

RIFLESSIONI DRACONIANE

Il fumo negli occhi dei mercati

di **Roberto Perotti** e **Luigi Zingales**

Per la crisi dell'area euro, i politici italiani ed europei (e parecchi economisti) accusano i mercati e la testardaggine di Angela Merkel. Accusano i mercati di aver ignorato a lungo il rischio di default, e ora magari di alimentarlo ad arte per pura speculazione. Accusano la Merkel di non essere intervenuta subito a salvare la Grecia e di continuare a opporsi a un aiuto all'Europa. Si illudono che se la Grecia fosse stata aiutata subito, oggi saremmo in una situazione diversa. In realtà è vero l'opposto.

Se in Europa la disciplina del mercato del credito in passato non ha funzionato non è colpa del mercato, ma dell'assetto istituzionale europeo. Accettando come collaterale nelle operazioni di pronto contro termine qualsiasi titolo sovrano alle stesse condizioni, indipendentemente dalla rischiosità, la Bce ha alterato le condizioni di mercato, causando una compressione degli spread tra Stati sovrani dell'area euro, e oscurando il differenziale di rischio. Quando i fondamentali sono peggiorati oltre ogni aspettativa (vedi Grecia), il mercato ha aggiustato gli spread. Se l'aggiustamento è sembrato eccessivo è solo perché si partiva da valori troppo bassi.

A questo punto la decisione da prendere era quella di distinguere tra Paesi chiaramente insolventi (Grecia, forse Portogallo e Irlanda) e Paesi che non lo sono (Italia e Spagna). Se si fosse fatto come voleva Angela Merkel e si fosse ristrutturato il debito greco la situazione oggi sarebbe diversa. Invece tutti (a cominciare dalla Bce) hanno cercato di evitare l'inevitabile default della Ue difendendo un Paese indifendibile, la sua difesa perde di credibilità. E la differenza tra l'Italia e la Grecia si offusca. Con un debito del 120% del Pil, un deficit del 4,5% e un tasso di crescita nulla, l'Italia da lungo tempo era a rischio. Le lotte interne al Governo sono state la classica goccia. Per molti la dimostrazione dell'irrazionalità dei mercati sta nel fatto che gli spread sull'Italia

sono aumentati drammaticamente nonostante non vi siano stati cambiamenti sostanziali nei fondamentali. Ma il debito pubblico italiano viene comprato perché c'è una promessa implicita che il flusso di imposte future sarà sufficiente a pagare, oltre alla spesa pubblica, anche gli interessi, e a restituire il capitale. Parte di questo patto implicito, quindi, è la capacità del Governo attuale e di quelli futuri di assicurare un flusso futuro di imposte sufficiente a coprire tutto questo. È forse sorprendente, viste le notizie sui giornali, che venerdì 8 luglio questa fiducia si sia ridotta? Forse la storia dimostrerà che i mercati oggi sbagliano, ma la loro reazione è ragionevole, e non il frutto di una cospirazione. Oggi l'Italia assomiglia di più alla Grecia rispetto a un anno fa. A differenza della Grecia, però, l'Italia è troppo grande per essere salvata.

Che fare? L'idea di salvare l'Europa permettendo al fondo di stabilità di comprare debito di tutti i Paesi a rischio ed emettere eurobond è impraticabile. Per avere qualche probabilità di funzionare, deve avere proporzioni colossali, di almeno 2 o 3 mila miliardi di euro. E si basa sull'illusione che di fronte a un Paese insolvente, alla fine non ci rimetta nessuno. Ma la matematica ci dice che qualcuno - banche, altri creditori, o contribuenti - deve rimetterci. Di fatto, è chiarissimo chi ci rimetterà di più di tutti: il contribuente tedesco. È tanto strano che i tedeschi e il loro cancelliere non vogliano assumersi il costo degli errori altrui? Se la nostra Lega chiede la secessione per gli aiuti a per Grecia, Portogallo, Irlanda, Spagna e Italia?

Cercare di forzare la Merkel su questa strada per lei giustamente inaccettabile non aiuta la causa europea, ma la distrugge. Un matrimonio forzato causa risentimento e non amore. Per questo al vertice di domani l'unica via per uscire da questo vicolo cieco è il realismo: l'Unione europea deve riconoscere il default della Grecia e accettare la posi-

zione tedesca di coinvolgere i creditori privati. Il Governo italiano può adottare una posizione costruttiva prendendo l'iniziativa in tal senso.

Questa è non solo l'unica posizione politicamente realizzabile, ma anche quella con maggiori probabilità di successo. Come tutte le decisioni a questo punto, comporta un rischio: un ulteriore rialzo degli spread spagnoli e italiani, se il mercato rivede le aspettative su un possibile salvataggio di questi Paesi da parte dell'Unione europea. Noi riteniamo che se gestito opportunamente questo rischio sia limitato: anzi, gli spread potrebbero addirittura ridursi. Il mercato sa già che se l'Italia si avvita, non può essere salvata. Le aspettative del mercato, quindi, riguardano la capacità di evitare questo avvitaamento. Più la Ue è chiara e coesa su un piano finalmente realistico, sensato e fattibile, più è credibile, e più rassicura i mercati. Questa chiarezza potrebbe essere ulteriormente aumentata se la Ue introducesse dei criteri oggettivi (di bilancio e di riforme) come preconditione per l'acquisto di titoli da parte dell'European financial stability fund. In questo modo aiuterebbe l'Italia due volte: favorendo le riforme e rendendo credibile un sostegno se queste riforme vengono fatte.

Roberto Perotti
Luigi Zingales

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Il fumo negli occhi

