

OLTRE LA CRISI

## L'euro scalerà la montagna dei debiti

di **Martin Wolf**

**I**l 16 dicembre 2010, i capi di governo europei hanno dichiarato solennemente che erano «pronti a fare tutto il necessario» per difendere l'euro. Le parole non costano niente. Gli scettici probabilmente si chiederanno se è il caso di prenderli sul serio. Questa volta, sì.

L'euro con ogni probabilità sopravviverà, anche se non sarà un percorso facile. Ci riuscirà per tre ragioni: la prima è che la moneta unica è sostenuta da un impegno politico forte; la seconda è che gli stati membri hanno un interesse a lungo termine a preservarla; e la terza è che i paesi dell'Eurozona se lo possono permettere. Insomma, Eurolandia ha la volontà e i mezzi per tenere a galla l'esperimento dell'euro. Un nuovo e interessante rapporto intitolato "Europe will work", pubblicato dalla Nomura Global Economics sotto la direzione di John Llewellyn e Peter Westaway, spiega perché. L'euro è il prodotto di un processo di integrazione europea che è cominciato dopo la fine della seconda guerra mondiale. Anche per i leader dei nostri giorni il progetto europeo rimane un progetto esistenziale, anche se la memoria della guerra è ormai sbiadita tra la popolazione. E anche il presupposto che l'integrazione economica avrebbe creato forti interessi per la propria perpetuazione si è rivelato corretto. Infine, le conseguenze di una frantumazione, anche parziale, dell'Eurozona sono imponderabili e terrificanti. Solo in circostanze estreme i leader europei prenderebbero in considerazione un passo del genere.

E dunque, se tanti tedeschi sono arrabbiati per il lassismo di certi partner, le classi dirigenti tede-

sche restano consapevoli dei rischi legati all'isolamento e dei benefici di stabilità che il progetto europeo ha apportato al loro paese nei suoi rapporti con tutti gli stati vicini. A loro volta, i leader dei paesi che si trovano in difficoltà temono di non contare più nulla in caso di uscita dall'euro. Ciò non significa che una spaccatura, in una forma o nell'altra, sia inconcepibile: la Germania uscirebbe se la classe politica giungesse alla conclusione che l'appartenenza all'euro è incompatibile con la stabilità monetaria; e anche i paesi della periferia uscirebbero se giungessero alla conclusione che l'appartenenza all'euro è incompatibile con la prosperità. Ma nessuno è vicino a una decisione del genere, in questo momento.

Una ristrutturazione del debito è abbastanza probabile, una spaccatura di Eurolandia molto meno. Paradossalmente, la tragedia dell'euro è che ha funzionato troppo bene. La convergenza dei rischi percepiti ha stimolato una convergenza accelerata dei redditi. Nell'euforia del momento, prestatori incauti hanno prestato a governi irresponsabili (come in Grecia) o soggetti privati sconsiderati (come in Irlanda e in Spagna) la corda con cui impiccarsi. Il risultato è stato un indebitamento colossale.

Alla fine, anche il più ottuso dei prestatori recupera la ragione. Ma quando i prestatori privati stringono il cappio, quello che concettualmente è debito privato si trasforma di solito in debito pubblico, con i governi che cercano di salvare il sistema finanziario sull'orlo dell'implosione e di sorreggere un'attività economica allo sbando. Anche paesi con i conti pubblici in ordine,

come l'Irlanda e la Spagna, si sono ritrovati alle prese con problemi del genere. Il debito pubblico irlandese secondo le previsioni arriverà nel 2013 al 125% del prodotto interno lordo (era al 25% nel 2007), e circa un terzo di questo incremento è da ascrivere al salvataggio delle banche.

La buona notizia è che i mercati si sono accorti del loro errore. La cattiva notizia è che questa presa di coscienza ha assunto proporzioni colossali, lasciandosi dietro un debito smisurato per i paesi in difficoltà e un doloroso rompicapo per l'Eurozona. Come osserva il rapporto della Nomura, la sostenibilità di un debito pubblico dipende soltanto da tre fattori: il disavanzo primario (prima degli interessi sul debito); l'effetto valanga, cioè il rapporto tra il tasso d'interesse e la prospettiva di crescita; l'impatto sul debito pubblico degli aggiustamenti "stock e flussi", cioè

la necessità di salvare le banche o la deflazione da indebitamento (forti incrementi del debito a causa di cadute dei prezzi sul mercato interno o svalutazioni della moneta quando il debito è denominato in valuta estera). Le crisi, per loro stessa natura, rendono molto più gravi tutti e tre questi fattori.

Un aspetto particolarmente importante per le prospettive di crescita, la tenuta dei conti pubblici e il pericolo di deflazione da indebitamento è che i paesi indebitati vedono calare drasticamente la competitività durante gli anni della convergenza. Tra il 1999 e il 2007 il costo unitario del lavoro è cresciuto, rispetto alla Germania, del 31% in Irlanda, del 27% in Grecia e Spagna e del 24% in Portogallo. Ci

vorrà parecchio tempo prima che questi paesi possano tornare a essere competitivi.

Il rapporto mostra alcuni dati inquietanti sulle dimensioni del risanamento che dovranno affrontare i paesi in difficoltà. Supponiamo ad esempio che l'obiettivo sia quello di arrivare a un rapporto debito/Pil del 60% (il parametro stabilito dal Trattato di Maastricht) entro il 2030. Supponiamo inoltre che il tasso di interesse superi solo dell'1% il tasso di crescita del Pil nominale: in questo caso, la riduzione del disavanzo primario strutturale tra il 2009 e il 2020 dovrebbe essere pari al 16-18% del Pil in Grecia, al 14-16% in Irlanda, al 10-12% in Spagna e all'8-10% in Portogallo. La portata della sfida è in parte spiegata dalle proporzioni del disavanzo primario iniziale: 9,8% in Grecia, 9,7% in Irlanda, 7,5% in Spagna e 5,4% in Portogallo. Non c'è da stupirsi che i mercati siano riluttanti a finanziare a condizioni sostenibili alcuni di questi paesi.

Sono sfide da far tremare i polsi. Faccio fatica a credere che si riuscirà a evitare una ristrutturazione del debito in tutti questi paesi. Trovo imperdonabile che il precedente governo irlandese abbia garantito con tanta leggerezza i debiti delle banche,



e che il resto dell'Unione europea abbia sostenuto questa decisione. È assolutamente sbagliato, per uno stato sovrano, distruggere il proprio credito per salvare i creditori delle proprie banche. E non migliora le cose - al contrario - il fatto che lo faccia per proteggere i sistemi finanziari di altri paesi.

Comunque sia, le ristrutturazioni del debito non rappresentano una minaccia mortale per l'euro. È il caso di ricordare che Grecia, Irlanda e Portogallo rappresentano solo il 6% del Pil della zona euro. La stessa Spagna rappresenta appena l'11%. E il debito pubblico in tutta Eurolandia ammonta solo all'84% del Pil, mentre il disavanzo è al 6%: una situazione, in tutti e due i casi, migliore di quella degli Stati Uniti.

La zona euro deve conseguire tre obiettivi: arrestare il panico sulla situazione delle banche e dei conti pubblici; aiutare i paesi in difficoltà a rimettere in sesto l'economia; creare un meccanismo in grado di prevenire crisi del genere in futuro. Da questo punto di vista Eurolandia ha un grande vantaggio (l'euforia da convergenza è finita) e un grande ostacolo (il fatto che alcuni stati membri si trovino in grandi difficoltà). Ci si può solo chiedere se le idee attualmente in discussione siano all'altezza di queste sfide.