

UNIVERSITA' DI BARI
DIPARTIMENTO DI SCIENZE POLITICHE

MODULO 16

La crisi dell'euro

Lettura consigliata per i moduli 16 e 17: Adam Tooze, 2008-28. *Lo schianto. Come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Mondadori, 2018, capp. 4, 14, 15, 17, 18, 22

CORSO DI POLITICHE ECONOMICHE EUROPEE

2019-20

Prof. Gianfranco Viesti

«Mentre gli Stati Uniti iniziavano a stabilizzarsi, in Europa la crisi bancaria del 2008 si sarebbe fusa un anno più tardi con una nuova crisi: il panico nel mercato del debito pubblico dell'eurozona.

Il nesso fra la crisi dei subprime e la crisi dell'eurozona fu la fragilità degli stati patrimoniali delle banche.

Se la BCE fosse stata una banca centrale come la Fed o la Bank of England, non ci sarebbe stato alcun bisogno di una crisi del debito sovrano; tutto quello che la BCE avrebbe dovuto fare era quello che fanno le banche centrali di tutto il mondo: comprare obbligazioni sovrane.

La crisi finanziaria europea era semplicemente troppo vasta e troppo interconnessa per gestirla su base nazionale. Il «prolunga e fingi» aveva solo trasformato le crisi bancarie in crisi fiscali»

Adam Tooze, Lo schianto, pagg. 352 e 504

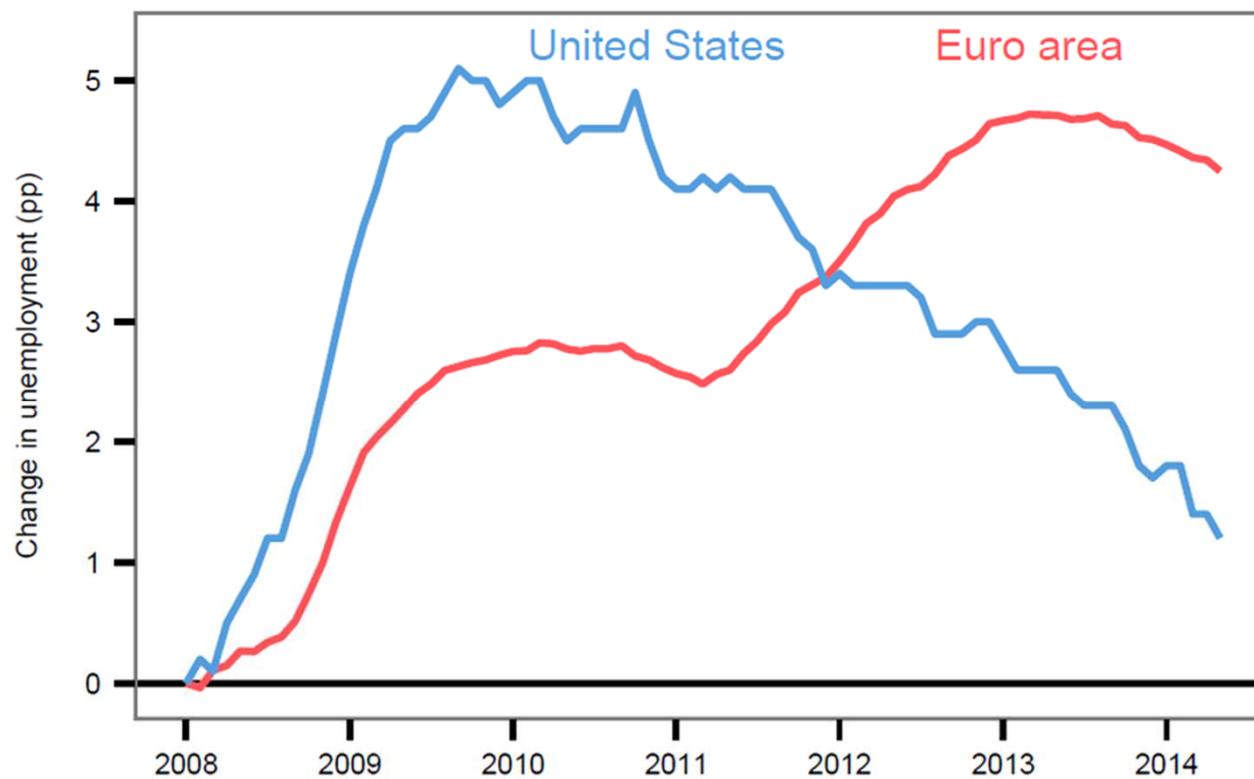
Quando la congiuntura sembra internazionale migliorare, e la grande crisi essere ormai alle spalle, scoppia in Europa una seconda grande crisi.

Essa non è più internazionale, ma fortemente concentrata nell'area euro. Essa parte dalla crisi bancaria e dei bilanci pubblici, ma è strettamente legata:

- all'andamento delle economie dopo l'avvio dell'euro
- Alle regole macroeconomiche europee

Change in the unemployment rate since 2008

The euro area and the US



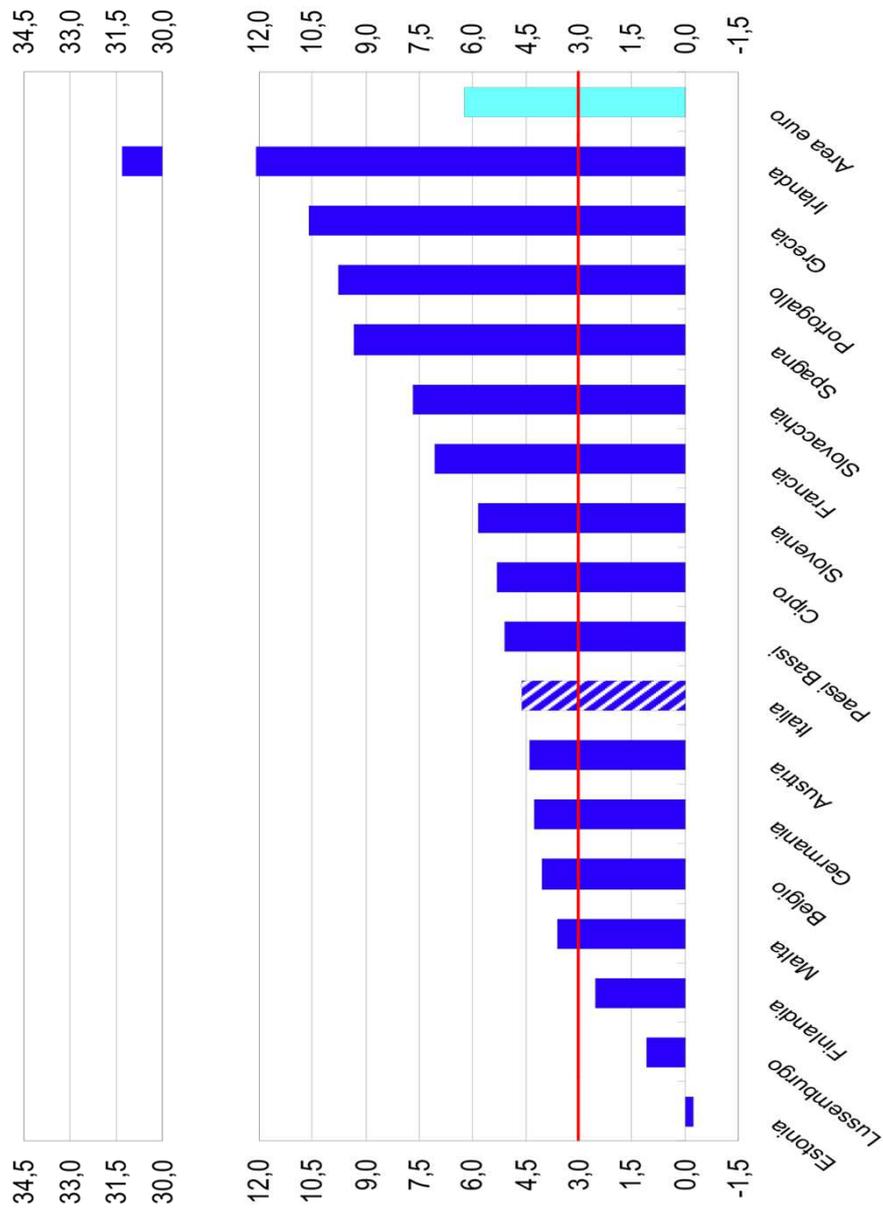
Source: Draghi (2014)

A seguito della crisi economica e finanziaria internazionale, in Europa, tutti i paesi affrontano una profonda recessione nel corso del 2009. Ma anche grazie agli interventi di politica fiscale (assai minori in Italia) a partire dal 2010 la situazione economica inizia a migliorare.

I singoli governi sono però pesantemente intervenuti nel salvataggio del settore bancario e nel sostegno dell'economia, con deficit pubblici ben al di là del limite del 3%.

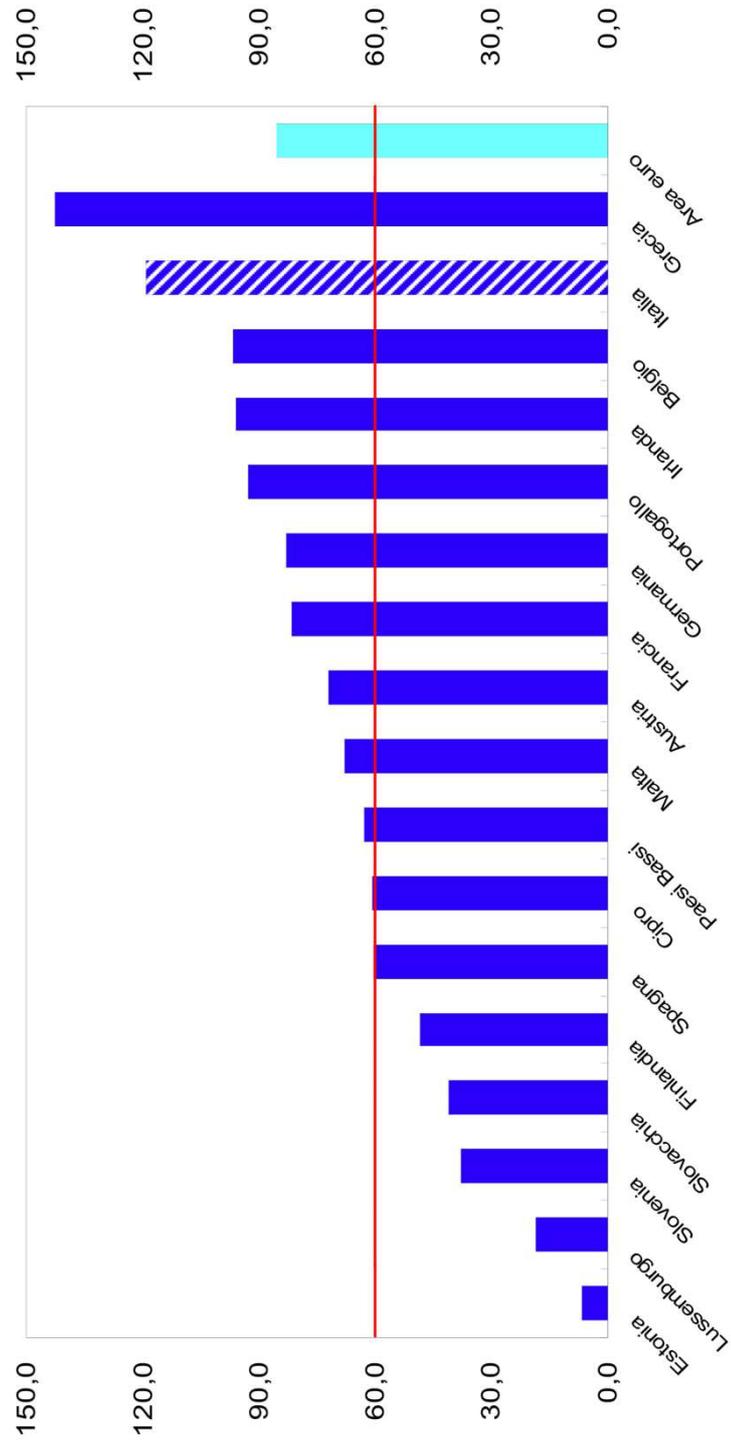
Nel 2010 la media del deficit nell'area dell'euro tocca il 6%, con punte del 31% in Irlanda (enorme salvataggio bancario) e oltre il 9% in Spagna, Portogallo e Grecia. Il debito si impenna in molti paesi

**Indebitamento netto (+) o accreditamento netto (-)
nei paesi dell'area dell'euro nel 2010**
(in percentuale del PIL)



Fonte: Eurostat, comunicato stampa del 21 ottobre 2011.

Debito pubblico lordo nei paesi dell'area dell'euro nel 2010 (in percentuale del PIL)

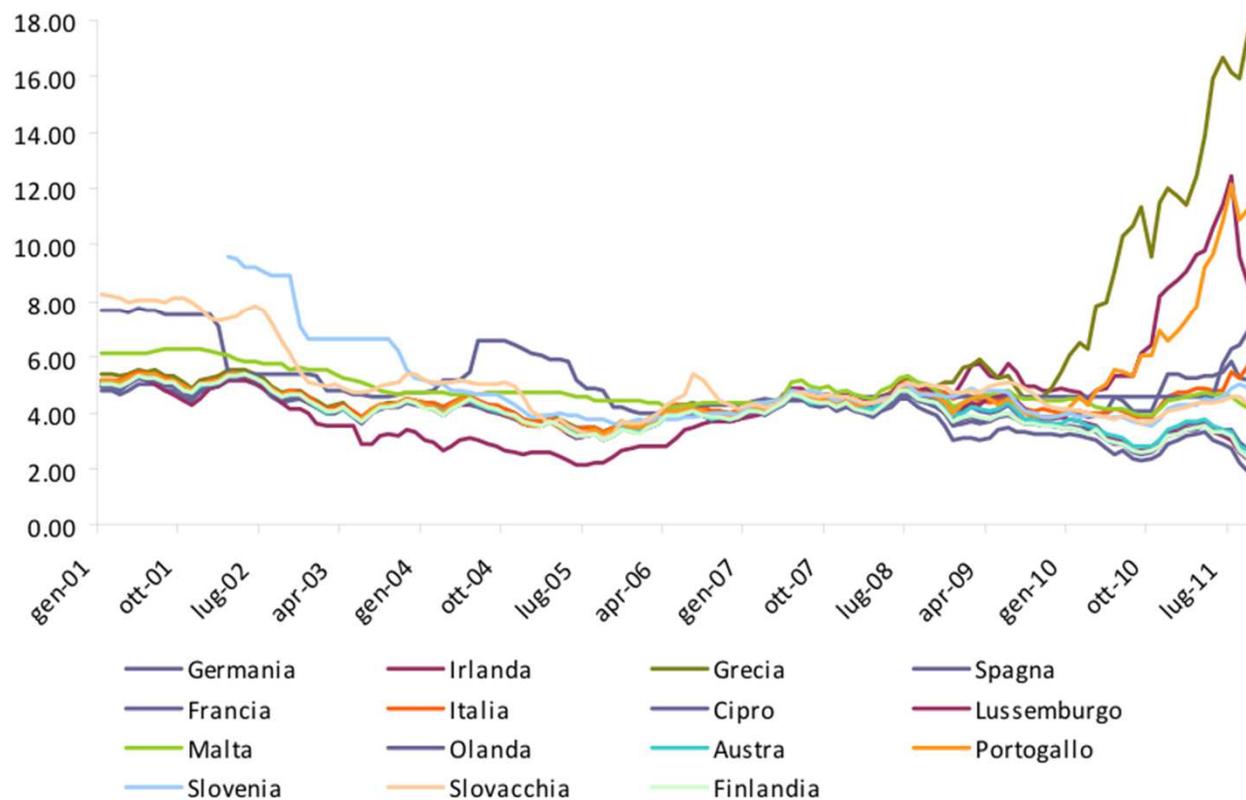


Fonte: Eurostat, comunicato stampa del 21 ottobre 2011.

La crisi si manifesta in particolare sotto forma di ripetuti, successivi ampliamenti dello spread (differenza nei tassi di interesse) dei titoli spagnoli e italiani rispetto al tasso sui titoli di stato (bund) tedeschi a lungo termine, che si aggiungono all'aumento dello spread di Grecia, Portogallo, Irlanda.

Si creano timori di “rottura” dell'euro e di uscita di alcuni paesi dalla moneta unica

Tassi d'interesse sui titoli di Stato (scadenza decennale)



Fonte: ECB.

La crisi internazionale diviene crisi dell'euro.

Vediamo che cosa accade e perché.

Perché la crisi finanziaria e la recessione internazionale si trasformano in crisi della finanza pubblica in Europa e mettono a rischio lo stesso euro?

I motivi sono da ricercare, oltre che nell'eccezionalità della crisi economica, nelle specifiche debolezze dell'Eurozona.

Le radici della crisi

I Trattati di Maastricht, Amsterdam e Lisbona non prevedono il rafforzamento del bilancio federale europeo. La politica fiscale resta nelle mani degli Stati Membri. La gestione del settore bancario è in capo agli stati nazionali

Ci si era convinti che l'integrazione economica avrebbe progressivamente ridotto l'entità e la frequenza degli shock asimmetrici.

La maggior preoccupazione delle regole europee era individuare vincoli alle politiche di bilancio dei paesi dell'Unione Monetaria (UM), deficit e debito pubblico, in modo da evitare squilibri di finanza pubblica non fronteggiabili dalla BCE cui è fatto esplicito divieto di finanziare i debiti sovrani (clausola *no bail-out*).

Per 20 anni la politica di bilancio è stata sinonimo di disciplina fiscale.

La crisi internazionale porta alla luce le fragilità e gli squilibri esistenti all'interno della zona euro.

Si tratta, di un duplice squilibrio:

- da un lato *nella competitività*, nella crescita e quindi nella bilancia commerciale e nei movimenti di capitale (la bilancia dei pagamenti è sempre in equilibrio! Ad un deficit commerciale corrisponde sempre un afflusso di capitali, e viceversa)
- dall'altro di *squilibri di bilancio pubblico*, che hanno origini diverse nei paesi dell'eurozona

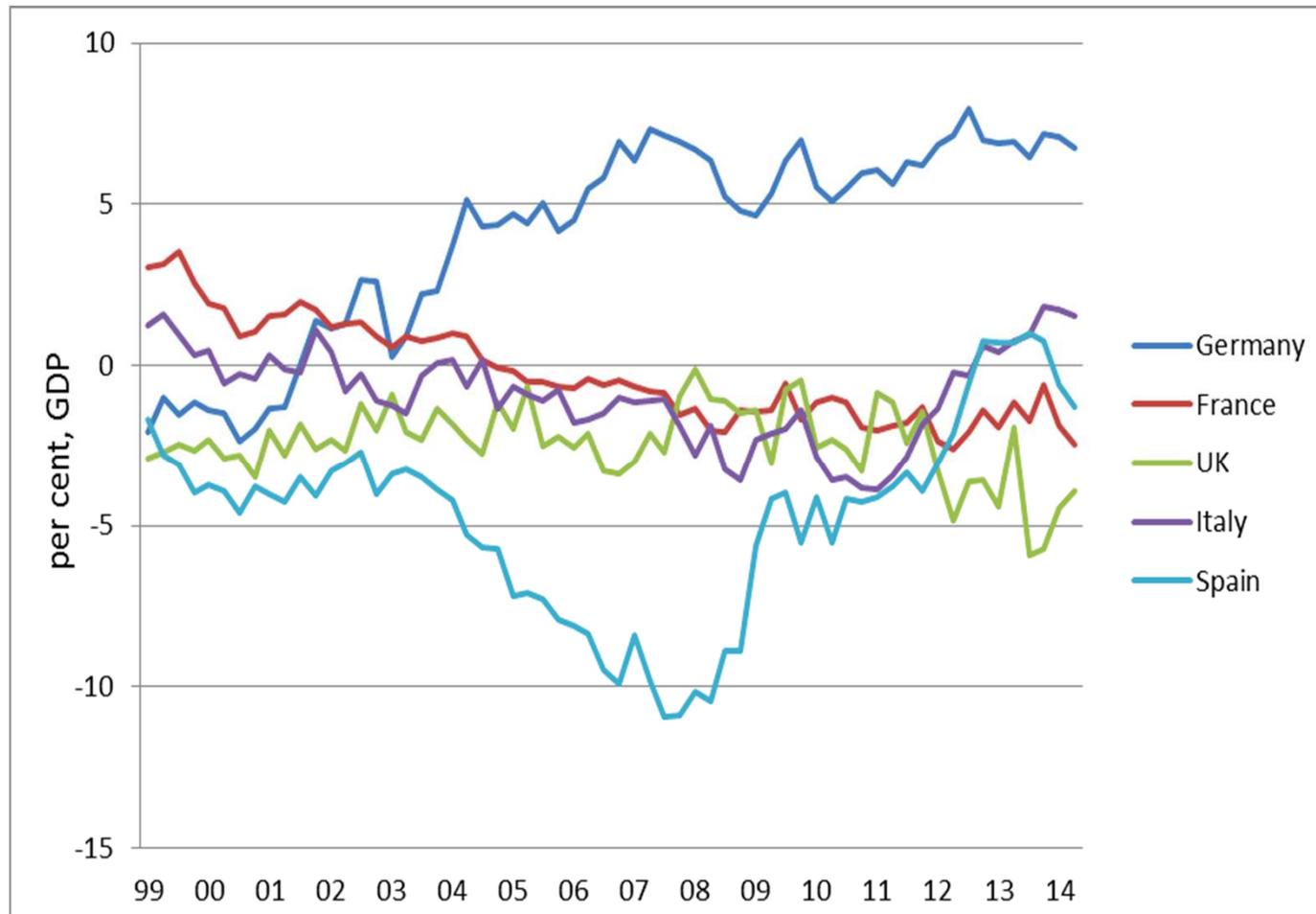
GLI SQUILIBRI NELLE BILANCE COMMERCIALI E NEI MOVIMENTI DI CAPITALI

Dall'avvio dell'euro si crea una netta divisione all'interno dell'eurozona fra paesi stabilmente in deficit di bilancia commerciale (Spagna, Portogallo, Grecia) e paesi stabilmente in surplus (Germania, Olanda).

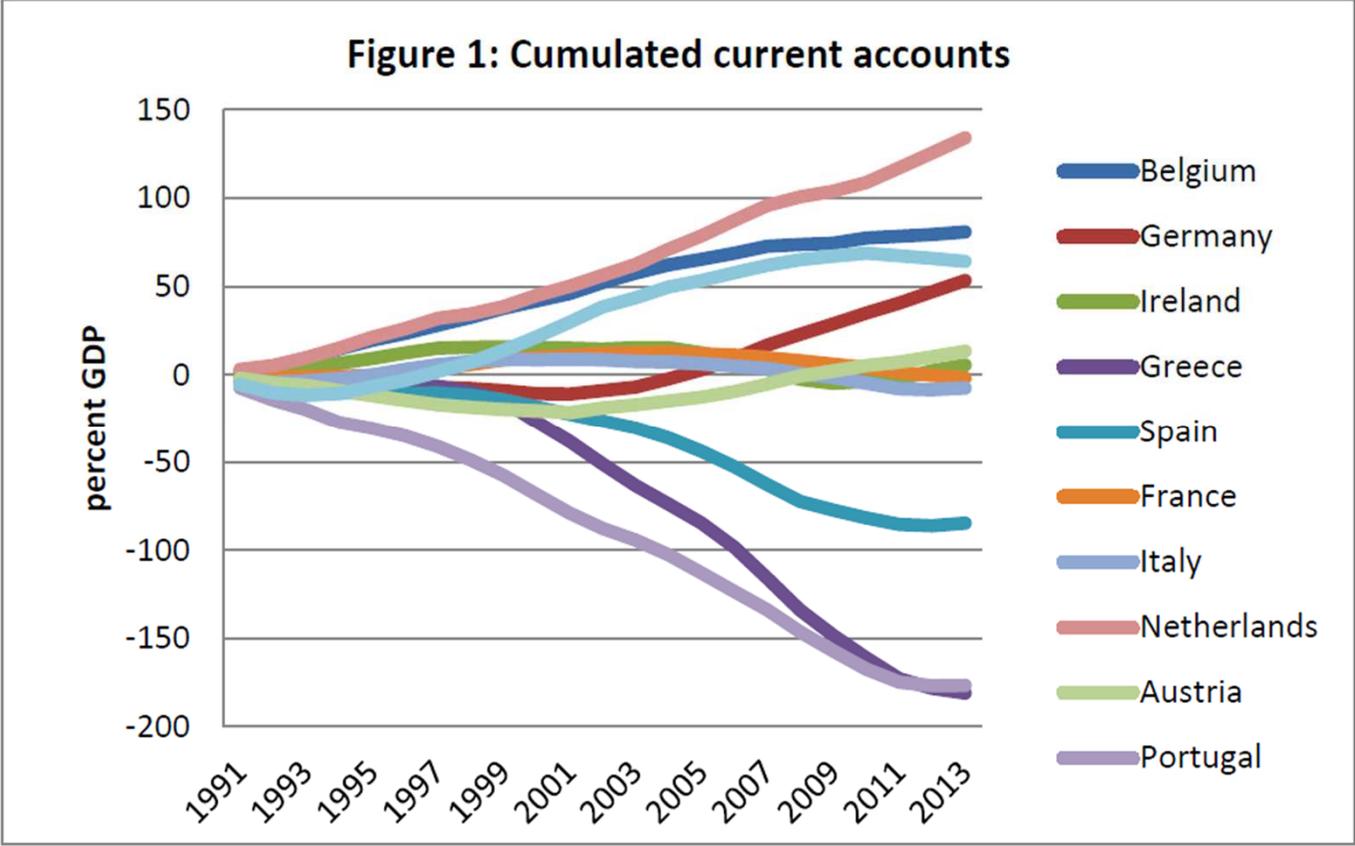
I deficit/surplus annuali sono persistenti e si cumulano nel tempo

Ad essi si fa fronte con movimenti di capitali (prestiti) dai paesi in surplus a quelli in deficit. Questi flussi di capitali si sommano nel tempo e danno vita ad un significativo indebitamento.

Current account balance 1999-2014



Source: Tilford (2014)



De Grauwe 2014, tab 1

Nel decennio ci sono state divergenze nelle performances dei paesi dell'euro.

In Germania è cresciuta la produttività, i costi di produzione sono rimasti stabili o sono diminuiti e l'inflazione è stata minore, e quindi sono aumentate le esportazioni, ma molto meno l'import, con un persistente, crescente saldo positivo della bilancia commerciale

Perchè la Germania (considerata “il malato d’Europa” a inizio secolo) ha aumentato tanto la competitività del proprio export rispetto ai paesi della periferia dell’euro?

Più fattori:

Una notevole moderazione salariale, grazie anche agli incisivi cambiamenti sul mercato del lavoro introdotti dai governi Schroeder ad inizio anni 2000 (Riforme Hartz)

L'accettazione da parte dei sindacati di incrementi salariali molto modesti, inferiori a quelli della produttività

Questo si somma alla persistente grande forza tecnologica e innovativa dell'industria tedesca: investimenti in ricerca, diffusione dell'innovazione, specializzazione su beni di investimento e nella filiera automotive

E alla riorganizzazione della produzione nei lander orientali e soprattutto nell'Europa dell'Est, attraverso catene globali del valori, con salari e costi di produzione molto inferiori, per la produzione di parti e componenti poi integrati nei prodotti tedeschi

A partire dal 1998, cioè dalla fissazione irrevocabile dei tassi di cambio tra le valute dei paesi aderenti all'Euro, c'è stata invece una crescita dei costi di produzione nei paesi periferici e in Italia, mentre gli stessi costi sono rimasti sostanzialmente invariati in Germania

Inoltre, i tassi d'inflazione nei paesi UME, sebbene si siano ridotti con l'introduzione dell'Euro, mostrano comunque differenze fra Stati membri, più alti nei paesi periferici.

Le piccole differenze annuali nell'inflazione, con la moneta unica, si sommano nel tempo e rendono progressivamente più convenienti i prodotti tedeschi e meno convenienti quelli dei paesi mediterranei.

Fattore decisivo è tuttavia l'euro, che elimina cambi intra-eurozona.

Senza l'euro, un surplus commerciale avrebbe portato alla rivalutazione del marco (a causa della forte domanda di marchi necessari per acquistare prodotti tedeschi) riducendo così la competitività di prezzo all'export tedesco (come avveniva negli anni 90) e riequilibrando le bilance commerciali

Inoltre, nei paesi periferici crescono gli incentivi a indebitarsi, poiché, il tasso d'interesse nominale fissato dalla BCE è molto basso (e il tasso d'interesse reale è ancora minore in questi paesi, dove il tasso d'inflazione è più alto).

Indebitarsi, per finanziare le importazioni, costa molto poco.

A questo deficit commerciale si fa fronte attraverso un surplus dei movimenti di capitale (la BP è sempre in pareggio!), sotto forma di prestiti.

I prestiti sono prevalentemente forniti dalle banche dei paesi dell'Europa centro settentrionale, in particolare tedesche e francesi, che destinano ingenti risorse ai paesi della periferia, sia ai privati, sia ai Governi, acquistando titoli privati e pubblici.

Sia i debitori, sia i creditori, accettano il rischio di questi prestiti, perché entrambi sono convinti che, i paesi che si indebitano saranno in grado di pagare regolarmente gli interessi (bassi, perché i tassi sono bassi) e di restituire il capitale.

In particolare alla Germania conviene trasformare il proprio avanzo commerciale in prestiti ai paesi del Sud Europa, perché così li finanzia e li mette in condizione di continuare ad acquistare le proprie merci

L'afflusso notevole di prestiti non si trasforma però in investimenti in grado di determinare un miglioramento della bilancia commerciale.

Essi vengono utilizzati principalmente dal settore pubblico (Grecia) e dal settore immobiliare (Spagna, Irlanda) e non aumentano la competitività dell'industria e quindi la capacità di esportare

Il finanziamento internazionale a basso costo in Grecia sostiene l'indebitamento pubblico e in Spagna e in Irlanda favorisce il crearsi di una grande bolla immobiliare (aumento dei prezzi delle case, dell'attività edilizia, dei mutui)

I flussi annuali si ripetono e si sommano, e si determina l'emergere di un rilevante debito con l'estero, privato e pubblico.

Parallelamente la Germania accumula un credito molto rilevante.

In sostanza vi è uno shock asimmetrico:

Un aumento strutturale di competitività dell'economia tedesca (e dei paesi ad essa legati), rispetto a quella dei paesi periferici del Sud Europa (e Irlanda)

Questo shock è precedente alla crisi internazionale (che fa da detonatore di una situazione già problematica)

Come si sarebbe dovuto riassorbire lo shock?

- La Germania avrebbe dovuto rivalutare: ma è impossibile con l'euro.
- La Germania avrebbe dovuto aumentare i salari e quindi i prezzi, e perdere gradatamente competitività: ma non lo fa (per motivi ideologici e perché teme l'instabilità e l'inflazione).
- La Germania avrebbe dovuto fare una politica fiscale espansiva per accrescere il proprio import, ma non vuole farla (per motivi ideologici e per i vincoli del Patto di Stabilità).

In un'area valutaria come è possibile assorbire altrimenti questo shock?

- La mobilità del lavoro: ma è molto contenuta
- Movimento relativo dei prezzi e salari: è difficilissimo nei paesi periferici, perché in Germania aumentano molto poco; occorrerebbe ridurli, ma è molto costoso sul piano sociale
- Occorrerebbe un forte aumento di produttività nei Mediterranei. Ma non è certo facile ottenerlo

Si crea una visione politica del problema che sarà decisiva

La colpa dello squilibrio è dei debitori (perché «vivono al di sopra dei propri mezzi» e importano più di quanto si potrebbero permettere): tocca a loro l'onere dell'aggiustamento della bilancia commerciale

In Germania si pensa: noi siamo bravi e virtuosi, (esportiamo) tocca agli altri organizzarsi di conseguenza.

Ma è altrettanto vero che la colpa è anche dei creditori:

La Germania esporta tanto perché c'è l'euro che le garantisce competitività! con il marco avrebbe avuto una forte rivalutazione della moneta e una riduzione dell'export.

La Germania guadagna anche finanziando con le proprie banche i paesi in deficit, affinché importino i propri prodotti

In paesi come *Spagna e Irlanda* è dunque il settore privato a contribuire alla creazione di ampi deficit pubblici

In questi paesi l'instabilità finanziaria è stata il risultato di comportamenti viziosi delle banche, della finanza, del settore immobiliare

Ma una volta che il settore bancario è entrato in sofferenza in molti paesi, anche a seguito della crisi internazionale, il debito privato si è rivelato insostenibile, e il settore pubblico è dovuto intervenire. Questo ha portato agli enormi deficit pubblici che abbiamo visto.

Ad esempio in Irlanda, dove nel 2007 il debito pubblico era pari al 25% del PIL, nel 2010 ha raggiunto il 105% per effetto di una serie d'interventi straordinari del Governo per salvare il settore bancario.

Ma il Trattato di Maastricht e il Patto di Stabilità non prevedono alcun vincolo criterio per l'indebitamento privato o per l'indebitamento verso estero.

L'approccio è molto ideologico (Stiglitz 2016): i problemi possono venire solo dai comportamenti dell'operatore pubblico; i privati, per definizione, seguono le logiche di mercato e non creano instabilità

Invece sia in Grecia che in Portogallo è stato invece il settore pubblico a generare direttamente squilibri considerevoli, con ampi deficit pubblici che contribuiscono a far crescere rapidamente il debito estero.

In Grecia l'instabilità finanziaria è derivata dalla presenza di debito e deficit pubblici elevati, occultati grazie a comportamenti fraudolenti non monitorati dalle autorità sovranazionali competenti.

L'Italia non ha problemi di bilancia commerciale; né ha un deficit pubblico particolarmente ampio: il settore bancario italiano è poco esposto alla crisi internazionale e sembra avere meno problemi.

Ma l'**Italia** ha un altissimo debito pubblico (e ha continua necessità di finanziarlo), e quindi l'economia è sensibilissima alle variazioni dei tassi di interesse.

Questi sviluppi creano un “rischio paese” nell’area dell’euro, nei Mediterranei e in Irlanda.

In una situazione di perfetta mobilità dei capitali ciò determina una pressione all’aumento dei tassi di interesse (“premio del rischio”).

I movimenti di capitale fra i paesi dell’euro dipendono infatti solo dal livello del tasso di interesse e dal rischio paese.

Se aumenta il rischio paese per avere afflussi di capitale i tassi di interesse devono aumentare

L'introduzione dell'euro aveva portato inizialmente alla convergenza pressochè totale dei tassi d'interesse sui titoli di stato a lungo termine dei paesi membri.

Perché?

- Non ci sono tassi di cambio e quindi aspettative di deprezzamento.
- Anche per le regole del Patto di Stabilità, le finanze pubbliche sono sotto controllo, si pensa che non ci sia nessun rischio paese

Con lo scoppio della crisi finanziaria, questo “periodo di grazia” ha però termine.

In pochi mesi i tassi sui titoli di stato del debito pubblico dei diversi paesi UME tornano essere caratterizzati da una sostanziale e crescente divergenza (aumento dello “spread”).

Ma che cosa succede?