

UNIVERSITA' DI BARI
DIPARTIMENTO DI SCIENZE POLITICHE

MODULO 17

La dinamica della crisi dell'euro

Lettura consigliata: 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

Tutto comincia in Grecia.

Nel 2010 si scopre, dopo le elezioni vinte dal PASOK (socialisti), che il deficit pubblico era molto più alto di quanto si sapesse ufficialmente, e in presenza di un altissimo debito pubblico.

Al tempo stesso la crisi economica riduce fortemente il PIL e quindi il gettito fiscale, facendo crescere il rapporto deficit/PIL e il rapporto debito/PIL

La situazione comincia ad avvitarsi

Per ridurre il deficit pubblico sono necessari aumenti delle tasse e riduzioni di spesa

Ma queste misure deprimono sempre più l'attività economica e rendono più difficile raggiungere gli obiettivi di finanza pubblica (in % del PIL). Si hanno gravi ripercussioni sociali

La modesta posizione competitiva (Grecia produce/esporta poco: prevalentemente servizi marittimi e turistici) e la mancanza di deprezzamento del cambio, non consentono di aumentare l'export

Si comincia a pensare che “la Grecia non ce la farà” a finanziare il debito in scadenza e a restituire il debito totale. Aumenta il rischio paese.

Quindi si chiedono tassi di interesse sempre più alti sui titoli pubblici greci. Per la prima volta dall'introduzione dell'euro i tassi di interesse in un paese cominciano a divergere rispetto agli altri.

Molti operatori speculano contro la Grecia e aggravano la situazione: con alti tassi di interesse e grande incertezza, gli speculatori guadagnano molto.

Ma lo straordinario aumento dei tassi di interesse rende ancora più difficile raggiungere gli obiettivi di finanza pubblica.

Al tempo stesso aumenta il rischio per le banche greche (che hanno molti titoli di stato greci) e quindi anche per loro diventa difficilissimo finanziarsi.

La situazione greca si avvita e precipita.

Che succederà alla Grecia?

Si comincia a pensare che la Grecia possa restituire solo in parte il suo debito e dichiarare “default” (fallimento), come l’Argentina

Ma anche che possa uscire dall’euro e quindi si crea un rischio di deprezzamento della ipotetica valuta (titoli pubblici sono greci: con uscita dall’euro sarebbero ridenominati in dracme)

Ma si comincia anche a pensare che se questo evento, (uscita dall'euro) **fino a ieri ritenuto impossibile, diviene possibile** in Grecia, lo stesso può accadere in altri paesi europei, attraverso un fenomeno di «contagio»

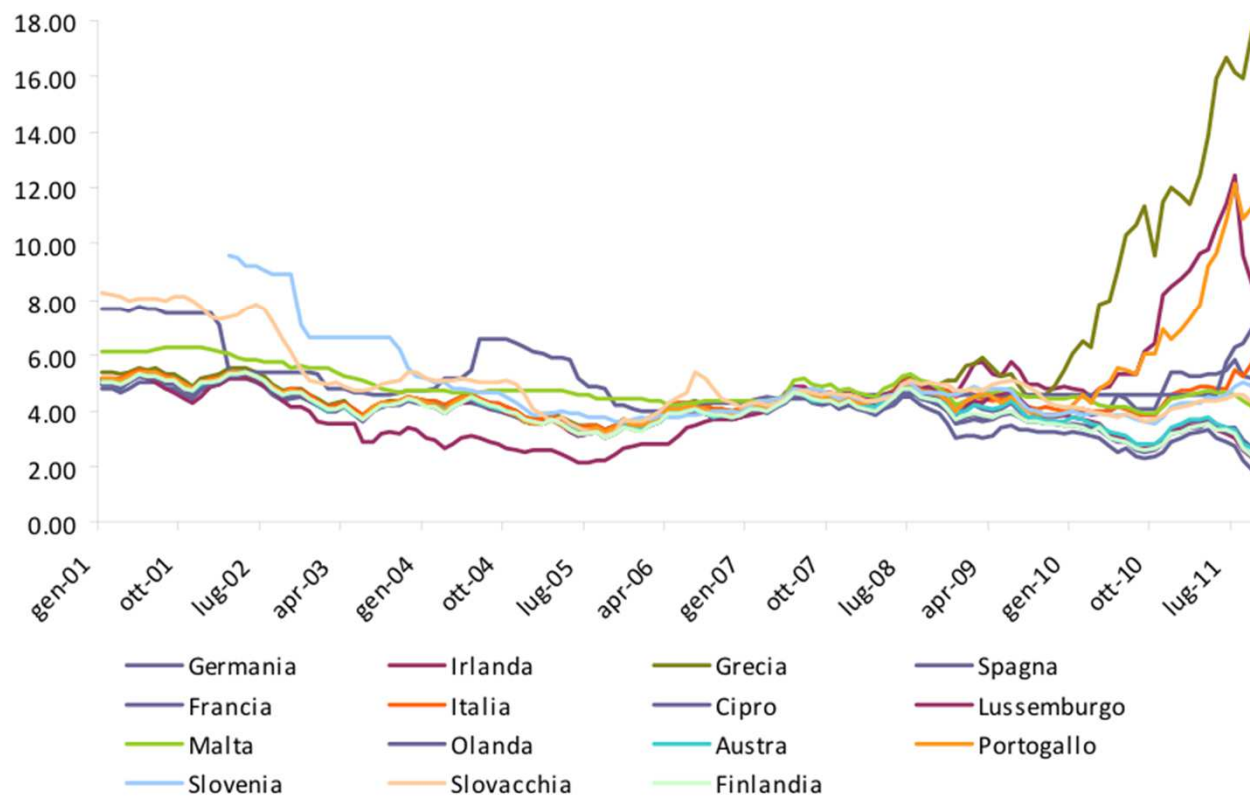
Quali paesi?

Quelli con deficit e/o debito pubblico più alto e minor crescita, cioè i paesi della periferia

I tassi di interesse aumentano così prima in Grecia (inizio 2010) e poi in Portogallo e in Irlanda (metà 2010).

La crisi poi esplode nell'estate 2011, con il coinvolgimento di Spagna e Italia, economie più grandi e importanti.

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



Fonte: ECB.

Come nella crisi asiatica di fine anni 90, si ha quindi un fenomeno di contagio, indotto dalle aspettative:

- sulla capacità del debitore di ripagare
- sulla stabilità stessa del “tasso di cambio” (possibilità, prima ritenuta impossibile, di una uscita di un paese dall'euro)

Aumenta il rischio di investimenti in altri paesi euro; quindi vengono chiesti tassi di interesse sui titoli pubblici sempre più alti; ma questo a sua volta rende più precaria la finanza pubblica.

I mercati finanziari prendono anche coscienza delle implicazioni del divieto di interventi di salvataggio da parte della BCE dei paesi UE (no bail-out).

I differenziali di rendimento tra titoli di stato dei paesi membri aumentano repentinamente

Peggiorano le condizioni di finanziamento internazionale delle banche nei paesi UE in difficoltà

Si creano differenziali sensibili nei tassi di interesse sui titoli di stato dei diversi paesi. Essi dipendono da una doppia componente: nazionale e europea.

La componente nazionale è legata alle debolezze delle economie e finanze pubbliche degli specifici paesi

Il rischio di sostenibilità, cioè: ce la fa il paese a pagare gli interessi e poi a restituire il debito?

La componente europea è dovuta all'incompletezza del disegno istituzionale dell'area euro (in particolare al ruolo della Banca Centrale e all'assenza di regole comuni per il sistema bancario)

Ciò crea timori di rottura dell'unione monetaria

Rischio di ridenominazione, cioè: se cambia la valuta in cui è denominato il debito, che succede ai creditori?).

Se la rottura dell'euro fosse ritenuta impossibile, questa seconda componente sarebbe zero.

Il ruolo della componente “europea” è importante.

Nel 2011 la Banca d'Italia stima che, di un differenziale di tassi di interesse rispetto alla Germania che tocca il 5%, per l'Italia solo il 2% sia attribuibile ai problemi di finanza pubblica, e il 3% al rischio “europeo” di “ridenominazione”.

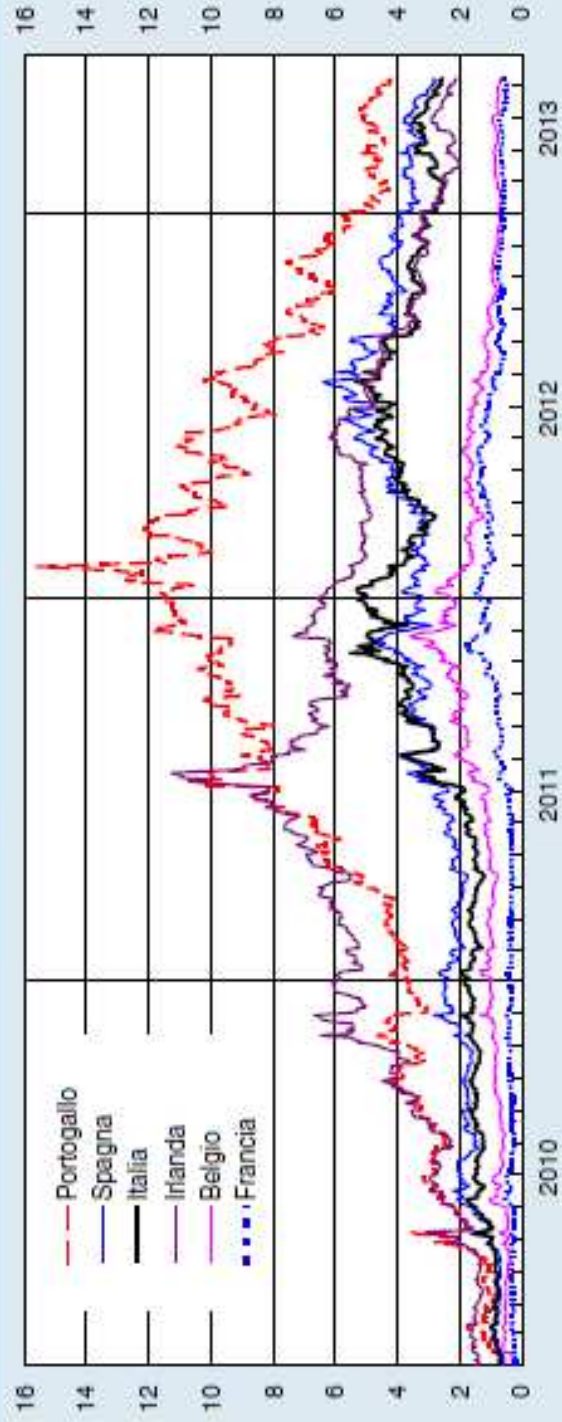
I paesi in difficoltà mettono in atto politiche fiscali fortemente restrittive per salvare i bilanci pubblici, anche per rispettare le regole europee.

Ma le politiche di austerità si avvitano su se stesse. La stretta fiscale (politica fiscale restrittiva, aumento di tasse e/o riduzioni di spesa) deprime il PIL, e quindi mentre riduce il deficit, non riduce (anzi fa crescere) il rapporto deficit/PIL

Nonostante la stretta fiscale, la componente dello spread dovuta al rischio di denominazione non diminuisce e contribuisce ad aggravare la situazione.

Fino al 2012 (intervento BCE, vedi lezione successiva) i paesi con un comportamento fiscale “virtuoso”, che fanno i “compiti a casa”, non vengono “premiati” dai mercati dei capitali, che continuano a temere la rottura dell’euro.

Differenziali di interesse tra titoli di Stato decennali e il corrispondente titolo tedesco
(dati giornalieri; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream e Bloomberg.

Determinanti del peggioramento dell'economia italiana nel 2012

Stima Banca d'Italia

	%
Misure di finanza pubblica	-1.0
Spread	-1.5
Peggioramento ciclo internazionale	-0.5
Totale	-3.0

Fonte: I. Visco, 1.9.2013

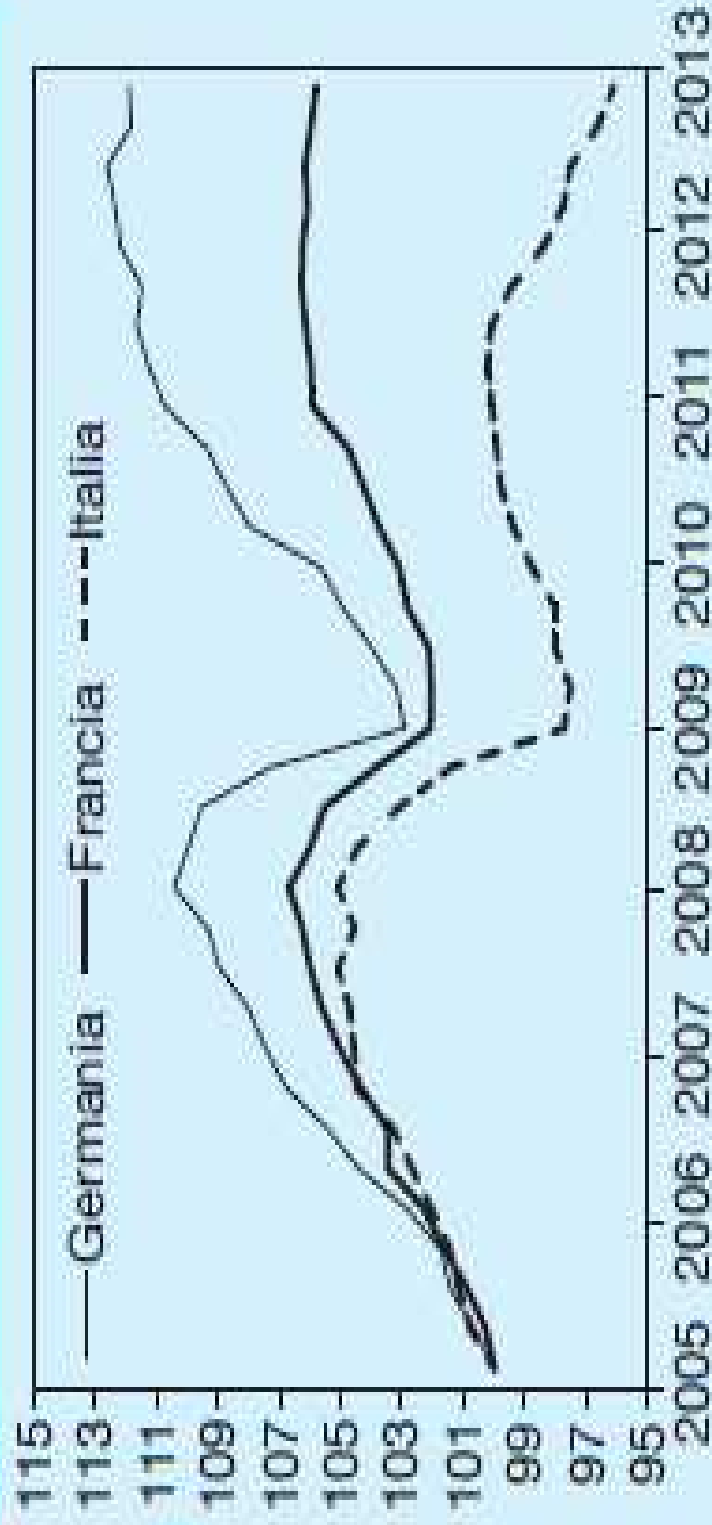
La stretta fiscale è accompagnata in Grecia, Spagna e Portogallo da significative riduzioni salariali, per riguadagnare competitività.

Come nel XIX secolo (gold standard) si reagisce a un deficit commerciale con recessione e inflazione.

Ciò ha un impatto sociale fortissimo, in particolare nel mercato del lavoro, provocando un'impennata dei tassi di disoccupazione e un aumento della povertà

Questo accade naturalmente solo nei paesi della “periferia” europea, mentre nell’Europa centro settentrionale l’andamento dell’economia è decisamente migliore, con la Francia a metà strada.

(PIL reale, Indici 1° trim. 2005=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

Questo accade però solo nei paesi euro.

Nonostante l'alto deficit nel Regno Unito la situazione è migliore. Perché lì c'è, insieme alla moneta nazionale, una Banca centrale nazionale, che acquista tutti i titoli pubblici invenduti mantenendo bassi i tassi di interesse.

Lo stesso accade negli Stati Uniti, pur in presenza di squilibri di bilancio almeno pari a quelli dei paesi periferici europei. Anzi, negli Stati Uniti (origine della crisi), da metà 2011 la produzione cresce molto più rapidamente che nell'area euro.

«Tutto quello che la BCE avrebbe dovuto fare per arrestare la destabilizzante impennata nei tassi di interesse greci era quello che fanno le banche centrali di tutto il mondo: comprare obbligazioni sovrane. Ovviamente l'acquisto di obbligazioni non è una soluzione a lungo termine. La Grecia aveva bisogno di ristrutturazione, disciplina fiscale e crescita economica. Ma c'era in ballo la stabilità finanziaria di un'ampia area economica. Il debito pubblico greco era una minuscola parte del sistema finanziario europeo.

I trattati di istituzione della BCE ne limitavano il diritto di acquistare titoli greci di nuova emissione. Poteva però acquistare obbligazioni insolute. Il non intervento della BCE fu una questione non di economia ma di politica»

Tooze, Lo schianto, pag. 369

La circostanza che molti paesi europei mettano in atto contemporaneamente politiche fortemente restrittive ha poi un effetto particolarmente negativo, sull'intera economia europea.

Ciascun paese deprime la propria domanda interna e quindi l'import rendendo difficile l'export dei paesi in difficoltà (teoria della locomotiva, al contrario)

L'effetto restrittivo di queste politiche viene inizialmente sottostimato da politici ed economisti

“Many, even sharp, reductions of budget deficits have been accompanied and immediately followed by sustained growth rather than recessions, even in the very short run” (A. Alesina, Madrid, Ecofin, 15.4.2010: è la teoria dell'«austerità espansiva proposta in particolare da economisti italiani)

“It is an error to think that fiscal austerity is a threat to growth and job creation” (J-C Trichet, Presidente BCE “Liberation”, 8.7.2010)

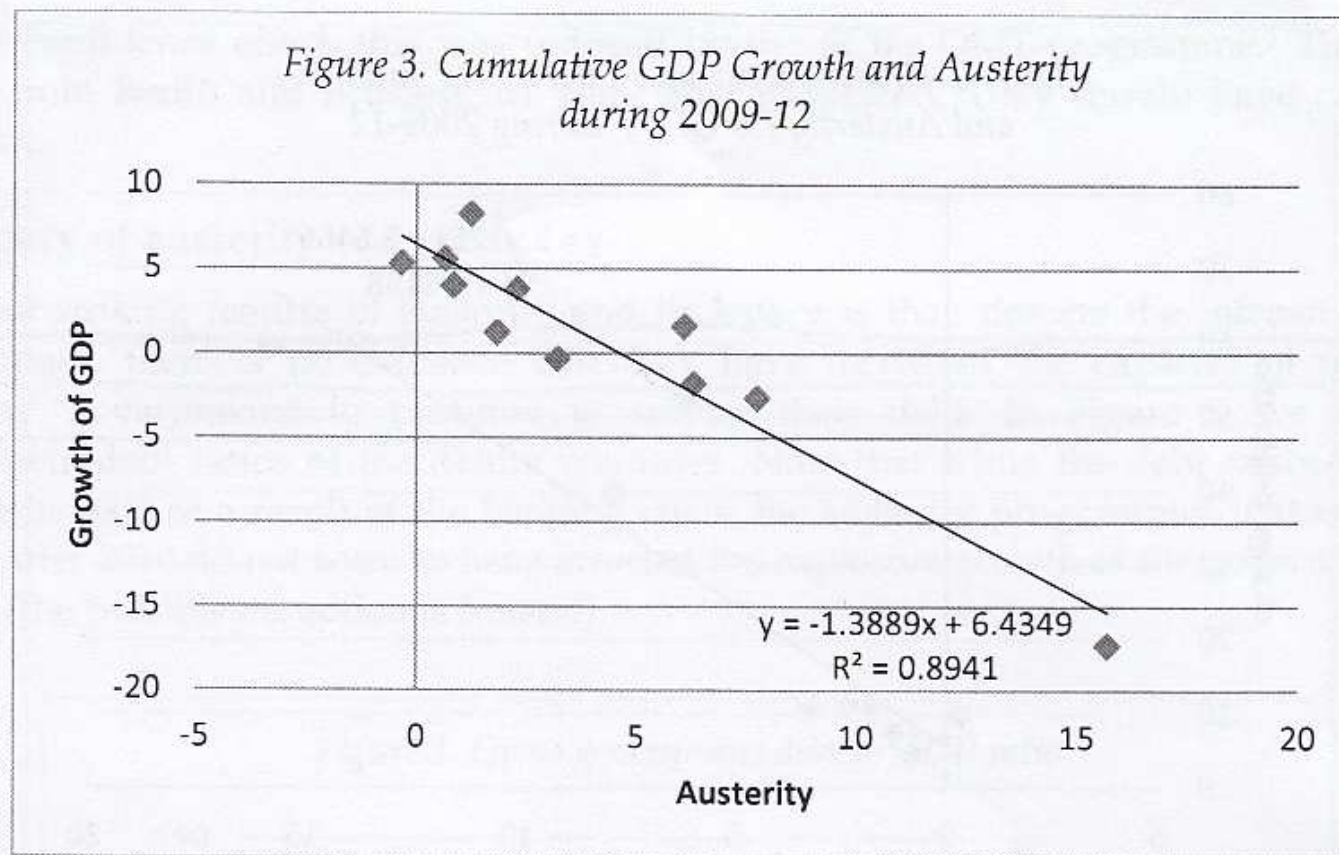
“The worst is over” (H. Van Rompuy, Presidente del Consiglio Europeo 6.2.2012)

“What we have done, everyone else can do” (A. Merkel, “Guardian”, 25.9.2013)

Solo nel 2013 Il Fondo Monetario Internazionale pubblica un rapporto nel quale calcola l'impatto fortemente negativo dell'austerità, invitando i paesi europei a cambiare indirizzo.

Diviene evidente che:

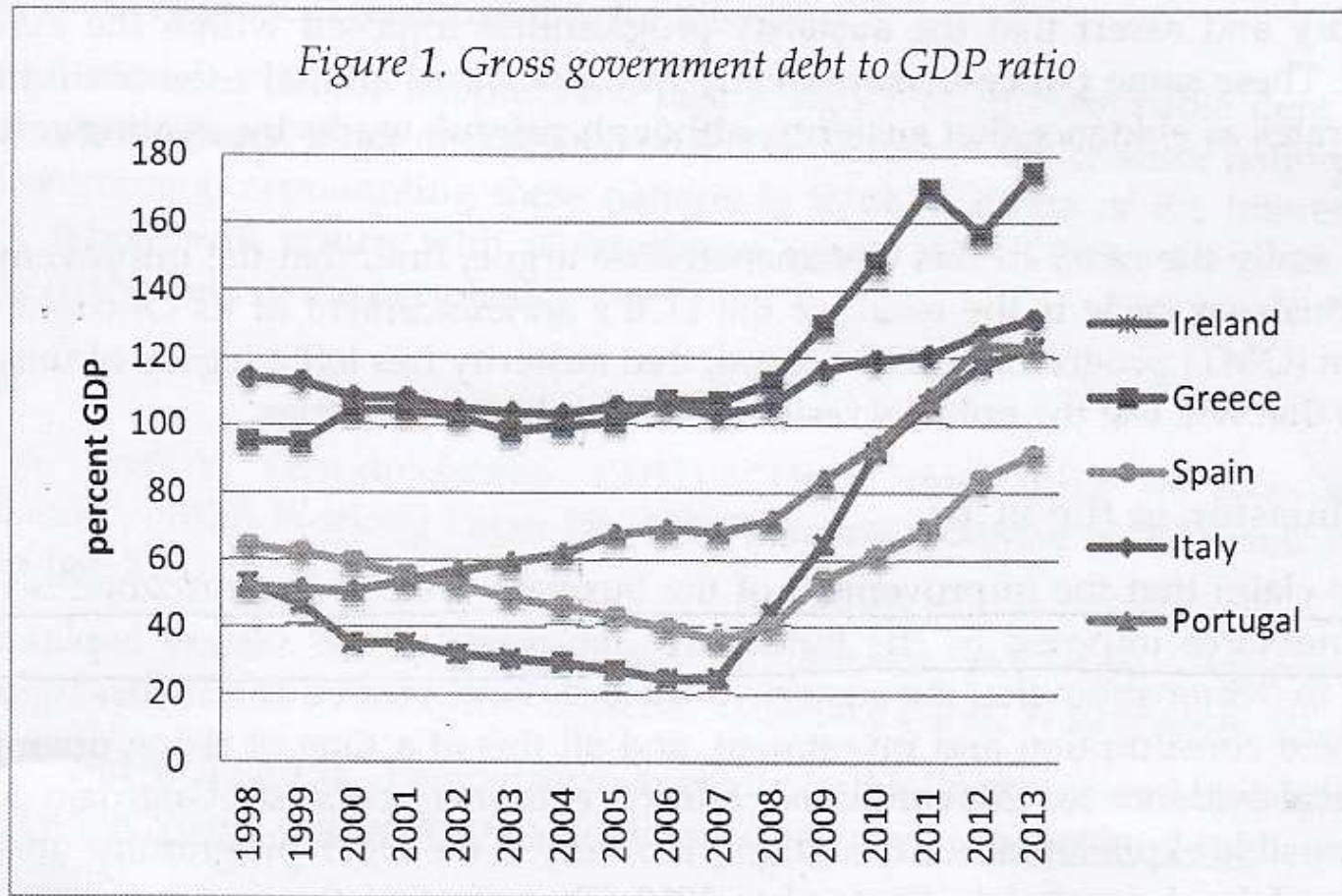
- i paesi soggetti a politiche di forte austerità hanno una forte recessione
- i paesi soggetti a politiche di forte austerità hanno un peggioramento (e non un miglioramento!) del deficit e anche del debito pubblico perché crolla il PIL



Sources: IMF, Fiscal Monitor Database, April 2013 and European Commission, AMECO.

Fonte: De Grauwe-Yi, Ceps Commentary 4.10.2013

Figure 1. Gross government debt to GDP ratio



Source: European Commission, AMECO database.

Fonte: De Grauwe-Yi, Ceps Commentary 4.10.2013

L'austerità di bilancio colpisce particolarmente le politiche pubbliche che possono ridurre, nel breve e nel lungo termine, l'impatto della crisi.

La spesa sociale si riduce particolarmente nei paesi più colpiti. Soprattutto, rispetto al totale della spesa pubblica si riducono quelle che la Commissione Europea definisce pro-growth policies (affari economici, ambiente, salute, educazione), e gli investimenti pubblici

General Government Expenditure by function, % change 2009-12, current prices

	EU-24	GR IRL POR	ITA SPA	9 others EU-15	BALTICS	7 others CEE
TOTAL	4	-12	1	6	-3	7
Health, recreation	4	-20	-7	8	-6	12
Education	2	-14	-10	5	-7	8
Family and children	0	-19	-10	3	-14	1

Bruegel 2014b, tab. 1

Il livello degli investimenti pubblici scende ai minimi storici in tutta la UE e in particolare nel Sud-Europa

Nel 2013, rispetto al 2009, si sono ridotti di un sesto nella UE-28, di un terzo in Italia e di oltre metà negli altri paesi del Sud-Europa.

Il livello degli investimenti pubblici nel Sud-Europa è inferiore alla (storicamente bassa) media UE. L'investimento netto è negativo (non si sostituisce capitale obsoleto) in Italia e in Spagna, ma anche da anni in Germania

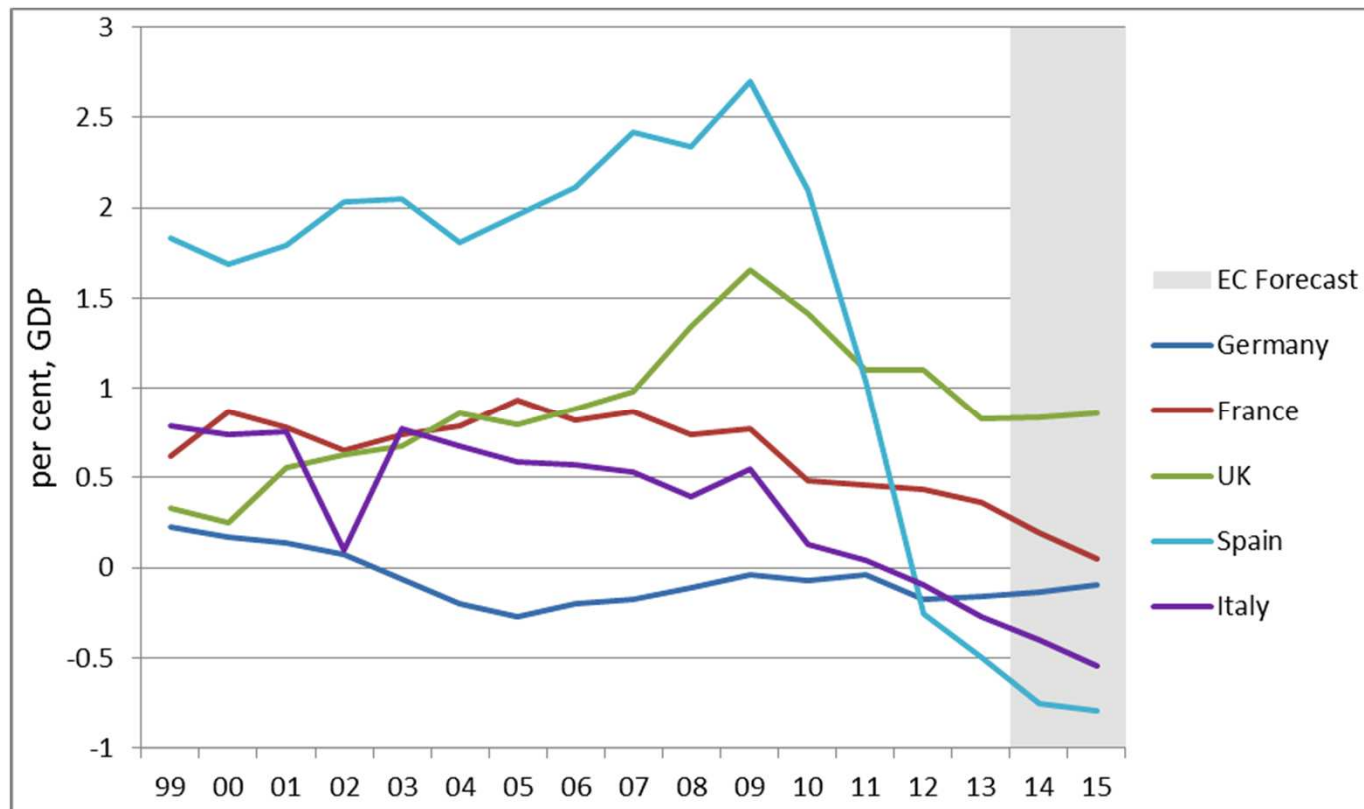
Public gross capital formation

(euro per inhabitant)

	2009	2013	diff.
EU-28	692	571	-17.5
Germany	509	521	+2.4
Ireland	1338	610	-54.4
Greece	650	319	-50.9
Spain	1018	330	-67.6
Italy	637	444	-30.3
Portugal	478	227	-52.5
Finland	914	1003	+9.7
Sweden	1110	1464	+31.9
UK	694	591	-14.8
France	1002	982	-2.0

Source: own calculations
based on Eurostat

Net public investment, 1999-2015



Source: Tilford (2014)

La crisi della finanza pubblica aggrava anche la situazione delle banche.

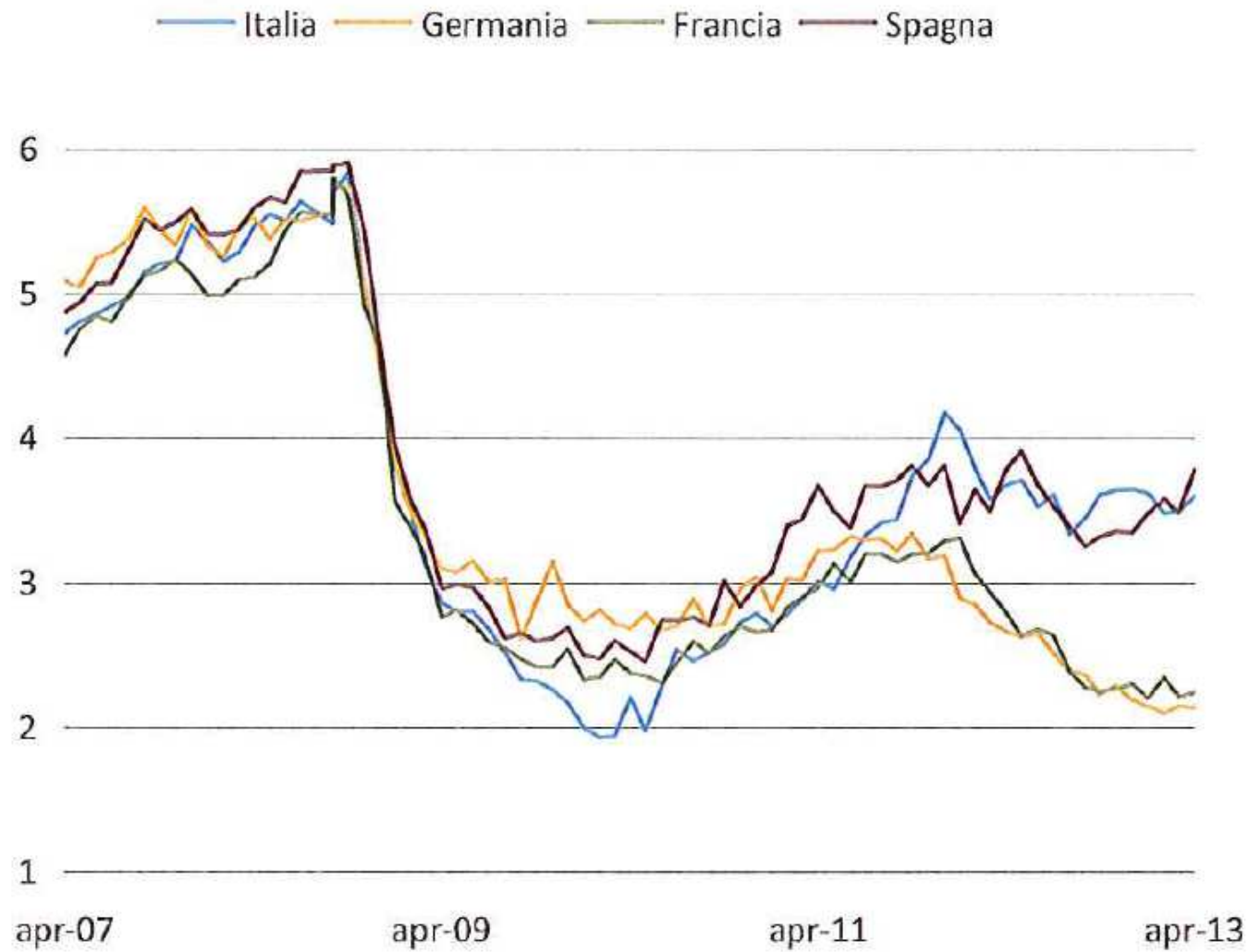
Le banche erano già in una situazione difficile. Ora, aumenta il loro rischio perché hanno molti titoli pubblici in portafoglio. Aumenta molto per loro il costo di finanziarsi, perché crescono i tassi di interesse (il rischio paese sovrano vale anche per loro).

La crisi di alcune banche italiane origina dalla fortissima recessione e dall'aumento dello spread

Si ha quindi una contrazione del credito bancario e un aumento dei tassi. La crisi del debito pubblico si lega così ancora più strettamente alla crisi bancaria.

E l'aumento dei tassi bancari nei paesi periferici crea un ulteriore vantaggio competitivo per le imprese tedesche, che si finanziano a tassi di interesse molto più contenuti.

Tassi di interesse sugli impieghi alle imprese – nuove erogazioni



Dunque la crisi finanziaria e poi economica internazionale è diventata “crisi del debito sovrano”: tassi di interessi troppo alti sui titoli pubblici

Il punto chiave è che la crisi non ha in sé meccanismi automatici di aggiustamento: non ci sono attori o meccanismi di politica economica europei in grado di avviarla a soluzione.

Essi vanno costruiti. Ma questo verrà fatto solo troppo poco e troppo tardi. Prevarrà l’atteggiamento del «pazienta e fingi»