

Una via d'uscita dalla gabbia dell'Euro

di Emilio Barucci e Giuseppe De Michele

Le difficoltà di un piccolo paese come la Grecia rischiano di far saltare l'euro. Colpisce l'incapacità dei leader europei e delle istituzioni comuni (Commissione e Banca centrale europea, Bce) nel fronteggiare un problema che, preso per tempo, sarebbe stato di limitate dimensioni. Aiutare la Grecia significa andare contro le regole che stanno alla base dell'Unione monetaria, pertanto rappresenta un tabù difficile da sfatare in assenza di una forte *leadership* europea. È dunque necessario capire quali siano le possibili vie d'uscita per l'Europa da una situazione che rischia di avvitarsi pericolosamente.

Ipotesi errate

Conviene innanzi tutto fare chiarezza sulle due ipotesi oggi al centro del dibattito: costruzione dall'oggi al domani di un sistema di federalismo fiscale europeo, uscita dall'euro dei paesi deboli. Ambedue le strade sembrano difficilmente praticabili soprattutto per una questione di tempistica, di consenso politico (la prima) e di costi-benefici (la seconda). Se l'euro sopravvivrà a questa crisi, ci troveremo probabilmente davanti ad un rafforzamento delle istituzioni europee nel senso del federalismo fiscale, con un'autorità centrale che avrà l'ultima parola sui bilanci nazionali. Questa innovazione, tuttavia, non potrà essere introdotta in tempi brevi, sia per i passaggi formali che richiede, sia per un problema di consenso (nella popolazione e nella classe dirigente) in tutti i paesi della Unione europea (Ue). Anche due passaggi intermedi verso il federalismo fiscale - aiuti da parte dei paesi forti ai paesi deboli in cambio di impegni sul fronte dei bilanci pubblici, emissione di *eurobonds* - sembrano oggi difficilmente praticabili. Non risolverebbero inoltre i problemi e avverrebbero al di fuori di un chiaro quadro normativo, risultando scarsamente accettabili da parte dei paesi forti.

Uscita dall'Ue

L'alternativa dell'uscita dall'euro da parte dei paesi deboli appare difficilmente praticabile (in termini di strategia, altra cosa se venisse forzata). Lo scioglimento (*breakup*) dell'Ue è un'ipotesi altamente remota - ma non impossibile - sia per ragioni politico-istituzionali che per ragioni normative. È possibile uscire dall'Ue per un paese membro? L'uscita dall'Ue è regolata dal Trattato dell'Unione europea (TUE), articolo 50. Non è possibile uscire dall'Euro area (Ea) senza una simultanea uscita dalla Ue. Il processo di uscita dalla Ue deve essere negoziato dal paese; la procedura si completa quando il Consiglio europeo la approva a maggioranza qualificata. Se la votazione fallisce, l'uscita ha effetto (nel senso che i Trattati cessano di applicarsi al paese membro che ha chiesto di uscire) due anni dopo la richiesta iniziale. I tempi sono dunque tutt'altro che rapidi. Tutto potrebbe cambiare, ovviamente, se i Trattati europei venissero riformati. Pur ammettendo che la strada dell'uscita dall'Ea fosse praticabile, potrebbe essere considerata anche vantaggiosa? I benefici per la nazione che uscisse sarebbero molto limitati e, comunque, inferiori ai costi. L'uscita di un paese debole dall'Ea sarebbe associata infatti ad una fuga di massa dei correntisti dalle banche e ad un allontanamento degli investitori nazionali ed internazionali dal paese. I mercati, razionalmente, assumerebbero infatti che l'uscita del paese periferico dall'euro determinerebbe l'introduzione di una nuova valuta nazionale con un valore tra il 30 e il 50% più basso dell'Euro. Molti dei precedenti contratti di diritto nazionale, inoltre, sarebbero probabilmente ridenominati

nella rediviva valuta nazionale. Il sistema bancario del paese uscente collasserebbe persino prima dell'uscita effettiva, con il solo effetto annuncio. Un simile evento rappresenterebbe, di fatto, un atto di *default*. È probabile anche che l'accesso ai mercati finanziari dopo il *default*, determini tassi di interesse reali e nominali più alti rispetto alla permanenza nell'Ea. Un ulteriore punto da sottolineare è che il *default* di un paese membro non implica necessariamente l'uscita dall'Euro. Un *default* (sul debito estero) è infatti possibile anche restando all'interno dell'Euro.

Bce e Efsf

Sgombrato il campo da due ipotesi non praticabili, è dunque necessario indicare quale via rimanga effettivamente percorribile. I punti di riferimento sono l'*European Financial Stability Facility* (Efsf) e la Bce. L'estrema *ratio* sarebbe la monetizzazione del debito da parte della Bce: la Banca non può infatti acquistare titoli sul mercato primario, ma può farlo su quello secondario (come sta già facendo). Si stima che la Bce goda di ampi margini per acquistare titoli governativi senza generare una fiammata inflazionistica; il problema è piuttosto rappresentato dalla sua perdita di indipendenza, una prerogativa che sarebbe assai difficile da riconquistare. Se non si vuole ricorrere a questa soluzione, l'unica ipotesi realistica rimane la ristrutturazione del debito da parte della Grecia (e di eventuali altri paesi insolventi), sostegno agli intermediari finanziari da parte dei governi e/o Efsf tramite iniezioni di capitali, acquisto di *assets*, una loro ristrutturazione (creazione di *bad bank*, conversione volontaria di debito in azioni), sostegno in termini di liquidità da parte della Bce e Efsf agli Stati in difficoltà, ma non insolventi. Per realizzare questo programma, tuttavia, è indispensabile agire in tempi rapidi. Passare tramite l'Efsf, da questo punto di vista, potrebbe essere difficoltoso in quanto il fondo sarà attivo, se va bene, solo a fine anno e deve reperire le risorse sul mercato; in secondo luogo la dotazione del fondo (440 miliardi) potrebbe essere insufficiente ad aiutare, oltre al settore finanziario, anche gli Stati in difficoltà. Un eventuale finanziamento del fondo da parte della Bce potrebbe essere la soluzione. Il punto importante da capire è che non è possibile mettere in campo soltanto il secondo e il terzo ingrediente senza passare per una ristrutturazione del debito greco. Attenzione poi a non scherzare con il fuoco: se l'Efsf non entra in gioco rapidamente, la Bce sarà davvero l'ultima spiaggia. Non è detto che tali misure si rivelino da sole sufficienti a riportare in carreggiata l'euro. Per garantire un futuro alla moneta unica è altresì necessario che le economie dei paesi membri trovino presto la strada per tornare a crescere.

Emilio Barucci è professore di Matematica Finanziaria presso il Politecnico di Milano

Giuseppe De Michele è dottorando di ricerca in Economia, Diritto e Istituzioni all'Università di Roma, Tor Vergata. .