanto tale, a rischiare di saltare. Questo ci dice la tumultuosa vendita da Oltreoceano che ogni giorno si sta realizzando sotto i nostri occhi nei confronti di tutti gli asset europei, a partire dal debito pubblico di tutti i componenti dell'euroarea ad eccezione della Germania, ed estendendosi ai titoli bancari che portano a sempre nuovi record verso il basso i listini di Borsa dell'intera Europa, perché le banche sono la cintura più esposta alla crisi di sistema che si sta scatenando.

I segnali sono assai preoccupanti, per chi li vuole leggere. I differenziali sul Bund che s'inerpicano verso l'alto non sono solo quelli greci, e portoghesi e spagnoli. La Francia stava a 40 punti base di premio sul Bund decennale a fine 2010. Oggi supera i 200 e da due settimane peggiora ogni giorno, ha di fatto già perso nel giudizio dei mercati la tripla A di cui andava così fiera. Il Belgio è passato da 103 punti a 318. L'Austria, pur considerata integrata alla Germania euroleader, è salita da 54 a 190. Lo stesso fondo salva-Stati e salva-banche, l'Efsf, in teoria tripla A anch'esso, ha dovuto rinviare l'emissione di una sua obbligazione dopo averne ridotto l'ammontare, e paga rendimenti in crescita quotidiana

allineati a quelli francesi. Tre mesi di incorporazione da parte del sistema bancario di questa stima crescente dei rischi sovrani implicano problemi gravissimi per il credito non più solo dei Paesi sin qui a rischio, ma innanzitutto delle banche francesi, le più esposte al totale di carta pubblica europea.

Perché i mercati scommettono che nel 2012 l'euro salta, se non si assumono decisioni efficaci e adeguate al rischio a cui l'euro esposto? Per comprenderlo, è necessario compiere un passo indietro. Diciamo che, con qualche approssimazione tecnica, al mondo esistono due tipi di aree monetarie concepite come ottimali. Una è quella del dollaro. L'altra quella dell'euro. Sono due modelli pressoché agli antipodi. Il modello americano si è evoluto dal 1913 in avanti secondo una concezione per la quale a una valuta comune corrisponde l'unificazione reale dei mercati sottostanti, dei beni, dei servizi, del lavoro come della relativa regolazione. Lo scopo è quello di consentire che un unico tasso di interesse abbia effetti asimmetrici nelle diverse aree dell'Unione, che sono caratterizzate da tassi di crescita, costi dei fattori produttivi e prezzi degli asset comunque tra loro diversi visto che un continente non ha certe condizioni omogenee. Ma l'unificazione dei mercati e della regolazione consente che l'equilibrio a unico tasso d'interesse tra costi diversi, salari e disoccupazione avvenga per autoregolazione attraverso vasi comunicanti. Ti puoi spostare da uno Stato con più disoccupazione a uno che tira di più, con prezzi diversi, ma senza mettere a rischio risparmio e patrimonio.

In questo modello, quando il ciclo scende e a maggior ragione quando si aprono grandi crisi, la via prescelta è quella di attenuarne i morsi monetizzando il debito – tanto l'eccesso di debito privato, che delle banche che di quello pubblico – facendo stampare dollari alla

Fed. Dal 2008 in avanti, la banca centrale americana lo ha fatto per oltre 20 trilioni di dollari per il solo sistema bancario-finanziario, praticamente per l'equivalente dei due terzi del valore attuale di tutti gli asset quotati nelle borse americane. Se si somma il debito pubblico, delle famiglie, delle imprese e delle banche Usa, nel giugno 2011 la quota era pari al 289% del Pil americano. Per fare paragoni, il Regno Unito è a quota 497%. Il Giappone a quota 492%. La Spagna a 388%. La Francia a 341%. L'Italia al 303%.

La differenza tra la sostenibilità del maggior debito americano, britannico e giapponese rispetto al nostro – più basso – dipende dal fatto che le banche centrali di Stati Uniti, Regno Unito e Giappone monetizzano il debito con il torchio monetario, pressoché illimitatamente. Certo, è un sistema che produce bolle nel prezzo degli asset, come quella di Internet prima, dell'immobiliare poi. E produce inflazione. Ma l'America, finché il dollaro è la moneta in cui sono denominati i mercati di tutte le commodities mondiali e dunque è riserva prioritaria per tutte le banche centrali, l'inflazione monetaria l'esporta verso il resto del mondo, anche grazie alla sua sostenuta produttività domestica. Meglio le bolle ogni tanto di una più alta disoccupazione stabile, pensano in America.

Poi c'è il secondo modello, quello dell'euroarea. Vediamo di spiegarlo storicamente, perché questa è la risposta da dare a coloro che non capiscono come mai siamo stati per così dire «commissariati» dai tedeschi, insieme a greci, portoghesi, spagnoli e irlandesi. Il modello Bce nasce dall'esperienza tragica fatta dalla Germania ai tempi di Weimar. L'eccesso di torchio monetario e di inflazione, stante l'enorme debito accumulato nella sconfitta della prima guerra mondiale, portò comunque a disoccupazione di massa e perdita reale e verticale di risparmio. L'effetto fu il nazismo, la presa

sugli strati popolari dei totalitarismi neri e rossi. Per questo la Germania per decenni, prima della moneta comune, ha affinato il modello su cui l'euro è poi nato. A differenza degli Usa, nessuna unificazione reale dei mercati sottostanti, del lavoro, dei beni e dei servizi come della regolazione: tranne che nel comparto finanziario. In più, il debito pubblico resta garantito da ciascun Paese membro. Senza un debito comune europeo è come se esso sia denominato in una valuta straniera, rispetto all'euro. Infine, la Bce non può e non deve monetizzare debiti di alcun tipo, deve solo pensare a tenere bassa l'inflazione, deve astenersi dal sostenere il ciclo.

Come può reggere un sistema di tal tipo, visto che la curva dei costi come della produttività, e le bilance dei pagamenti tra i diversi paesi dell'euroarea sono tanto divergenti? Per dire, la Germania è forte perché ha il più grande attivo al mondo di parte corrente dopo la Cina, quasi il 7% del Pil, il Portogallo era in passivo del 14% prima della crisi. Oppure, se consideriamo il costo per unità di lavoro fatto pari a 100 nel 2000, quello tedesco nel 2008 era a 98 e ora è a 105, quello portoghese nel 2008 era a 128 e ancora oggi è sceso solo a 125.

Il meccanismo tedesco prevede che, per reggere con queste asimmetrie e avvantaggiarsi tutti dell'euro, siano le classi politiche dei diversi Paesi a dover tenere la finanza pubblica in equilibrio al più basso livello di spesa pubblica coerente con un welfare decente e la sostenibilità del proprio debito pubblico, e a indurre con adeguate riforme l'economia reale ad un'elevata produttività. In caso contrario, con bassa crescita e alto debito e senza torchio monetario della Bce, l'unico aggiustamento possibile è quello della deflazione interna, cioè del drastico abbassamento in termini di valore reale dei salari e delle pensioni, degli attivi patrimoniali delle banche come delle imprese.

Una volta che il conto salato, in termini di disoccupazione e impoverimento reale, cade sulle spalle di lavoratori, contribuenti e risparmiatori, allora essi richiameranno al dovere i politici mentitori e inadeguati, sostituendoli con politici più virtuosi.

Siamo esattamente a questo punto. Il conto amaro si abbatte su milioni di portoghesi e spagnoli, italiani e trapo-chissimo-francesi. Perché i politici mentono e preferiscono dare la colpa al mercato o alle opposizioni, perché i sindacati resistono alle riforme, perché ciascuno dice che la colpa è di un altro. E alla fine a pagare sono imprese e lavoro, coloro che non decidono alcunché ma subiscono. Perché il mercato scommette che l'euro salta? Perché, al momento, non ci sono segni che tedeschi e francesi - entrambi sotto elezioni nel 2012 e nel 2013 - siano pronti ad assumere alcuna delle tre decisioni diverse che ci potrebbero portare fuori dal gorgo.

La prima decisione è quella di cambiare con procedura d'urgenza Trattato e Statuto della Bce, mutandone la natura e inducendola a monetizzare il debito. I tedeschi non si fidano e dal loro punto di vista hanno ragione, con mercati separati è un premio a chi ha accumulato più squilibri traendo a quel punto il massimo vantaggio dall'euro.

La seconda è una via intermedia. Senza monetizzazione integrale da parte della Bce, si potrebbe comunque formare un fondo comune in cui i diversi Paesi membri facessero confluire una quota di debito pubblico eccedente una certa soglia: diciamo il 70% - chiamandone a garanzia in parte la Bce, e in parte le stesse riserve accumulate dalla Germania grazie al fatto che tutti comprano solo i suoi Bund vendendo il resto dell'eurocarta (la fuga dei fondi monetari dalla Francia è ormai massiccia, e i tedeschi se ne avvantaggiano grazie ai loro meriti). E' una pro-

posta simile a quella avanzata qui in Italia da Paolo Savona.

La terza proposta, fuori dai denti, è quella ancora più traumatica, di intavolare un confronto riservato su come uscirne, dall'euro. Le ipotesi sono due. Se ad uscirne sono i Paesi eurodeboli, si troverebbero con gli attivi e passività esteri di banche e imprese che restano in euro e dollari, con quelli domestici invece in lire o franchi svalutati tra il 20 e il 40%. L'effetto sarebbe di fallimenti e disoccupazione di massa. Se invece fossero gli euroforti - Germania, Olanda e Nordeuropa - allora l'effetto sarebbe opposto, l'avvaloramento degli attivi e passivi domestici reggerebbe l'effetto del maggior valore che il marco o il N-Euro, l'euro del nord, acquisterebbe sul dollaro rispetto all'euro attuale, penalizzando le esportazioni sì, ma non tanto da annullare il vantaggio di competitività tedesco di questi anni.

I mercati però non vedono i segni, nelle classi politiche tedesche, francesi ed europee, né della consapevolezza del rischio terribile a cui tutti siamo esposti. Né dei rimedi possibili da adottare. La Merkel non passa giorno che non dica no a ciascuna di queste diverse ipotesi. La Germania del resto ha un suo piano B. Gli altri governi tacciono o peggio come Sarkozy la assecondano. Per questo i mercati scommettono che l'euro salterà. E per questo l'Italia deve al più presto recuperare l'autorevolezza per tornare a sedersi al tavolo europeo, come ha detto ieri Monti. Non si è mai visto una carrozza trainata da un tiro a quattro in cui il passo debba essere quello del cavallo più veloce. Perché o gli altri tre cavalli crepano oppure, ancor prima, si ribalta la carrozza. Finché siamo in tempo, evitiamolo. Perché di tempo ne è rimasto veramente poco.

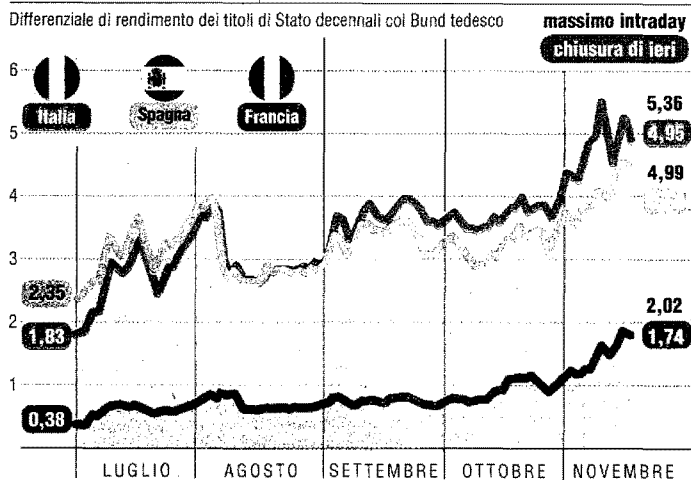
Bisogna cambiare lo statuto della Bce inducendola a monetizzare il debito

Berlino ostacola qualsiasi proposta e prepara il suo piano alternativo

IL FOCUS

Dietro l'impennata degli spread c'è la convinzione che gli Stati non riusciranno a superare lo stallo

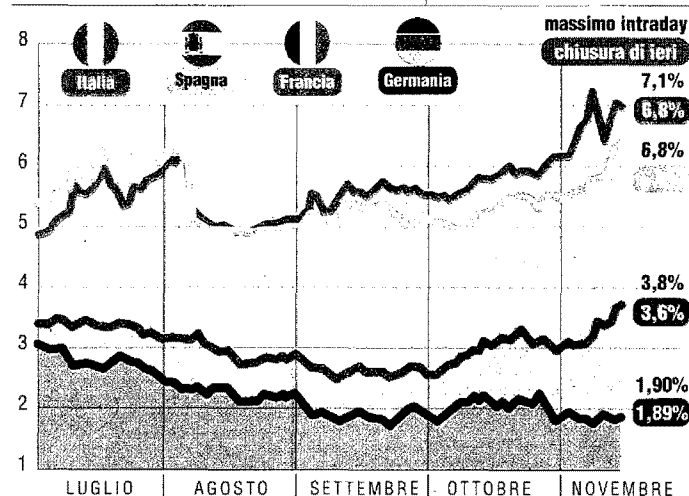
Gli spread a rischio Cifre in punti percentuali



Fonte: Bloomberg

ANSA-CENTIMETRI

I rendimenti chiesti dal mercato Tassi in % sui bond decennali



Fonte: Bloomberg

ANSA-CENTIMETRI

Euro a rischio, fuori i colpevoli

L'egoismo tedesco e gli errori di Sarkozy dietro la crisi dell'Unione

