

UNIVERSITA' DI BARI
DIPARTIMENTO DI SCIENZE POLITICHE

MODULO 18

La crisi dell'euro

Letture obbligatorie. Saraceno, La riconquista

CORSO DI POLITICHE ECONOMICHE EUROPEE

2022-23

Prof. Gianfranco Viesti

- Bretton Woods stabiliva il diritto esplicito dei paesi di controllare i movimenti di capitali, a causa delle turbolenze causate dalla finanza internazionale fra le due guerre. In quel periodo i governi vogliono controllare gli andamenti dell'economia

Keynes (ispiratore di Bretton Woods):

- flussi di capitali liberi ostacolano non solo la stabilità finanziaria, ma anche l'equilibrio macroeconomico (occupazione, prezzi)
- tassi di cambio fissi e capitali mobili espongono troppo i paesi alle politiche monetarie di altri (livello dei tassi di interesse) e tendono a rendere simili le politiche monetarie, cosa nient'affatto positiva (ogni paese ha situazione diversa)

Con Bretton Woods:

- i governi controllano i movimenti di capitali
- il FMI provvede a finanziamenti a breve termine per sostenere i paesi nel caso di carenza di valuta estera
- tassi di cambio sono fissi ma modificabili, in misura limitata e in modo ordinato

E' il sistema di cambio che accompagna la ricostruzione dell'Europa, la grande crescita del dopoguerra, ma anche il rafforzamento dello stato sociale e del ruolo pubblico nell'economia, in un quadro di divisione del mondo in blocchi.

Con gli anni 80 cambia il quadro politico-economico internazionale.

- Approccio liberista (a partire da USA e UK) poi diffuso a molti altri paesi (con parziale esclusione dell'Asia). Sintetizzato nel cosiddetto Washington Consensus.

Washington Consensus così come sintetizzato da Williamson (89)

1. Pareggio di bilancio pubblico
2. Riduzione spesa pubblica
3. Riduzioni delle tasse
4. Tassi di interesse reali moderatamente positivi
- 5. Tassi di cambio flessibili**
- 6. Liberalizzazione commerciale**
- 7. Liberalizzazione movimenti di capitali**
8. Privatizzazioni
9. De-regolamentazioni
10. Tutela dei diritti di proprietà

La tesi del Washington Consensus

- La liberalizzazione dei movimenti dei capitali è essenziale perché il mercato allochi i risparmi nei paesi/nelle attività dove ci sono maggiori opportunità di investimento.
- Capitali liberi aiutano i governi ad essere più responsabili (minaccia di “fuga di capitali” è incentivo a politiche economiche “sostenibili”).
- Conclusione: vanno eliminati gli ostacoli e ridotti i controlli ai movimenti di capitali.

Basi teoriche (ideologiche):

- Fiducia assoluta nella capacità dei mercati di “inviare i segnali giusti”.
- Teorie economiche che postulano che il comportamento degli operatori è sempre razionale.
- Importanza mercati finanziari per trasferire capitali a chi ne ha bisogno.

Approccio ideologico:

- L'azione dei governi non può che peggiorare la situazione perché:
 - sono corrotti
 - dispongono di scarse informazioni
 - sono burocratizzati

- Liberalizzazione finanziaria rende i governi più deboli degli investitori internazionali, e li costringe a fare le scelte politiche che ad essi sono più gradite (specie di riduzione della regolamentazione).
- Grave problema di riduzione della sovranità nazionale.

- L'eliminazione delle barriere ai movimenti di capitali, la riduzione dei controlli e le opportunità tecnologiche (internet) causano un enorme aumento della dimensione, della velocità e della volatilità dei movimenti internazionali di capitali.

- Enormi masse di capitali si muovono costantemente alla ricerca di opportunità di profitto, aumentando l'instabilità mondiale.
- Vengono creati strumenti “derivati” per ridurre i rischi e fornire coperture assicurative agli investitori, ma essi finiscono invece per accrescere il rischio complessivo, moltiplicando il valore dei titoli rispetto alle attività economiche su cui sono basati.

Liberalizzazione finanziaria

- In molti paesi, specie anglosassoni, vengono ridotte (o eliminate) nell'ultimo ventennio le regolamentazioni sulla finanza.
 - Fiducia nell'autoregolamentazione dei mercati
 - Si sviluppa un enorme mercato di titoli "derivati" e di titoli "assicurativi" a più alto rischio

- La disponibilità maggiore e più rapida di informazioni. Aumenta molto l'effetto psicologico fra gli investitori, e quindi l'effetto "contagio" nei comportamenti.
- Anni 80
 - aboliti ostacoli ai movimenti di capitali in Europa
 - aboliti ostacoli nei paesi OCSE (inclusi Messico e Corea)

2007

- Transazioni finanziarie internazionali pari a 3200 miliardi di dollari al giorno
- Transazioni commerciali internazionali pari a 38 miliardi di dollari al giorno

- Premio Nobel James Tobin aveva suggerito di introdurre una piccola tassa (Tobin tax) nelle transazioni finanziarie internazionali per ridurre la velocità e la volatilità dei flussi di capitali, ma non fu ascoltato.
- I mercati finanziari privati si sono internazionalizzati molto più rapidamente e integralmente rispetto a qualsiasi altro tipo di istituzione economica o politica.

- Un altro importante effetto della liberalizzazione è la tendenza alla riduzione della tassazione sul capitale (imprese e rendite finanziarie), perché il capitale può «fuggire»
- Ciò ha spostato (anche in Europa) molto di più il carico fiscale sul lavoro.
- Nei paesi OCSE l'imposta media sulle persone giuridiche passa dal 50% del 1981 al 30% del 2009.
- La concorrenza fiscale internazionale serve ad attrarre capitali.

- Dagli anni 80 aumenta molto però la frequenza delle crisi finanziarie.
- Particolarmente colpiti i paesi in via di sviluppo, nei quali l'apertura dei mercati finanziari è stata più rapida (e senza che ci siano condizioni per controllarne efficacemente gli effetti), spesso su indicazione dell'FMI.

- I mercati finanziari soffrono di debolezze strutturali, messe in luce dalla teoria economica, (Stiglitz e altri)
 - problemi di asimmetria delle informazioni, rischio morale, e molti altri.
- All'interno dei paesi, le regolamentazioni, la sorveglianza e l'azione della Banca Centrale li contengono.
- A scala internazionale non vi è nulla di simile.

Negli Stati Uniti nel corso del primo decennio del nuovo secolo, l'economia è caratterizzata da notevoli squilibri

- sul fronte internazionale, con un graduale e persistente deficit corrente, finanziato da prestiti internazionali provenienti soprattutto dall'Asia
- sul fronte interno, con livelli di risparmio sempre minori, elevati consumi e crescente indebitamento delle famiglie, in un quadro di sensibile e crescente disuguaglianza fra gli individui: l'1% delle famiglie diventa sempre più ricco grazie agli investimenti finanziari e alla crescita dei patrimoni

Liberalizzazione finanziaria

- In molti paesi, specie anglosassoni (a partire dagli Stati Uniti), erano state ridotte (o eliminate) nel ventennio precedente le regolamentazioni sulla finanza.
 - Fiducia nell'autoregolamentazione dei mercati.
 - Influenza dei gruppi di interesse sulla legislazione.
 - Si sviluppa un enorme mercato di titoli “derivati” e di titoli “assicurativi” a più alto rischio, con uno sviluppo senza precedenti del settore finanziario.

La crisi dei mutui subprime

- Questa situazione di grande instabilità provoca, a partire dal 2008, una gravissima crisi economica internazionale, che dagli USA si propaga al resto del mondo.
- 2007: la crisi inizia nel mercato immobiliare USA.
- Crisi dei mutui subprime (di bassa qualità, alto rischio) nel mercato immobiliare statunitense che si ripercuote su mercati finanziari, monetari e borsistici internazionali
 - perché i mutui sono incorporati in titoli “derivati”
 - e perché la finanza mondiale è interconnessa.

- Ma, come tante volte accaduto nella storia del capitalismo, la “bolla” (dei prezzi delle case) esplode e ne diminuisce il valore.
 - Interruzione pagamenti mutui/sequestri case.
 - Valore dei titoli “derivati” diviene incerto, ed è in calo.
- Tornano le crisi bancarie-finanziarie all’interno degli USA, dopo mezzo secolo di stabilità finanziaria.
 - Prima di Bretton Woods una crisi ogni 15-20 anni.

La crisi della finanza

- Forte caduta di valore di titoli “tossici”, basati sui mutui americani, o su loro derivati. Fallimento di Lehman Brothers.
- Le banche americane accusano forti perdite e riduzioni di patrimonio.
- La crisi viene esportata in Europa, perché i titoli americani sono posseduti da banche e investitori europei.
- In Islanda crolla l'intero sistema bancario, che aveva massicciamente investito in titoli tossici, con una forte riduzione del benessere di tutti i suoi cittadini.

- Dal 2008 le prospettive dell'economia mondiale iniziano a deteriorarsi a causa della crisi dei mutui subprime negli Stati Uniti
- L'attività economica negli USA rallenta sensibilmente.
 - La crisi si estende all'economia reale, influenzando le scelte di consumo, produzione e investimento.
 - In tutte le principali economie avanzate gli indicatori congiunturali sono negativi.
 - L'economia mondiale va in recessione.

Reazione delle politiche

- I governi adottano politiche fiscali espansive.
- Governi e Banche Centrali intensificano le azioni volte a mantenere elevata l'offerta di liquidità, rafforzare le condizioni patrimoniali dei sistemi bancari, stimolare la ripresa dell'attività creditizia e della domanda aggregata.

- Molti governi (USA, Regno Unito, Irlanda, Spagna, Belgio) intervengono con fondi pubblici per salvare le proprie banche
 - perché sono “too big to fail”, troppo grandi per fallire senza provocare rischi per l'intero sistema economico, per l'esperienza negativa di Lehman.
- Pressioni della BCE per il salvataggio delle banche irlandesi.

- Le Banche Centrali (Stati Uniti, Giappone, Regno Unito) attuano operazioni monetarie “non convenzionali” allo scopo di aumentare l’offerta di moneta, influenzare i tassi d’interesse a lungo termine e garantire il funzionamento dei mercati del credito.

- Nel complesso, gli interventi hanno successo. Evitano il fallimento di banche caratterizzate da posizioni di liquidità precarie e da difficoltà di accesso ai finanziamenti esterni.

- Successivamente le condizioni dei mercati migliorano; i timori di insolvenza di intermediari si ridimensionano, comprimendo i premi per il rischio sulle passività bancarie e consentendo agli intermediari di tornare a finanziarsi sul mercato dei capitali.
- Tuttavia, le regolamentazioni internazionali (e americane) sono ancora molto insufficienti, e si teme che non sia ancora del tutto evitato il rischio del ripetersi di altre crisi finanziarie.

- 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.

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

«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.

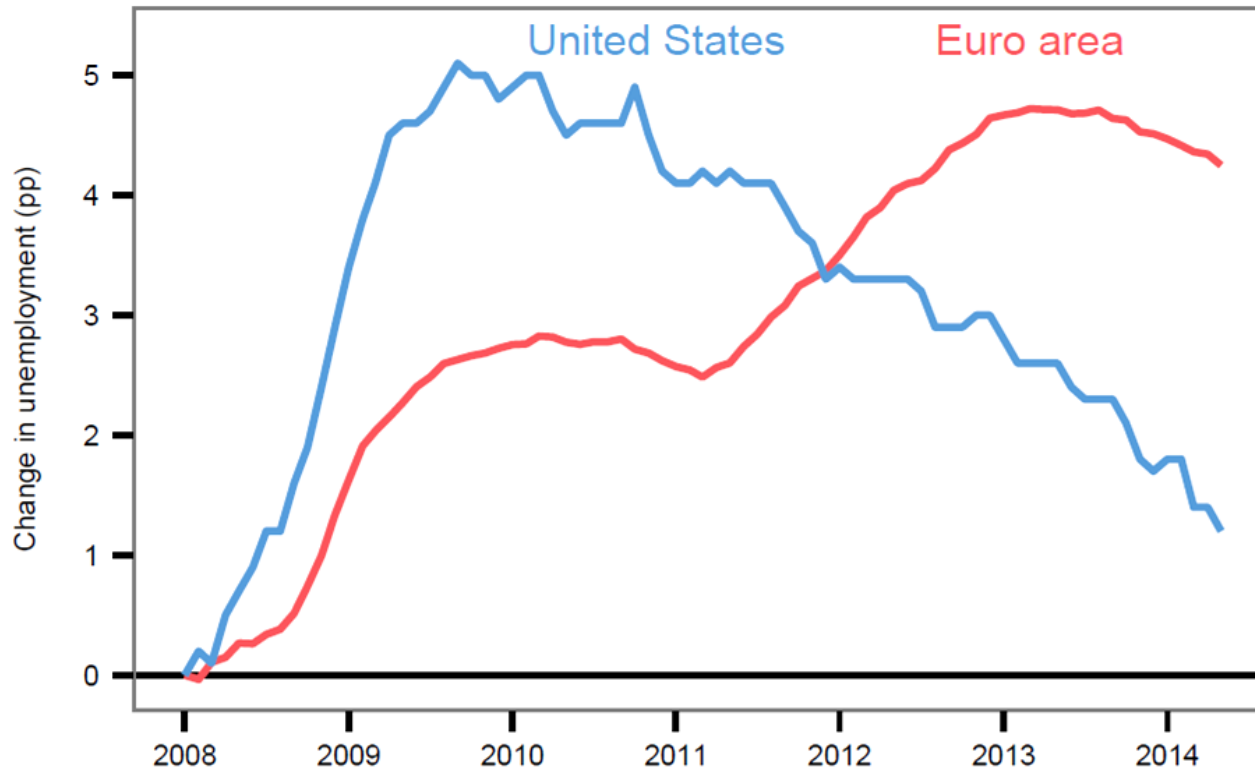
Se la BCE fosse stata una banca centrale come la Fed o la Bank of England, non ci sarebbe stato alcun bisogno di una crisi del debito sovrano; tutto quello che la BCE avrebbe dovuto fare era quello che fanno le banche centrali di tutto il mondo: comprare obbligazioni sovrane.

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

Change in the unemployment rate since 2008

The euro area and the US



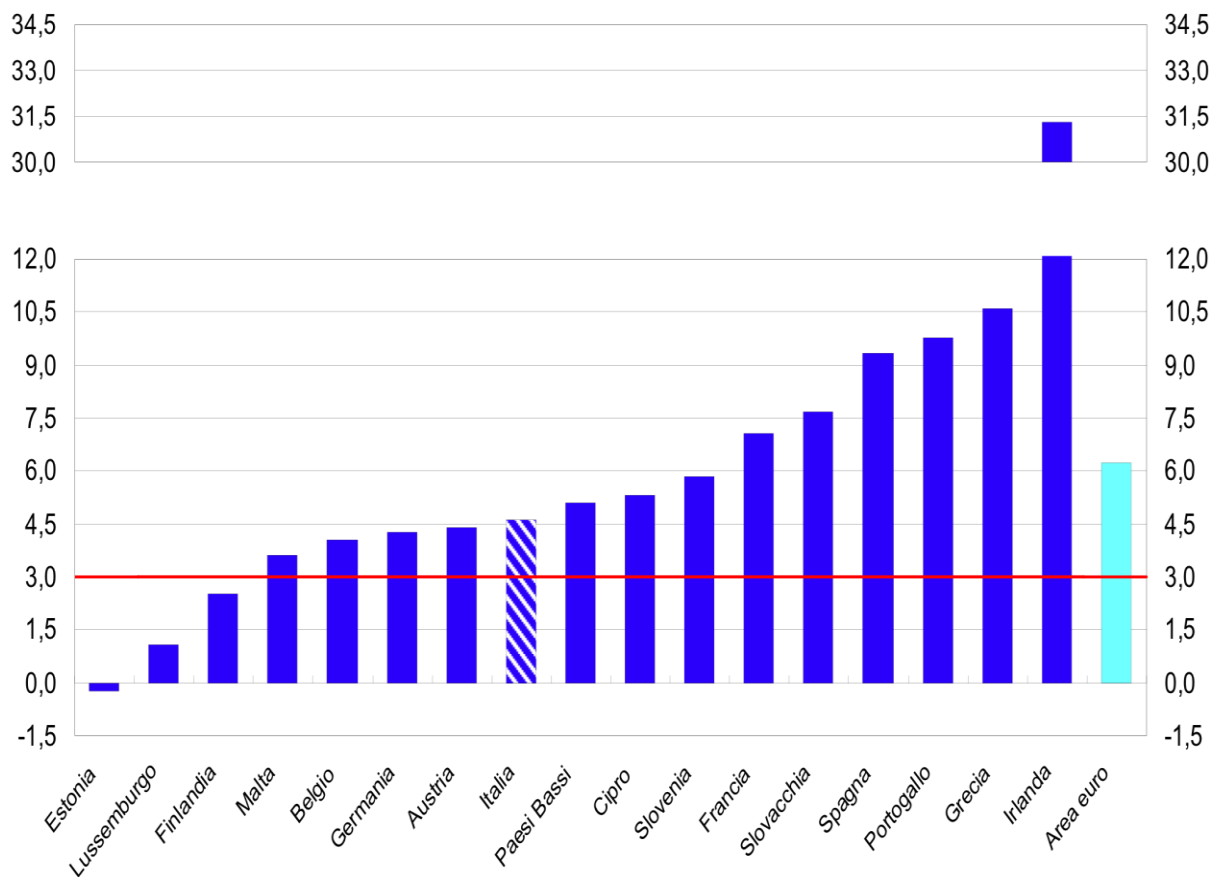
Source: Draghi (2014)

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)

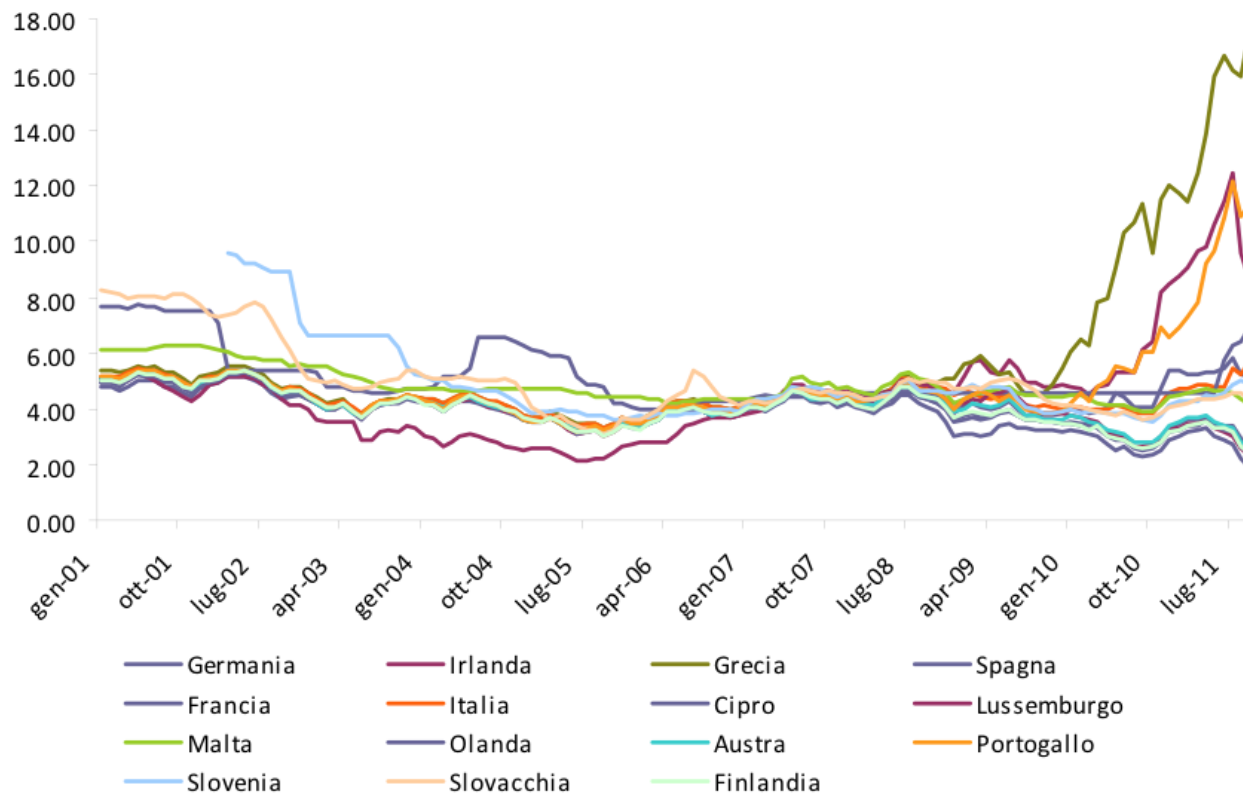


Fonte: Eurostat, comunicato stampa del 21 ottobre 2011.

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.

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

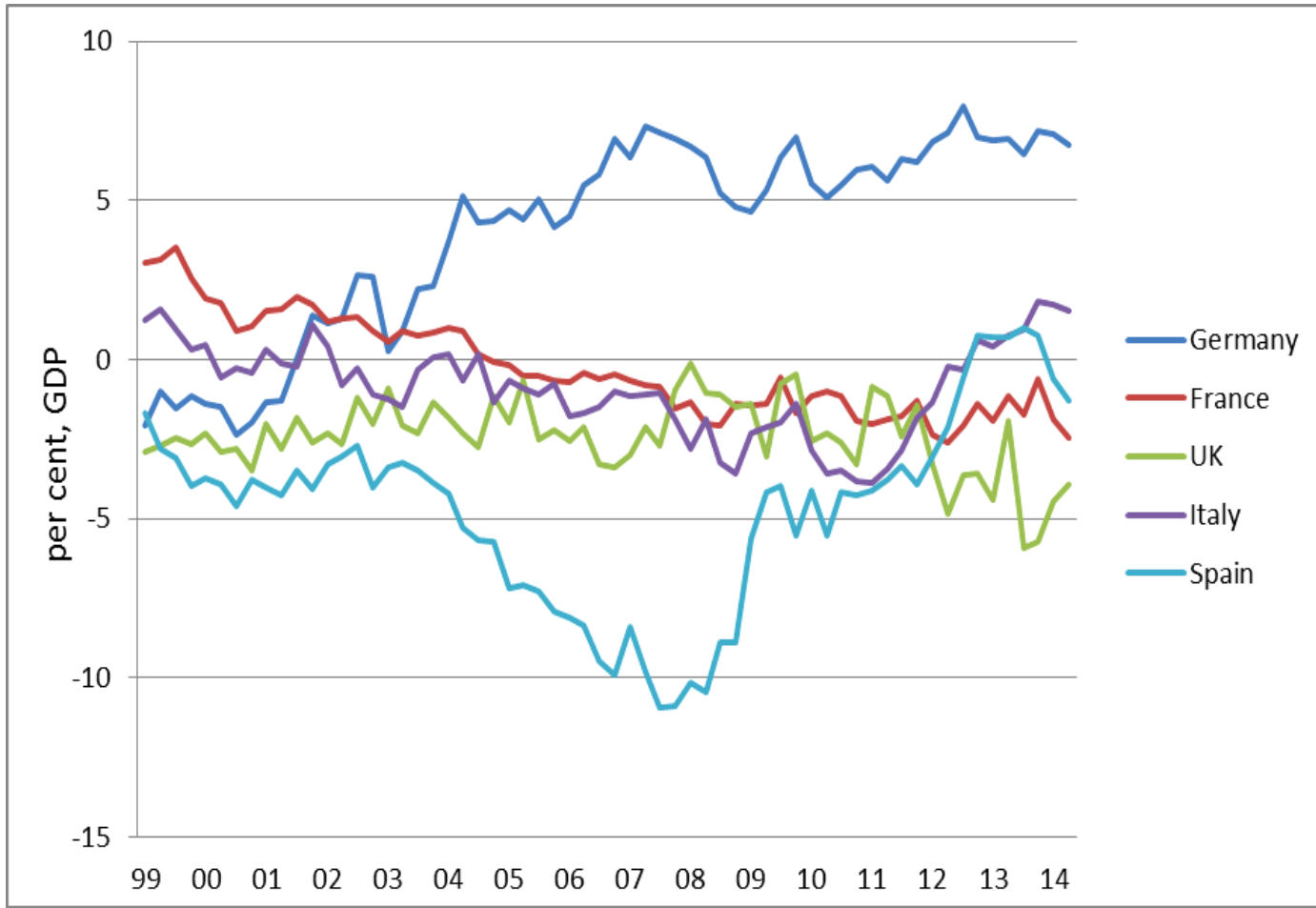
GLI SQUILIBRI NELLE BILANCE COMMERCIALI E NEI MOVIMENTI DI CAPITALI

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)

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, 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 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 (non c’è aspettativa sul tasso di cambio!).

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?

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»

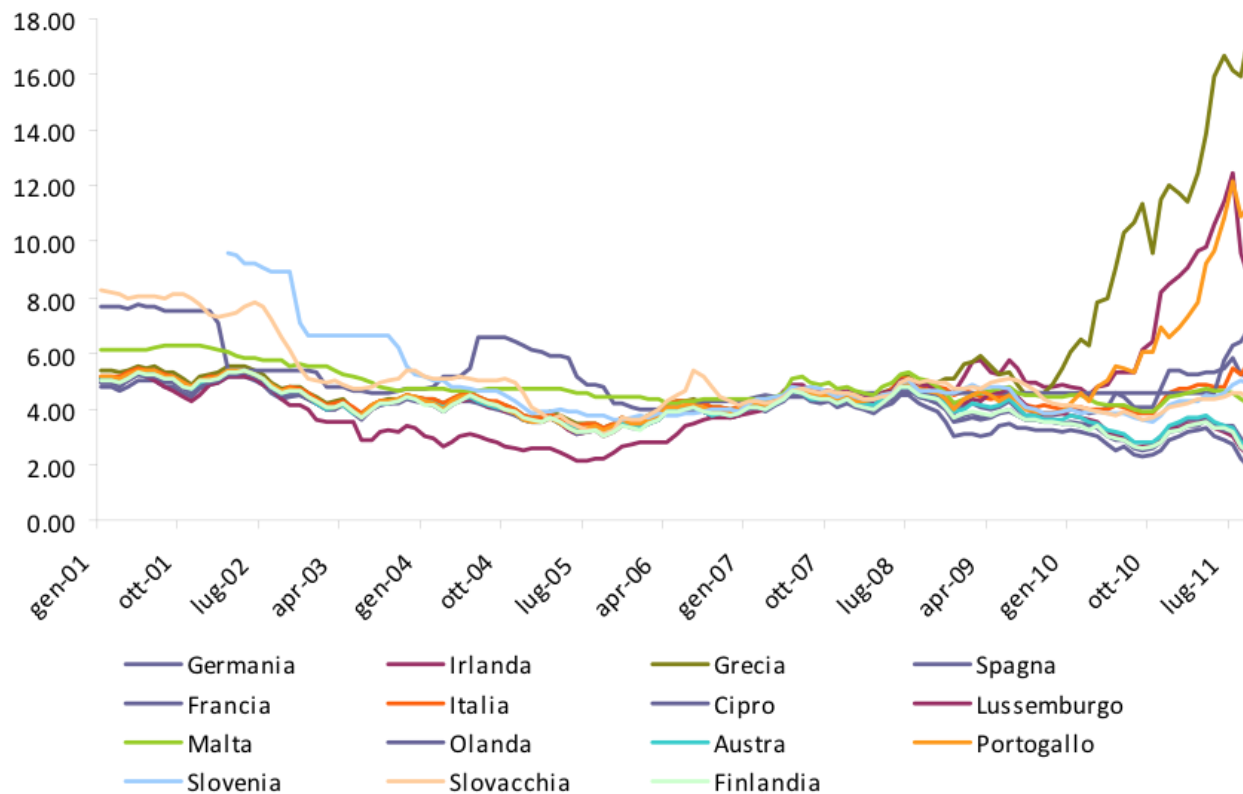
Quali paesi?

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.

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”.

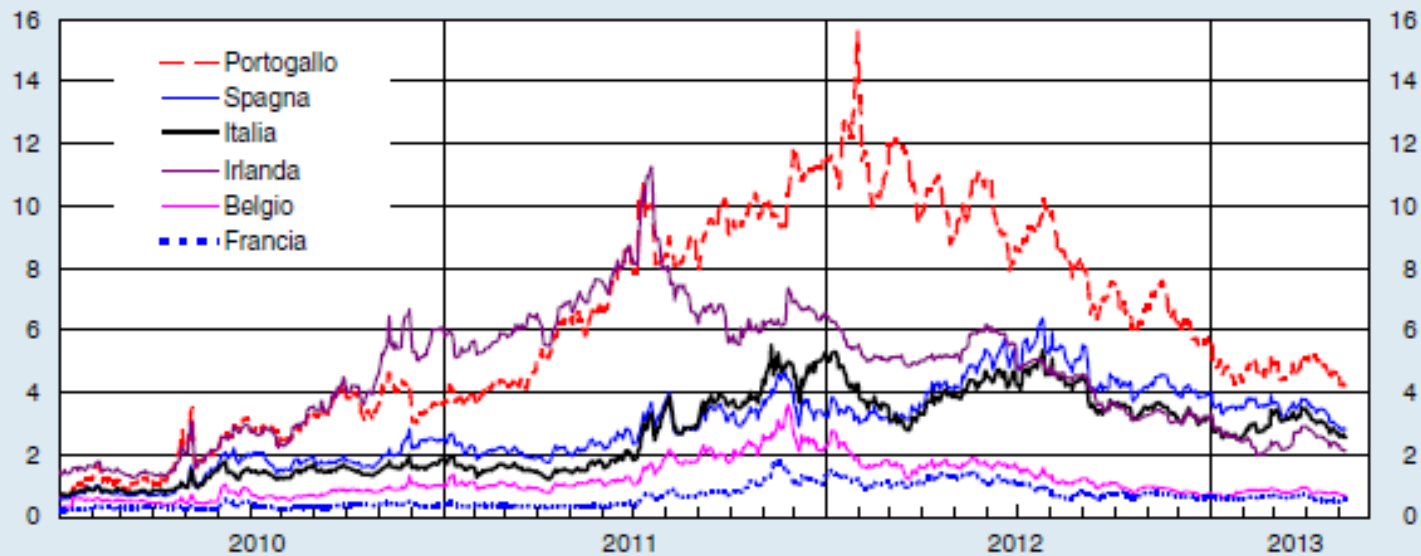
I paesi in difficoltà mettono in atto politiche fiscali fortemente restrittive per salvare i bilanci pubblici, anche per rispettare le regole europee.

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.

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.

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)

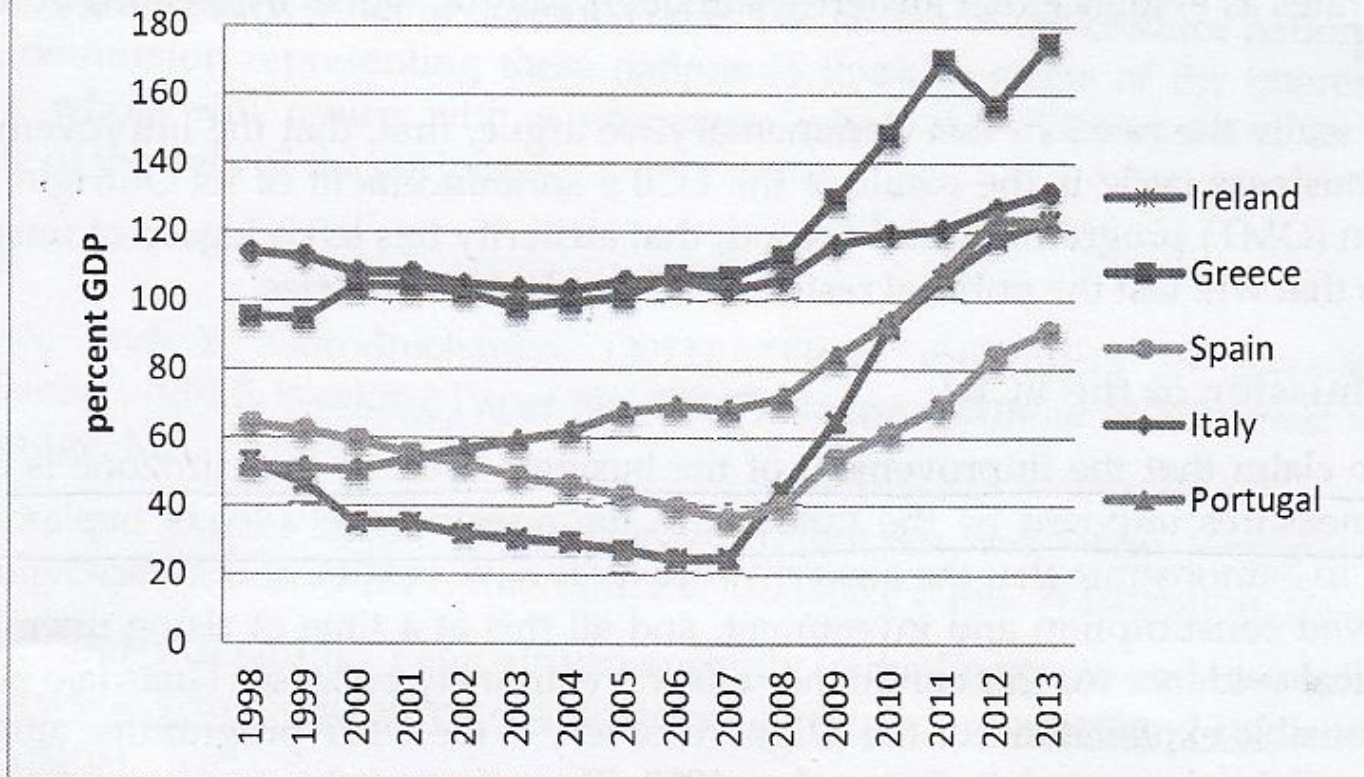
“What we have done, everyone else can do” (A. Merkel, “Guardian”, 25.9.2013)

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

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 |

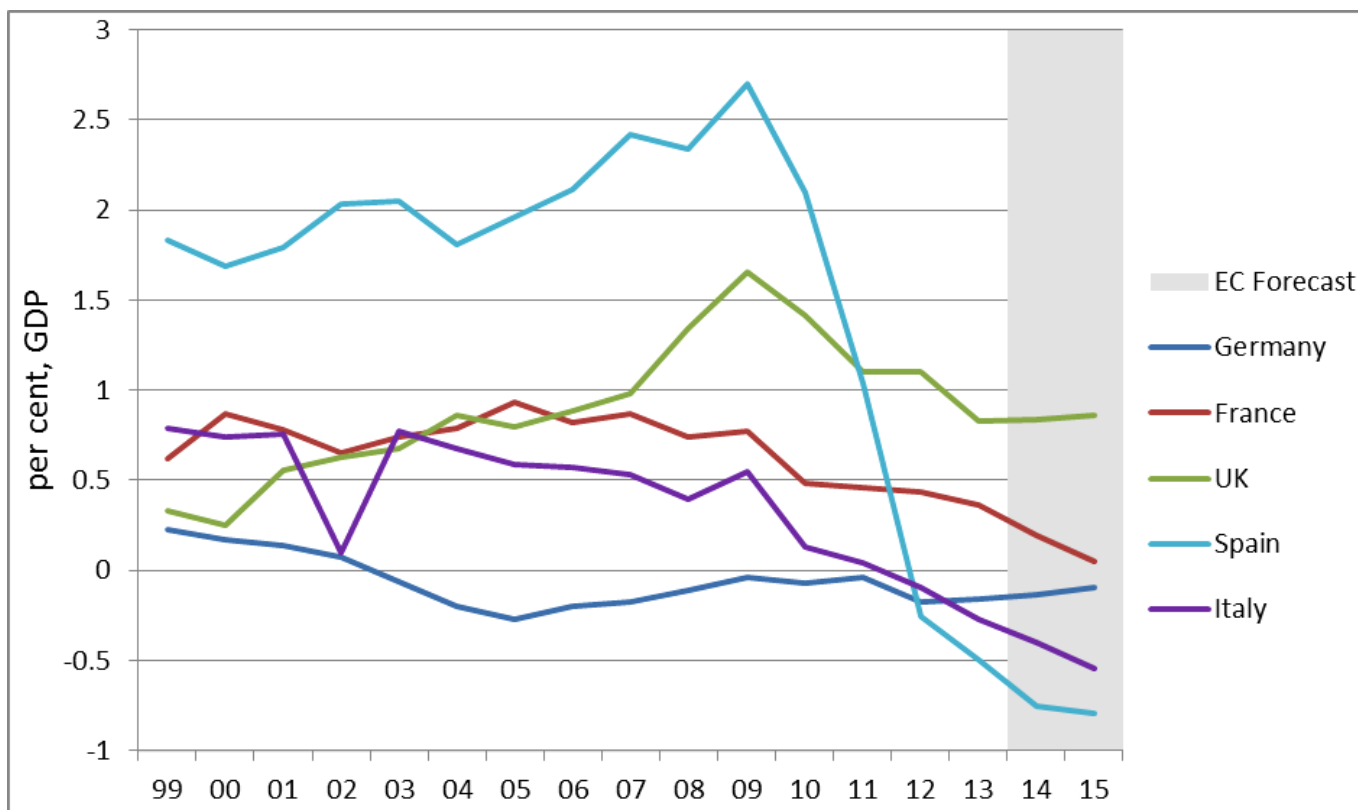
Bruegel 2014b, tab. 1

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

Net public investment, 1999-2015



Source: Tilford (2014)

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»