

25 maggio 2012

## Non di soli Eurobond: tre pilastri per sostenere l'euro

Carlo Altomonte<sup>(\*)</sup>

Dopo un avvio d'anno positivo, con gli spread ritornati sotto i livelli di guardia e la volatilità sui mercati finanziari ridotta a valori che non si vedevano dalla crisi di Lehman Brothers, l'Europa sembra di nuovo sotto scacco.

La ragione è che la vittoria di François Hollande alle presidenziali francesi, e soprattutto il caos politico risultante dalle elezioni in Grecia, hanno messo in discussione il fragile schema elaborato quale possibile via d'uscita alla crisi, e sul quale si era basato il *relief rally* dei mercati nei primi mesi dell'anno. Tale schema prevedeva da un lato l'adozione del "fiscal compact", e dunque del varo di programmi di austerità nazionale in grado di riportare sotto controllo i debiti dei paesi dell'area euro, e dall'altro la fornitura di liquidità a lunga scadenza per il sistema bancario europeo (il cosiddetto Ltro della Bce, attuato per oltre 1.000 miliardi di euro tra dicembre e febbraio), uno schema che, nelle speranze dei leader europei, avrebbe dovuto "comprare tempo" sui mercati in attesa del definitivo consolidamento delle finanze pubbliche e dunque della ripresa della crescita in Europa.

Ma i dati economici, e di conseguenza gli elettori, che come spesso accade vedono più lontano dei loro leader politici, non hanno dato ragione ai proponenti questa soluzione. Dopo la contrazione della produzione alla fine del 2011, si stima che l'economia europea in media sia attualmente in lieve recessione, con alcune economie periferiche stimate dalla stessa Commissione europea in territorio ampiamente negativo per tutto il 2012 (Grecia a -4,7, il quinto anno consecutivo di recessione, Portogallo a -3,3, Spagna a -1,8 e Italia a -1,4).

Ne consegue che la logica per cui perseguire l'austerità fiscale ridurrebbe il debito pubblico nazionale, mentre allo stesso tempo stimolerebbe dei canali non-keynesiani di crescita economica, quindi producendo un positivo effetto anticiclico nella relazione crescita-debito, non sta al momento funzionando. Piuttosto, secondo il più classico approccio keynesiano, l'austerità fiscale, anche perché realizzata tutta allo stesso tempo su scala europea, sta indebolendo la crescita, quindi deteriorando la stabilità dei debiti pubblici nazionali, il che a sua volta aumenta il costo di finanziamento sul mercato interbancario degli ancora deboli sistemi bancari nazionali, inducendo un'ulteriore stretta creditizia (stimata dal Fmi in circa 2.000 miliardi di deleveraging di attività a bilancio, o in circa 1,7% del credito attualmente erogato), in barba alla fornitura di liquidità da parte della Bce. Tale situazione erode ulteriormente la crescita, alimentando una spirale perversa e potenzialmente micidiale di credit crunch, recessione e downgrade (si veda Figura 1).

Indubbiamente vi sono diverse ragioni che hanno portato a questa perversa spirale indotta dalle politiche di austerità (principalmente legate alla qualità dell'aggiustamento fiscale più sul fronte dell'aumento di entrate che di tagli di spese, sostengono i non-keynesiani...), ma qualunque sia la

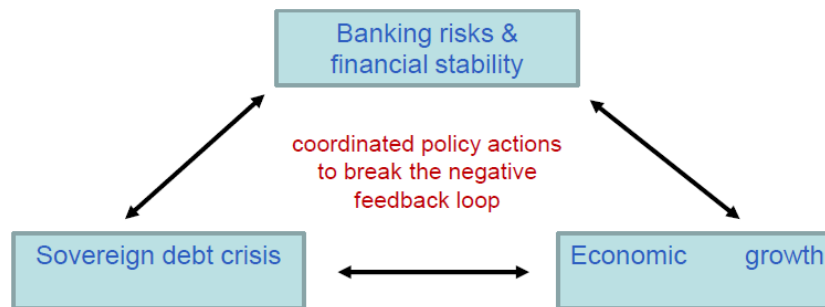
---

Le opinioni espresse sono strettamente personali e non riflettono necessariamente le posizioni dell'ISPI.

(\*) Carlo Altomonte è professore associato di Economia dell'integrazione europea all'Università Bocconi e Associate Senior Research Fellow dell'ISPI.

causa, la realtà dei fatti è che si rende comunque necessaria una drastica revisione delle politiche europee nell'ottica di un'impostazione più improntata alla crescita. Se non bastassero i dati a dirlo, gli elettori in Francia, Grecia (e forse Irlanda e Olanda nelle prossime settimane) stanno comunque progressivamente rifiutando questa logica, e in democrazia sono loro ad avere l'ultima parola.

Figura 1. La spirale negativa alla base della crisi europea



Ne consegue dunque che la strada istituzionale intrapresa per la risoluzione della crisi (fiscal compact da un lato e Ltro della Bce dall'altro) deve essere modificata e integrata secondo almeno tre grandi direttrici.

Innanzitutto, il rilancio della crescita. Gli orientamenti del Consiglio europeo prevedono al riguardo una serie di strumenti: la ricapitalizzazione della Bei per migliorare l'accesso delle piccole e medie imprese ai crediti per gli investimenti; l'avvio dei "project bonds", strumenti di compartecipazione pubblico-privata garantiti da risorse europee per il rilancio del finanziamento delle grandi infrastrutture comunitarie; una rimodulazione dei fondi strutturali esistenti e futuri (nell'ambito del negoziato sulle nuove prospettive finanziarie) in chiave orientata alla crescita (dunque con minore enfasi sulla coesione); il rapido completamento legislativo del mercato interno attraverso l'adozione da parte di Parlamento e Consiglio delle misure contenute nel Single Market Act, tra cui l'integrazione dei fondi europei per il venture capital, la nuova legge sulla proprietà intellettuale europea e migliori meccanismi per la libera circolazione dei servizi e il diritto di stabilimento. A questo schema europeo occorre aggiungere a livello nazionale il completamento del percorso di riforma di un insostenibile modello di stato sociale al fine di liberare risorse da orientare alla crescita, una strada su cui molti passi restano ancora da fare in diversi paesi, Italia e Francia in testa.

In secondo luogo, non si può derogare al "fiscal compact", per la semplice ragione che il deficit spending non è più tollerato dai mercati finanziari internazionali. L'impegno alla sostenibilità dei bilanci pubblici è dunque un imperativo categorico cui l'Europa non può permettersi di rinunciare nel nuovo contesto economico globale, in cui le aree a maggiore tasso di sviluppo (e dunque anche a maggiore attrattività per i capitali finanziari) sono fuori dall'Ue. Proseguire in modo coerente e duraturo il consolidamento dei bilanci è un presupposto irrinunciabile per far ritornare la fiducia sull'euro, e dunque rivedere afflusso di capitali internazionali indispensabili per supportare la strategia di crescita che di tali capitali ha comunque bisogno.

Infine, occorre rompere al più presto il legame tra rischiosità del debito sovrano e sistema bancario (peraltro ulteriormente rafforzato dal Ltro della Bce). Nel breve periodo gli effetti del fiscal compact sono, come visto, deleteri per la crescita, ma le soluzioni per l'avvio di quest'ultima dispiegheranno i loro effetti solo nel medio periodo. Questa incoerenza temporale lascia scoperto il sistema bancario europeo e dunque rende operativa la spirale perversa di credit crunch, recessione e downgrade, come argomentato in precedenza. Ne consegue che il sistema bancario rappresenta in questo momento un punto di debolezza su cui può facilmente inserirsi la speculazione internazionale, nella migliore delle ipotesi, o una crisi sistemica di fiducia sull'euro (magari scatenata da una possibile uscita della Grecia), nello scenario peggiore. La soluzione è semplice: la predisposizione di

un meccanismo europeo per la gestione delle crisi bancarie, il passaggio a un meccanismo di supervisione prudenziale al di sopra delle autorità nazionali, e una forma di assicurazione europea sui depositi. Si tratta di soluzioni già in discussione e che non richiedono una modifica dei Trattati (contrariamente agli Eurobond), ma il problema è politico: percorrere questa strada escluderebbe di fatto la presenza dello stato nazionale dalle banche sistemiche trans-europee, privando la classe politica di un importante strumento di finanziamento del consenso.

Possiamo discutere se gli Eurobond (in questa fase) servano o meno alla crescita, posto che teniamo presenti gli altri tre pilastri, a partire da quest'ultimo.

La ricerca ISPI analizza le dinamiche politiche, strategiche ed economiche del sistema internazionale con il duplice obiettivo di informare e di orientare le scelte di policy.

I risultati della ricerca vengono divulgati attraverso pubblicazioni ed eventi, focalizzati su tematiche di particolare interesse per l'Italia e le sue relazioni internazionali.

Le pubblicazioni online dell'ISPI sono realizzate anche grazie al sostegno della Fondazione Cariplo.

ISPI  
Palazzo Clerici  
Via Clerici, 5  
I - 20121 Milano  
[www.ispionline.it](http://www.ispionline.it)

© ISPI 2012