

**Come leggere la crisi****IL CONTAGIO  
DA EVITARE**

Voto in Grecia, crisi delle banche spagnole e pericolo recessione: tre mine da disinnescare in tempi rapidi

Morya Longo ▶ pagina 2

**DOVE SI RISCHIA  
LA ROTTURA**

Dal fondo Ue sui depositi all'unione fiscale: tutti i nodi da sciogliere per salvare la moneta unica

Alessandro Merli ▶ pagine 10-11

**I TUOI  
RISPARMI**

Come arginare il rischio contagio con la diversificazione: la protezione anti-crisi dalle valute all'oro, dalle azioni alle obbligazioni

Frisono, Gennai, lo Conte ▶ pagina 12

## Speciale salviamo l'euro

### I NODI PER LA SVOLTA

**SCHNELL,  
FRAU  
MERKEL**


# L'effetto-domino in Europa

## Tre «mine» da disinnescare

### Gli spauracchi del mercato: banche spagnole, elezioni greche, recessione

Morya Longo

«Ci hanno vietato di dirlo ai clienti, ma noi abbiamo già pronto un piano d'emergenza da azionare nell'eventualità che l'euro sparisca». Dietro le quinte, ma soprattutto dietro anonimato, il banchiere di uno dei principali istituti europei lo conferma: nessuno lo auspica, nessuno lo ritiene lo scenario più probabile, ma tutti si stanno preparando al peggio. E sarebbe incredibile se così non fosse: con l'ennesimo aiuto in extremis, quello deciso domenica per le banche spagnole, l'Europa si trova ormai senza quasi più reti di salvataggio (stanno per finire i soldi stanziati nei fondi salva-Stati) ma con problemi sempre maggiori.

Gli economisti sono infatti convinti che presto andrà salvato l'intero Stato spagnolo, non solo le sue banche. Temono che prima o poi, se lo stress sul mercato doves-

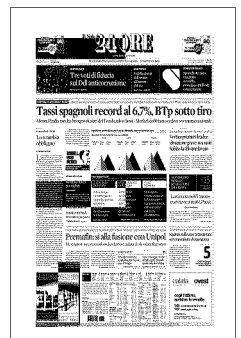
se perdurare, anche l'Italia possa necessitare di sostegno. Guardano poi con apprensione alle elezioni in Grecia di domenica, senza escludere una sua uscita dall'euro. E hanno paura della recessione. Insomma: se l'Europa non si muove con un piano complessivo, che affronti il problema alla radice, l'effetto domino potrebbe diventare incontrollabile. Potrebbe partire dalla Spagna, dalla Grecia, dalla recessione. Oppure da tutti e tre contemporaneamente: sono queste le tre mine da disinnescare, per evitare che l'effetto domino vada a colpire tutta l'Europa.

#### Dalla Spagna all'Europa

La mina più recente è quella spagnola. Può infatti sembrare incredibile che le Borse e i titoli di Stato abbiano esasperato il crollo proprio dopo l'annunciato salvataggio delle banche iberiche, ma le

modalità con cui sarà lanciato il salvagente a Madrid preoccupano più dei problemi che il salvagente stesso deve risolvere. Il primo nodo è che la Spagna, ricevendo i 100 miliardi per aiutare le sue banche, aumenterà il debito pubblico: un debito che alla fine del 2010 si attestava al 61,2% del Pil (in linea con i vecchi parametri di Maastricht), ora viaggia verso il 90-95% del Pil. C'è chi, come il Credit Suisse, lo stima al 106% del Pil nel 2014. Percentuale certo più bassa del 121% italiano, ma preoccupante per la dinamica: calcola Credit Suisse che a quel punto servirebbe una stretta fiscale pari al 9% del Pil solo per evitare ulteriori aumenti del debito.

Questa prospettiva penalizza i titoli di Stato spagnoli: scendono i prezzi, salgono i rendimenti. E questo di conseguenza penalizza le banche iberiche, che da novembre ad aprile hanno comprato cir-



■ SELPRESS ■  
www.selpress.com

### ATENE ALLE URNE

Dall'esito elettorale il rischio che il Paese prima o poi sia costretto a lasciare l'euro con conseguenze ignote per tutta l'Unione

ca 90 miliardi di euro di titoli di Stato locali portando il totale nel loro bilancio a 261 miliardi (dati Bce). Ovvio la conseguenza: come minimo d'ora in avanti le banche ridurranno gli acquisti di nuovi titoli di Stato spagnoli. E questo è un ulteriore problema: gli istituti iberici sono ormai i principali acquirenti di titoli di Stato di Madrid (ormai solo il 37,5% del debito spagnolo, stima Morgan Stanley, è fuori dai confini nazionali). Se anche le banche di "casa" riducessero gli acquisti, dunque, il Governo rischierebbe di faticare a rifinanziare il debito.

Ecco perché tanti economisti sono convinti che presto o tardi sarà il Governo spagnolo a necessitare di aiuti. Le stime sono le più disparate (350 miliardi totali secondo J.M. Morgan), ma tutte giungono alla stessa conclusione: se questo accadesse, i soldi esistenti nei due fondi salva-Stati (chiamati Efsf e Esm) finirebbero. Insomma: non resterebbe nulla per l'Italia o per altri. Ecco perché il domino (o meglio, la paura) ora colpisce proprio l'Italia. Ecco perché a crollare sono anche i Btp e le banche (piene in bilancio di Btp): si trovano improvvisamente nella bufera e senza protezioni.

Ma c'è dell'altro. Se l'aiuto alle banche spagnole arrivasse dal "vecchio" fondo salva-Stati (Efsf), aumenterebbero pro-quota i debiti pubblici di tutti gli Stati europei. Italia inclusa. Calcola Citigroup che, anche a causa della recessione, il debito del nostro Paese potrebbe raggiungere il 137% nel 2014. Se invece l'aiuto arrivasse dal "nuovo" fondo salva-Stati (Esm), il problema sarebbe un altro: il debito della Spagna verso questo fondo sarebbe sovraordinato rispetto ai debiti verso gli investitori. Questo significa che se la Spagna un giorno andasse in default, gli investitori sarebbero rimborsati dopo il fondo Esm. Ovvio la conseguenza: gli investitori trovano sempre meno appetibili i bond spagnoli. E, di conseguenza, anche quelli italiani che potrebbero - ai loro occhi - trovarsi un giorno nella stessa situazione. Questo è l'effetto domino: comunque vada il salvataggio della Spagna, l'Italia rischia di uscirne penalizzata. «Ci aspettiamo che l'Italia avrà bi-

sogno di aiuto», scrivono gli economisti di Citigroup. Peccato che non ci sono i soldi. E che il domino colpirebbe poi l'Europa intera.

### Grecia e recessione

Ci sono poi altre due mine vaganti. La prima è Atene. Domenica il popolo greco andrà a votare e se emergesse una maggioranza anti-austerità, il rischio è che la Grecia prima o poi sia costretta ad abbandonare l'euro. Questo creerebbe un precedente inimmaginabile: fino ad oggi non è mai esistita la possibilità, neppure tecnica, che un Paese abbandoni la valuta europea. Se la Grecia trovasse il modo per farlo, gli investitori sarebbero autorizzati a pensare che anche altri Stati potrebbero seguirne le orme. Non importa quanto questa ipotesi sia concreta oppure no. Importa il suo effetto psicologico: gli investitori internazionali sarebbero indotti a ritirare i depositi dalle banche dei Paesi deboli, temendo di ritrovarsi un giorno in lire o pesetas. In Spagna è già realtà: nei primi tre mesi dell'anno sono usciti dalle banche 97 miliardi di euro. In Italia (si veda il grafico sopra) ancora no. Ma se l'emorragia continuasse, sarebbero necessari aiuti ulteriori: ma i soldi, come detto, scarseggiano.

Ad aggravare tutto c'è poi la recessione. Da un lato aumenta la disoccupazione, il disagio sociale, i fallimenti aziendali, i crediti dubbi delle banche. Dall'altro riduce le entrate fiscali degli Stati, peggiorando i loro indicatori economici. Ma, soprattutto, aumenta il gap che esiste tra la Germania e i Paesi più deboli. Gap che, a ben guardare, è iniziato con la nascita dell'euro: se si confronta per esempio la produzione industriale italiana con quella tedesca (si veda grafico a fianco), si scopre che dalla nascita dell'euro l'Italia ha perso circa 25 punti percentuali (usando il 2000 come base di partenza) mentre la Germania ne ha guadagnati circa 15. Non solo. In Italia l'energia costa 70 euro mwh, in Germania 47,7. In Italia le imprese si finanziano a tassi molto più alti di quelle tedesche. Insomma: il gap è così ampio, che un Paese come l'Italia (ma non solo) fatterà a recuperare competitività. E questo non fa altro che peggiorare la situazione. E la paura del domino.

m.longo@ilsole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA



**Incognite sul Vecchio Continente.**  
I Paesi chiamati a superare la crisi



### Efsf-Esm

● L'Efsf è il fondo di stabilità europeo creato nel maggio 2010 tra i Paesi dell'Eurozona. La dotazione iniziale di 255 miliardi è stata portata a 440 dall'Eurogruppo. Il fondo può emettere bond per finanziare gli Stati in difficoltà. L'Esm è lo strumento di assistenza finanziaria dell'area euro. Avrà una capacità di 500 miliardi a disposizione dei Paesi in difficoltà finanziaria

■ SELPRESS ■  
www.selpress.com

## L'appello del Sole

- 1** **GARANZIA UNICA SUI DEPOSITI BANCARI.** *A chi solleva problemi morali, non del tutto infondati, sulla sua introduzione, va spiegato che, in assenza di questo strumento, rischia di pagare di più anche chi si è comportato bene.*

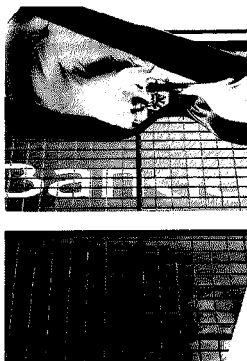
## L'appello del Sole

- 2** **ACCESSO DIRETTO AL FONDO EFSF.** *Serve un accesso diretto al Fondo salva-Stati (Efsf) da parte degli istituti di credito. Le turbolenze sui mercati dimostrano che questo è un passaggio essenziale per risolvere la crisi dell'Eurozona.*

- 3** **UNIFICAZIONE DEI DEBITI PUBBLICI.** *L'unificazione dei debiti pubblici europei deve avvenire differenziando il carico degli interessi Paese per Paese. Ciò permetterà di neutralizzare gli effetti della speculazione sui tassi dei titoli sovrani dei Paesi del Sud Europa.*

## Le sfide dell'Eurozona

### SPAGNA



### SITUAZIONE ATTUALE

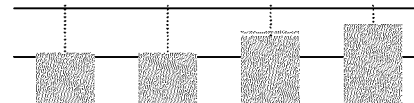
L'annunciato salvataggio delle banche spagnole per 100 miliardi, con modalità ancora da definire, ha creato il timore di un effetto domino. Innanzitutto perché la Spagna aumenterà il suo debito pubblico di 100 miliardi: Credit Suisse lo stima al 106% del Pil entro il 2014. Inoltre perché, se per salvare le banche spagnole si usasse il fondo salva-Stati Efsf, aumenterebbe il debito anche degli altri Stati europei. Italia inclusa. Se invece si utilizzasse il fondo Esm, il problema sarebbe un altro: il finanziamento del fondo sarebbe sovra-ordinato rispetto ai bond spagnoli. Questo indurrebbe la fuga dai bond spagnoli e, di riflesso, italiani. Creando il domino.

### IL POSSIBILE EFFETTO DOMINO

L'aumento del debito pubblico spagnolo induce gli economisti a ritenere che presto anche il Governo di Madrid potrebbe necessitare di aiuti.

### RAPPORTO DEBITO PUBBLICO/PIL IN SPAGNA

2011	2012*	2012**	2014***
68,5%	79,8	90-95%	106,0%



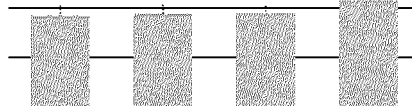
(\*) Stima governo (\*\*) Stima di mercato  
(\*\*\*) Stima Credit Suisse

### IL DOMINO SI ESTENDE

Se la Spagna ottenesse altri aiuti, finirebbero i soldi dei fondi salva-Stati. E l'Italia, che ha un debito elevato, non avrebbe più "copertura".

### RAPPORTO DEBITO PUBBLICO/PIL IN ITALIA

2010	2011	2012*	2014**
118,6%	120,1%	121	137,0%



(\*) Stima Morgan Stanley (\*\*) Stima Citigroup

■ SELPRESS ■  
www.selpress.com

## Le sfide dell'Eurozona

### GRECIA



Domenica si tengono le elezioni. Alla precedente tornata elettorale, erano emersi partiti come Syriza contrari all'austerità.

#### I RISULTATI ELETTORALI

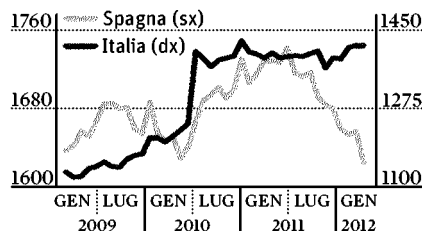
Voti in % alle consultazioni del 6 maggio

Nea Dimokratia	18,9
Syriza	16,8
Pasok	13,2
Greci Indipendenti	10,6
Partito Comunista	8,5
Alba d'Oro	7,0
Sinistra Democratica	6,1

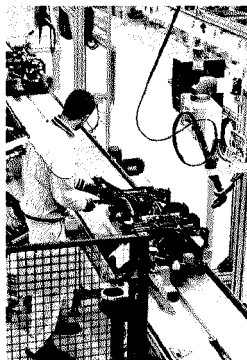
L'esito delle elezioni greche rappresenta una grande incertezza per i mercati. Se uscisse una maggioranza anti-austerità e alla fine la Grecia fosse indotta ad abbandonare l'euro, il rischio sarebbe di un effetto domino in tutta Europa. I depositi bancari (come si vede nel grafico a fianco) già sono diminuiti in Spagna, per il timore di una loro eventuale ridenominazione in pesetas. Il rischio è che, senza una piano forte in Europa per contrastare il contagio, i mercati mettano sotto tale stress finanziario alcuni Stati (tra i quali l'Italia) da indurli a chiedere aiuti internazionali. Il problema è che i soldi nei fondi salva-Stati non bastano.

Se la Grecia uscisse dall'euro, si potrebbe innescare una fuga dei depositi dalle banche periferiche (già in atto in Spagna).

#### FUGA DI DEPOSITI DALLA SPAGNA. In miliardi

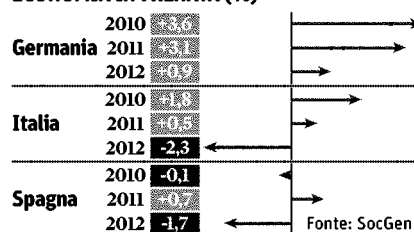


### RECESSIONE



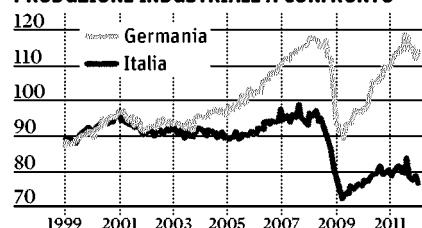
La recessione in molti paesi europei è già la realtà: questo rischia di peggiorare, tra l'altro, anche gli indicatori debito/pil e deficit/pil

#### ECONOMIA IN FRENATA (%)



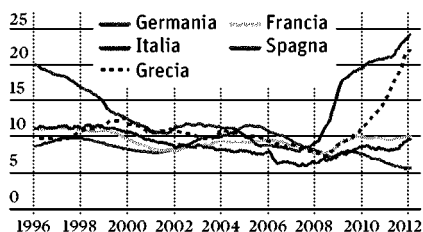
In realtà i Paesi periferici già da anni arrancano. Sotto si vede l'andamento della produzione industriale in Italia e Germania dal 2000.

#### PRODUZIONE INDUSTRIALE A CONFRONTO



Il domino va a colpire anche la popolazione. Nei Paesi deboli aumenta la disoccupazione (grafico sotto), mentre in Germania è ai minimi.

#### LA DISOCCUPAZIONE

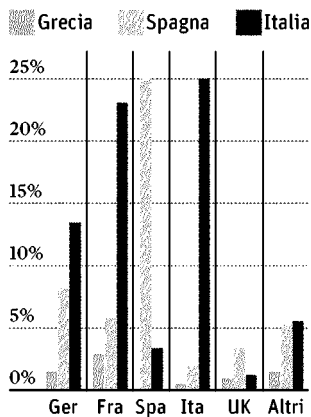


■ SELPRESS ■  
www.selpress.com

## Gli scenari

### - Negativo

#### COSTO DIRETTO DEL DEFAULT

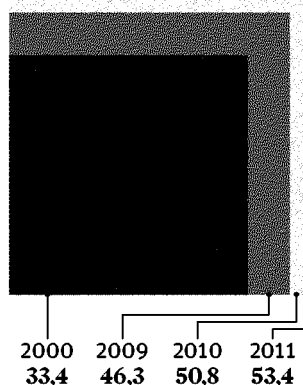


Fonte: Nomura

Gli scenari negativi ipotizzati dagli economisti indicano anche gli effetti dei default di Stati. Sopra si vede il costo, in termini di capitale per le banche tedesche ecc. di eventuali default sovrani. Questi sono i costi diretti. Quelli indiretti, derivanti dal contagio, sarebbero più elevati.

#### L'EFFETTO SULLA GERMANIA

Export tedesco in % sul Pil

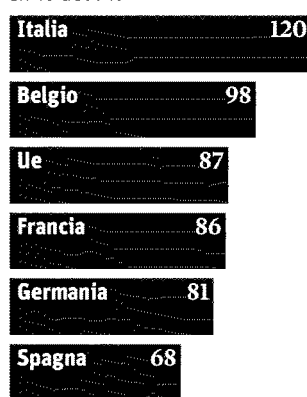


Fonte: Eurostat

In caso di prolungata crisi europea, soffrirebbe anche la Germania, il cui Pil (come si vede nel grafico) è per il 53,4% prodotto dalle esportazioni. Di queste, il 60% è verso i Paesi europei. La recessione Ue, causata anche dall'austerità, penalizza dunque la Germania.

### + Positivo

#### IL DEBITO PUBBLICO IN EUROPA

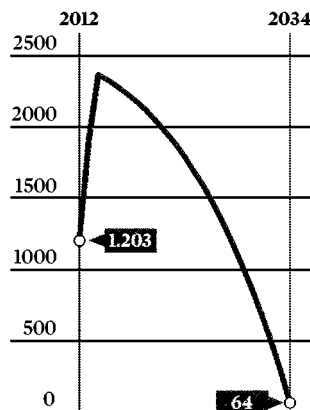


Fonte: Credit Suisse Eurostat

La Grecia che resta aggrappata all'euro e la Spagna che riesce a tappare le falle delle proprie banche, senza chiedere a sua volta ulteriori aiuti all'Ue, sono due eventi che in sé potrebbero scongiurare il rischio domino nell'immediato.

#### L'EXTRA DEBITO

Stime in miliardi di euro



Fonte: Morgan Stanley

Senza riforme strutturali l'effetto potrebbe però risultare effimero. Tra le proposte anche l'ipotesi di far confluire i debiti degli stati europei che eccedono il 60% sul Pil in un unico fondo (Erf). In questo modo l'extra-debito si ridurrebbe da 1.200 a soli 64 miliardi entro il 2034.