

I FOCUS

**Clausola pro tedeschi
e i Paesi del Sud**

Morya Longo ▶ pagina 2

L'ANALISI

**Morya
Longo****Clausole
pro tedeschi
e i Paesi
del Sud**

La festa, ieri, è stata collettiva su tutti i mercati: Borse in rialzo, rendimenti dei titoli di Stato in caduta, euro sempre più debole. Del resto **Mario Draghi**, annunciando che stamperà moneta per 1.140 miliardi di euro entro il settembre 2016, ha stupito tutti: mediamente gli economisti si aspettavano solo 550 miliardi. Ma dopo l'euforia iniziale, un quesito ha spaccato in due "partiti" gli economisti: il fatto che il rischio del «quantitative easing» resterà in gran parte in capo alle banche centrali nazionali, che impatto può avere sui mercati e quindi sull'Unione europea? Può penalizzare i Paesi Sud, che più avevano bisogno di questo «bazooka»? Oppure no?

Facciamo un passo indietro. Ieri **Draghi** ha annunciato il tanto atteso «quantitative easing»: la **Bce** da marzo 2015 fino a settembre 2016 stamperà moneta e con questi soldi comprerà sui mercati principalmente titoli di Stato di tutti i Paesi dell'eurozona. Per evitare però che la **Bce** debba assumersi il rischio di un eventuale default di uno Stato europeo (con costi ripartiti su tutti, Germania inclusa), **Draghi** ha annunciato che gli acquisti di titoli saranno nel concreto effettuati dalle varie banche centrali nazionali. **IBT** italiani, insomma, saranno in gran parte comprati dalla **Banca d'Italia** e solo in minima parte dalla **Bce**: se l'Italia un giorno andasse ipoteticamente in default, dunque, a pagare il conto sarebbe **Bankitalia** e non la **Bce**. Questo è il succo: la manovra

monetaria è europea, ma i rischi restano in gran parte nazionali.

Se è chiara la motivazione di questa ripartizione (la Germania mai avrebbe accettato il «bazooka»), non sono affatto chiare le sue conseguenze. Su questo gli economisti sono divisi in due "partiti". Alcuni ritengono che non ci sia alcun impatto negativo concreto, né sui mercati né sull'Unione europea. Sono di questa opinione per esempio **Alberto Gallo** di **Rbs** («la ripartizione dei rischi rende anzi più agevole l'aumento di importo del quantitative easing qualora ce ne fosse bisogno»), il professor **Franco Bruni** («non si tratta di un grave problema perché la moneta che viene creata è fungibile in tutti i paesi») e molti economisti. Altri invece ritengono che un problema ci sia: per esempio gli analisti di **Barclays** («questo può ridurre l'efficacia del **Qe**, soprattutto per i Paesi periferici») o quelli di **SocGen**.

La realtà sta probabilmente nel mezzo. Fin che nei Paesi più indebitati non scoppia una crisi, il problema è puramente teorico. Dunque ininfluente. Qualche dubbio può venire guardando al lungo periodo, se qualche crisi dovesse mettere un giorno sotto pressione uno dei Paesi più deboli. In questo scenario futuribile, si potrebbe infatti arrivare al paradosso che il Paese in crisi dovrebbe salvare e ricapitalizzare la Banca centrale nazionale che ha comprato i suoi stessi titoli di Stato. Oppure, se passasse il principio che la banca centrale nazionale non deve incassare perdite, si potrebbe verificare lo scenario paventato da **SocGen**: in caso di crisi dello Stato gli investitori privati sarebbero costretti a subire perdite "doppie", per evitare minusvalenze alla banca centrale. In entrambi i casi la crisi dello Stato verrebbe acuita. Come in un vortice.

Ma anche questi scenari futuribili - descritti da vari economisti ieri - sono probabilmente solo teorici.

Perché non tengono conto di un fattore: che, nonostante tutto, l'Europa è e resta unita. Nel caso in cui uno Stato finisse in crisi, infatti, prima di andare in default o di dover ricapitalizzare la propria banca centrale potrebbe accedere al programma di salvataggio «Omt» della stessa **Bce**: in questo caso la **Bce** inizierebbe a comprare i suoi titoli di Stato con questo diverso programma e le perdite verrebbero automaticamente mutualizzate tra tutti gli Stati. Con buona pace della Germania, che ha fatto di tutto per boicottare l'«Omt». Anche le banche del Paese eventualmente in crisi potrebbero accedere ai fondi di emergenza della **Bce** (**Ela**), riportando in Europa i costi.

Cerchiamo dunque di tirare le somme. La ripartizione dei rischi descritta ieri da **Draghi** è solo il frutto di un compromesso politico: è solo la merce di scambio necessaria per azionare veramente il tanto atteso «bazooka». Certo, l'Europa non fa una bella figura, perché mostra ancora una volta le sue divisioni interne. Questo non aiuta la fiducia degli investitori. Nei fatti, però, le conseguenze negative potrebbero restare puramente teoriche e non pratiche: perché l'Europa, e la stessa **Bce**, ha molti altri «salvagenti» che - pur soggetti a condizioni pesanti per chi li attiva - servono proprio per evitare i crack e per mutualizzare la crisi di Stati e banche. Questo la Germania dovrebbe capire: fin che l'Europa resta unita, è molto difficile separare veramente le sorti dei singoli Stati. Salta uno, saltano tutti.

m.longo@ilssole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA

