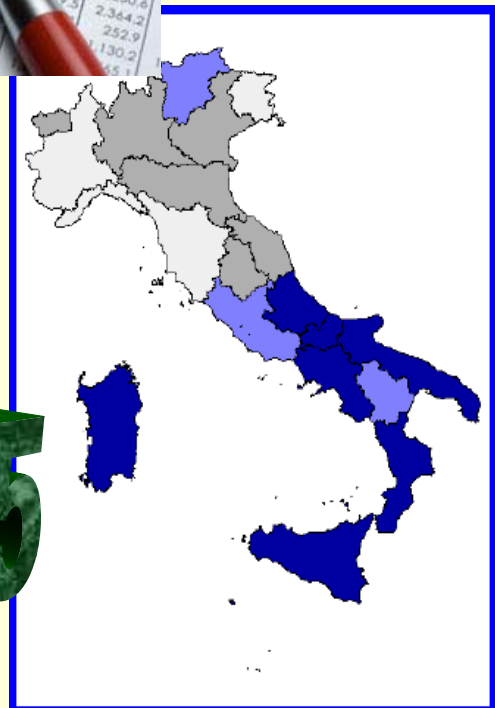


DICEMBRE 2010

UFFICIO STUDI CISL



FOCUS 15

**IL CIRCOLO VIZIOSO TRA
CRISI FINANZIARIA E BASSO
SVILUPPO**

FOCUS

IL CIRCOLO VIZIOSO TRA CRISI FINANZIARIA E BASSO SVILUPPO¹

Dicembre 2010

A cura di:
Bruno CHIARINI
Univ. Napoli Parthenope

Gabriele OLINI
Uff. Studi CISL

La situazione congiunturale

La ripresa economica globale si è confermata durante l'autunno fiacca e con molte incertezze. Per di più l'OCSE ha rivisto verso il basso le previsioni per il 2011; per l'insieme dell'area si stimava a maggio una crescita del 2,8% per l'anno prossimo, mentre oggi si valuta non oltre il 2,3%. Negli Stati Uniti i bilanci delle imprese hanno presentato conti complessivamente migliori, ma i dati dell'occupazione e le attese dei consumatori restano depressi; incidono la forte distruzione della ricchezza che si è avuta e un mercato del lavoro ancora in difficoltà. Per il 2011 l'OCSE prevede con il 2,2% una crescita inferiore a quella registrata nel 2010. La disoccupazione negli USA dovrebbe rimanere prossima al 10 per cento.

Le economie più dinamiche rimangono quelle emergenti, in particolare la Cina. Nondimeno per effetto delle politiche della banca centrale il paese ha rallentato un po'; sorte non diversa ha avuto il Brasile per effetto della rivalutazione della moneta.

Le nuove iniezioni di liquidità al sistema finanziario (il 2 dicembre, la Banca centrale europea ha annunciato che i tassi d'interesse resteranno fermi all'1%, minimo storico per il ventesimo mese consecutivo) *manterranno bassi i tassi di*

OCSE Previsioni del PIL

Var. %

	2010	2011	2012
Stati Uniti	2,7	2,2	3,1
Giappone	3,7	1,7	1,3
Area Euro	1,7	1,7	2,0
- Italia	1,0	1,3	1,6
- Germania	3,5	2,5	2,2
- Francia	1,6	1,6	2,0
- Spagna	-0,2	0,9	1,8
TOTALE OCSE	2,8	2,3	2,8
Brasile	7,5	4,3	5,0
Cina	10,5	9,7	9,7
India	9,9	8,0	8,5
Indonesia	6,1	6,3	6,0
Federazione Russa	3,7	4,2	4,5
Sud Africa	3,0	4,2	4,5

Fonte: OCSE, *Economic Outlook*, Novembre 2010

¹ Chiuso il 7 dicembre 2010

interesse. Questo consente di non esacerbare i problemi di servizio del debito in quasi tutti i paesi industrializzati alle prese con il risanamento delle finanze pubbliche, ma pone gravi problemi alla stabilità finanziaria e monetaria. Quella della liquidità non può rappresentare l'unica exit strategy delle banche centrali. La liquidità "pompata" in gran quantità all'inizio della crisi ha indubbiamente aiutato a riportare stabilità ai mercati finanziari ma, come recentemente sottolineato dalla Banca dei Regolamenti Internazionali, "non si può mantenere una politica monetaria espansionistica troppo a lungo. I bassi tassi di interesse possono distorcere le decisioni e gli investimenti". **La minaccia maggiore è la formazione delle "bolle"**.

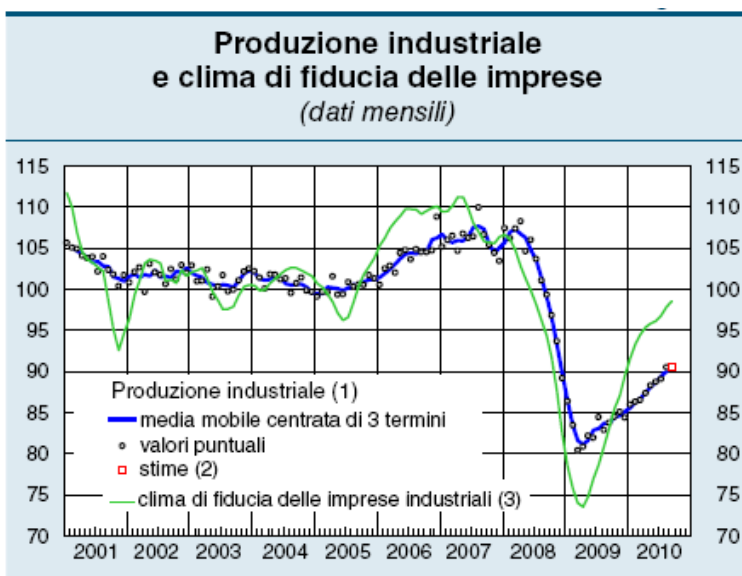
In Europa la Germania ha svolto il ruolo di locomotiva grazie alla capacità di esportare in aree ad elevato sviluppo. L'economia tedesca è sostenuta da una politica industriale e della produttività, che ha accompagnato la crescita. E' questa una strada che dovremmo percorrere noi stessi, anche se naturalmente gli strumenti andrebbero declinati con le caratteristiche specifiche del sistema produttivo. Molti hanno sottolineato che la strategia tedesca è troppo nazionale; tende, in mancanza di un adeguato quadro europeo, basato sulla cooperazione ed il coordinamento, a scaricarsi sulle economie meno dinamiche dell'area.

Nel resto dell'Europa i tassi di crescita sono rimasti nel 2010 decisamente più contenuti ed attualmente le politiche di bilancio tendono ad essere molto più restrittive. Nel complesso dell'area Euro la crescita è prevista nell'anno in corso dell'1,7% rispetto ad una caduta del 4,1% del 2009; il ritmo non è destinato a migliorare l'anno prossimo. L'attività economica resta inferiore ai livelli pre crisi. Lo sviluppo è guidato dalle esportazioni, mentre i consumi delle famiglie restano complessivamente deboli (-0,8%). In sofferenza sono i paesi più colpiti dalla crisi finanziaria, *in primis* Spagna e Grecia, con tassi ancora negativi.

Per l'Italia le previsioni del PIL di OCSE e Unione Europea per il 2010 sono dell'1-1,1%, meno dei principali partner ed inferiori all'attesa della primavera scorsa. La produzione resta ben lontana dai livelli pre crisi; nell'industria siamo ancora tra il 15 ed il 20 % sotto i livelli del 2007; per il PIL sotto di quasi sei punti. Da noi, ancor più che negli altri paesi, le esportazioni sono state il fattore trainante. Anche gli investimenti hanno avuto una buona dinamica per effetto degli incentivi pubblici. I consumi delle famiglie sono previsti dall'OCSE in crescita nel 2010 appena dello 0,4%, ben lontani dal recuperare la caduta del 2,5% nel biennio 2008-2009 e l'aumento della popolazione;

i consumi pro capite sono, infatti, inferiori intorno a 3 punti percentuali rispetto ai livelli pre crisi. Le prospettive di crescita del PIL non sono rosee neanche per il 2011; entrambi i centri di previsione non vanno oltre l'1,1 – 1,3%.

L'Italia, inoltre, ha un elemento fortemente negativo, accentuato dalla crisi: l'andamento della produttività. Secondo l'ISTAT nel periodo 2000-2009 la produttività del lavoro presenta un andamento complessivamente negativo (-0,5 per cento in media d'anno), che sconta una dinamica sfavorevole del valore aggiunto (-0,2 per cento in media d'anno) associata ad una crescita



Fonte: elaborazioni su dati ISAE, Istat e Terna.

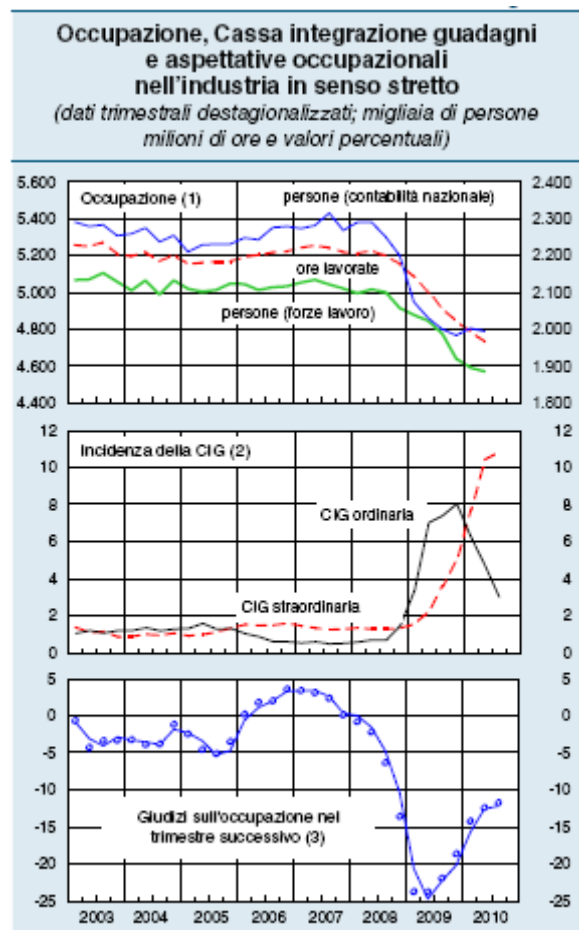
Figura 1 Fonte: Banca d'Italia

delle ore lavorate (0,4 per cento in media d'anno); tutto ciò nonostante la crescita della scolarizzazione che si è avuta tra gli occupati in questi anni. L'andamento negativo della produttività si è accentuato naturalmente con la crisi; se manca la ripresa economica il rischio di una riduzione degli organici si accentua.

Secondo il Cnel la crisi ha fatto perdere un milione di posti di lavoro. Metà di questi è ancora all'interno delle aziende. L'altra metà è diventata disoccupata. In una prima fase i più colpiti sono stati i lavoratori atipici e, quindi, i giovani, mentre oggi la crisi è più spostata sui dipendenti assunti

a tempo indeterminato. Il tasso di disoccupazione corretto per tener conto della Cassa Integrazione è in crescita. I disoccupati nel 3° trimestre erano oltre due milioni; vi sono poi altri 340 mila unità se si riportano a tempo pieno i cassaintegrati. In molti casi si stanno ormai esaurendo i tempi per l'erogazione della CIG, spingendo verso i licenziamenti, specie in quelle realtà aziendali maggiormente colpite dalla recessione. Si pone con urgenza la questione di un'exit strategy delle politiche del lavoro, che sappia limitare le conseguenze sociali della crisi senza disincentivare le azioni di ricerca e di riqualificazione da parte dei lavoratori coperti da forme di sussidio. Ma anche di come dare più fiato allo sviluppo economico italiano e di accompagnare il recupero dell'occupazione con la crescita della produttività.

Nonostante la profondità della crisi il sistema della contrattazione collettiva, come modificato ad inizio 2009, non si è inceppato. L'accordo ha favorito una chiusura più rapida dei contratti da rinnovare; quasi tutti sono stati unitari, molti sono stati siglati prima della scadenza a dimostrazione che le nuove regole aiutano la contrattazione. Secondo i dati dell'Istat a ottobre 2010 una larga parte dei dipendenti dell'industria (oltre il 90%) era coperta da contratto in vigore; una percentuale elevata si ha anche nei servizi privati (circa il 65%), dove, però, emergono alcune sacche di sofferenza. Tutt'altro discorso si ha naturalmente nel settore pubblico con il blocco



Fonte: elaborazioni su dati Istat, Rilevazione continua sulle forze di lavoro e Conti economici trimestrali, INPS e ISAE, Inchiesta sulle imprese manifatturiere.

Figura 2 Fonte: Banca d'Italia

della contrattazione. Il nuovo accordo non ha determinato perdite alla retribuzione, come sostenevano i critici. *I dati a consuntivo dicono che le retribuzioni da contratto nazionale tengono;* da gennaio ad ottobre 2010 secondo l'Istat le retribuzioni contrattuali sono cresciute del 2,2% a fronte di un aumento dell'IPCA non depurato dell'1,6%. *Molto diverso il discorso sulle retribuzioni di fatto, che, in ragione della crisi, cedono* per il calo delle ore lavorate e la riduzione delle voci più legate ai momenti positivi del ciclo (negoziazione aziendale, bonus, benefits, avanzamenti di carriera).

Una modesta riduzione del disavanzo pubblico emerge dai dati disponibili sui primi nove mesi del 2010. Alla fine di settembre, nella Decisione di Finanza Pubblica, il Governo ha aggiornato le sue previsioni; le nuove stime sono in linea con il percorso di consolidamento concordato in sede europea e confermato a maggio. *L'indebitamento netto scenderebbe lievemente quest'anno*

rispetto al 2009, con il 5,0 per cento del PIL, come confermato dalle previsioni sia dell'OCSE che dell'Unione Europea; per il 2011 l'Ocse come la DFP stimano un disavanzo del 3,9%; più pessimista, soprattutto a causa della prevista bassa crescita del PIL, l'Unione Europea con un indebitamento netto valutato al 4,3% del PIL. Invece sia l'OCSE che la UE valutano che i valori dovrebbero restare sopra il 3% nel 2012. L'incidenza del debito pubblico sul prodotto è salita molto, dal 104 per cento del 2007 al 118,5 per cento quest'anno; nel 2011 dovrebbe sfiorare il 120%.

La “guerra delle valute”

La profondità della crisi e le misure altrettanto eccezionali, che i diversi paesi hanno posto in campo per affrontarla, incidono sullo scenario economico e soprattutto mettono in tensione gli equilibri tra le aree. Si è sviluppato in questi mesi un acceso confronto fra i diversi paesi sui rapporti di cambio tra le monete; si arriva a parlare di “guerra delle valute”. La discussione va molto oltre i tradizionali protagonisti (Stati Uniti, Giappone ed Europa), coinvolgendo i paesi emergenti, come il Brasile, ma soprattutto la Cina.

L'andamento dei cambi rimane caratterizzato da un'elevata instabilità; l'euro si è rivalutato nel corso del 2009 fino ad un massimo di 1,50 nei rapporti con il dollaro; poi è seguito un forte apprezzamento della valuta americana, in coincidenza con la crisi greca, fino ad un rapporto di 1,18 con una svalutazione dell'euro di oltre il 21%; questo aveva favorito una ripresa delle esportazioni comunitarie in particolare verso le economie più dinamiche dell'Estremo Oriente. La direzione successivamente è cambiata di nuovo; nei mesi estivi il cambio del dollaro si è sensibilmente deprezzato, riflettendo l'indebolimento della congiuntura negli Stati Uniti e la politica monetaria fortemente espansiva della Federal Reserve, fino a superare 1,40 dollari per un euro. Ed infine la moneta europea è tornata a svalutarsi con la crisi irlandese, il 1 dicembre era a 1,31: un'altalena che crea una situazione di grande incertezza per gli esportatori e via via impulsi di segno opposto a livello macro.

Rispetto al dollaro l'apprezzamento è stato più forte per la moneta brasiliana, il *real*, (+35% verso il dollaro in un anno) tanto da spingere il governo a tassare i capitali in entrata; si teme, infatti, una brusca perdita di competitività. La valuta cinese, invece, è rimasta lungamente ancorata al dollaro; ciò è possibile impiegando i forti surplus commerciali di Pechino per acquistare titoli del debito pubblico americano. Per bloccare il cambio con il dollaro il governo cinese è costretto a concedere una quantità crescente di credito ad un debitore di cui non è certissima la solvibilità sul lungo

Da Economist



termine; lo stesso credito è, peraltro, esposto al rischio di svalutazione del dollaro. Inoltre Pechino deve acquistare dagli esportatori cinesi i dollari dando loro grosse quantità di *yuan*; cresce, dunque, molto la quantità di moneta in circolazione in Cina. Il confronto tra i due paesi è difficile; vi è una pressante richiesta americana di rivalutare lo *yuan*, ponendo fine a quella che viene considerata una concorrenza sleale; in mancanza, si punta a dazi più elevati sulle importazioni cinesi. *Un ulteriore allentamento della politica monetaria americana è stata letta a Pechino, e non solo lì, come l'innesco di una svalutazione competitiva, che mira a ridurre largamente i cambi del dollaro.*

Recentemente, infatti, seicento miliardi di dollari di debito pubblico americano sono stati acquistati dalla Fed. Una cifra enorme corrispondente a circa un terzo della ricchezza prodotta in Italia in un anno. Questa nuova iniezione di liquidità consente di mantenere i tassi di interesse molto bassi e di rendere il dollaro ancora più debole rispetto all'euro e alla moneta cinese – fatto che faciliterà le esportazioni dagli USA .



Nel contempo in Cina, ed in generale in Asia, la grande liquidità determina, come sottolineato dal Fondo Monetario, la creazione di *bolle speculative*. Queste rischiano di scoppiare, prima di tutto nel settore immobiliare, con le conseguenze che ormai conosciamo. La Cina sperimenta oggi anche una crescita dell'inflazione, che sebbene su livelli non troppo alti, intorno al 3,5%, preoccupa il governo. Ciò ha portato Pechino ad un rialzo a sorpresa dei tassi di interesse. Si è voluto raffreddare un sistema economico, che sembra correre troppo; questo, d'altra parte, può determinare un rallentamento di tutto il resto dell'economia mondiale.

Il G20 di metà novembre si è chiuso sostanzialmente con un armistizio e senza grossi risultati sostanziali; il comunicato finale accontenta un po' tutti, ma le risposte non sono troppo definite. Si dice che i cambi devono essere determinati dai mercati e riflettere i fondamentali dell'economia, formula di scuola, ma che può essere tirata da tutte le parti. Per affrontare gli squilibri tra paesi con forti attivi e paesi in deficit si ricorrerà alla fissazione di linee

guida, redatte con il supporto del Fondo Monetario Internazionale; una serie di indicatori, al momento non meglio precisati, segnaleranno in anticipo gli squilibri, che andranno affrontati (come?). Il Direttore del FMI ha detto che si è trattato più di una sessione di discussioni che di conclusioni.

Decisamente più concreta la decisione di adottare le proposte del Board sulla Stabilità Finanziaria, guidato da Draghi. Le nuove norme devono garantire, dopo la crisi del 2007 – 2008, una maggiore sicurezza per il sistema bancario e richiedono requisiti più severi di capitalizzazione degli istituti di credito.

Il rientro dall'indebitamento

In Europa, intanto, dopo la crisi greca il dibattito si è concentrato più che su come sostenere un tasso di sviluppo modesto su come favorire il rientro da una situazione di esposizione della finanza pubblica per gli interventi del 2008 e del 2009. Dopo una fase keynesiana, si è sterzato decisamente su approcci più ortodossi. Sono stati spinti ad intervenire sia i paesi in migliori

condizioni di finanza pubblica, sia quelli più in difficoltà. La conseguente sintonia viene contestata perché può inevitabilmente colpire i potenziali di sviluppo di tutti i paesi; occorrerebbe, invece, un coordinamento delle politiche economiche tra i paesi che necessitano un maggiore rigore e quelli che invece potrebbero sostenere consumi ed investimenti.

Di questa nuova fase di *politiche di bilancio restrittive* sono testimonianza gli interventi decisi nel corso del 2010 da due paesi importanti come la Germania e la Gran Bretagna e a valere per gli anni successivi.

A Berlino una norma costituzionale approvata nel 2009 obbliga ad un calo progressivo del disavanzo pubblico strutturale fino a raggiungere lo 0,35% del PIL nel 2016 attraverso una continua riduzione del deficit strutturale a partire dal 2011. Dall'attuale 5% si dovrebbe arrivare sotto al 3% nel 2013. E' stata quindi decisa una manovra di 80 miliardi in 4 anni (3,3% del Pil tedesco), composta da tagli alla spesa (welfare, difesa, dipendenti pubblici) e nuove entrate. L'obiettivo è quello di una riduzione strutturale dello 0,5% all'anno; il 40% degli interventi si dovrebbe concentrare nel biennio 2011-2012, mentre la quota prevalente finirebbe nel 2013, anno di elezioni federali. La manovra di risanamento del bilancio è stata criticata perché non sufficientemente equilibrata sul piano sociale e gravosa per i meno abbienti. Le misure più importanti prevedono interventi sul welfare attraverso una riduzione dei sussidi ai disoccupati, volta a favorire anche una più attiva ricerca del lavoro (30 mld € in quattro anni), e meno aiuti alle coppie con figli (2,4 mld €). Altri tagli della spesa riguardano la pubblica amministrazione: è prevista una riduzione di 10/15.000 posti entro il 2014; l'annullamento degli aumenti delle gratifiche natalizie dal 2011; un taglio degli stipendi dei dipendenti pubblici federali del 2,5%. La manovra cerca di limitare gli effetti negativi sulla crescita e a preparare l'economia per il futuro, riservando fino a 12 miliardi di euro in nuovi investimenti nella ricerca, nello sviluppo e nell'istruzione, considerati quali pilastri per la futura sostenibilità della società; questo ha portato ad aumentare i finanziamenti per l'educazione e a chiedere ai singoli Land di destinare una quota del 10% dei bilanci per la ricerca e lo sviluppo.



La manovra di risanamento del bilancio è stata criticata perché non sufficientemente equilibrata sul piano sociale e gravosa per i meno abbienti. Le misure più importanti prevedono interventi sul welfare attraverso una riduzione dei sussidi ai disoccupati, volta a favorire anche una più attiva ricerca del lavoro (30 mld € in quattro anni), e meno aiuti alle coppie con figli (2,4 mld €). Altri tagli della spesa riguardano la pubblica amministrazione: è prevista una riduzione di 10/15.000 posti entro il 2014;

l'annullamento degli aumenti delle gratifiche natalizie dal 2011; un taglio degli stipendi dei dipendenti pubblici federali del 2,5%. La manovra cerca di limitare gli effetti negativi sulla crescita e a preparare l'economia per il futuro, riservando fino a 12 miliardi di euro in nuovi investimenti nella ricerca, nello sviluppo e nell'istruzione, considerati quali pilastri per la futura sostenibilità della società; questo ha portato ad aumentare i finanziamenti per l'educazione e a chiedere ai singoli Land di destinare una quota del 10% dei bilanci per la ricerca e lo sviluppo.

Il Governo inglese ha annunciato un taglio della spesa pubblica per 92 miliardi di euro entro il 2015, che dovrebbe riportare la percentuale delle uscite dall'attuale 44 % del PIL al 38 %. Il disavanzo britannico oggi si aggira intorno all'11% del Prodotto Interno, lievitato per i salvataggi finanziari e per la crisi economica conseguente; l'obiettivo è quello di arrivarlo, al netto della componente più ciclica. Le spese più colpite sono quelle per il welfare (20 mld di € pari al 22% della manovra), con l'innalzamento a 66 anni dell'età di pensionamento, tagli agli assegni familiari e a diverse tipologie di sussidi, comprese una parte delle indennità di disoccupazione; si ridimensiona fortemente l'approccio universalistico del welfare inglese. Saranno cancellati 500 mila posti di lavoro nella Pubblica Amministrazione, con un calo di circa l'8% dell'organico; i tagli per i ministeri sarà diversificato con un impatto che andrà da oltre un terzo per il Tesoro al 20% per l'Energia; ugualmente colpiti saranno i trasferimenti agli enti locali, con possibili ricadute sui cittadini. Non saranno coinvolte invece la Sanità e l'Istruzione ed anche i tagli alla Difesa sono limitati. Uno dei principali commentatori del Financial Times, Martin Wolf, ha considerato la cura dimagrante eccessiva e l'impatto contrattivo sull'economia pari a circa l'1 - 2% del PIL l'anno.

Ma il segno della nuova fase è dato dalla ricerca di nuove regole della governance economica europea. Una task force dei Ministri dell'Economia dell'Unione ha definito un progetto per la revisione del Patto di stabilità approvato dal Consiglio dei Capi di Stato e di Governo di fine ottobre a Bruxelles. *La nuova versione punta a rafforzare il controllo sui bilanci pubblici, inasprendo le regole, ma al contempo allargando i riferimenti a partire dal 2012. Si sancisce il principio che oltre al parametro del debito si terrà conto di "altri fattori rilevanti"*, tra cui il risparmio privato, la sostenibilità nel medio periodo delle finanze pubbliche, il debito pensionistico. Per l'Italia si tratta di una formulazione decisamente meno stringente del puro riferimento al debito pubblico. Nel testo non compaiono per ora riferimenti numerici relativi al percorso di riduzione del debito, come nella precedente ipotesi della Commissione. *Questo dovrebbe allontanare la probabilità per l'Italia e gli altri paesi di super manovre per accelerare il rientro dal debito, anche se non è escluso che criteri quantitativi vengano individuati ed applicati successivamente.* E' stata particolarmente travagliata la definizione della procedura per l'applicazione delle sanzioni; questa rimane la parte più esposta alle contestazioni di chi, come la Banca Centrale Europea, considera il testo troppo debole. Si scontrano due approcci: uno più basato sull'automatismo e sulla tempestività delle sanzioni in caso di sfondamento ed un altro più "politico", impostato su tempi di aggiustamento maggiori. Nel compromesso le sanzioni saranno semiautomatiche: un paese contro cui venisse aperta una procedura per deficit o per debito eccessivo, avrà sei mesi di tempo per varare le misure correttive che l'Europa gli chiederà di adottare. Se non rispetterà questa scadenza, scatteranno le sanzioni previste dal Patto (congelamento dello 0,2% del Pil che dopo un certo periodo di infrazione diventa prelievo forzoso). Le sanzioni verranno proposte dalla Commissione e potranno essere bloccate solo da una maggioranza qualificata di voti al Consiglio, difficilmente raggiungibile. A breve andranno definite le regole operative del nuovo Accordo Quadro del Patto di Stabilità, che saranno naturalmente molto importanti per spingere in una direzione piuttosto che in un'altra; si è detto a proposito che il diavolo è nei dettagli. Il meccanismo utilizzato per il salvataggio della Grecia non sarà utilizzato oltre il 2013, ma verrà adottato un meccanismo anticrisi permanente. Si è raggiunto un accordo per proporre in una fase 2 entro il 2013 una riforma del Trattato di Lisbona che introduca sanzioni politiche, compresa la sospensione del diritto di voto, contro i Paesi che non rispetteranno i criteri di disciplina. Il tutto andrebbe definito al vertice di dicembre 2010.

La crisi irlandese e i timori per l'"effetto domino"

Subito dopo il vertice di Bruxelles di fine ottobre, che, attraverso una nuova governance europea, avrebbe dovuto costituire un passo decisivo per assicurare i mercati sulla sostenibilità di medio e lungo periodo delle finanze pubbliche dei paesi europei, è, invece, scoppiata una nuova crisi, che, a partire da un paese bersaglio, nel caso l'Irlanda, si è diffusa in cerchi concentrici al resto del Vecchio Continente.

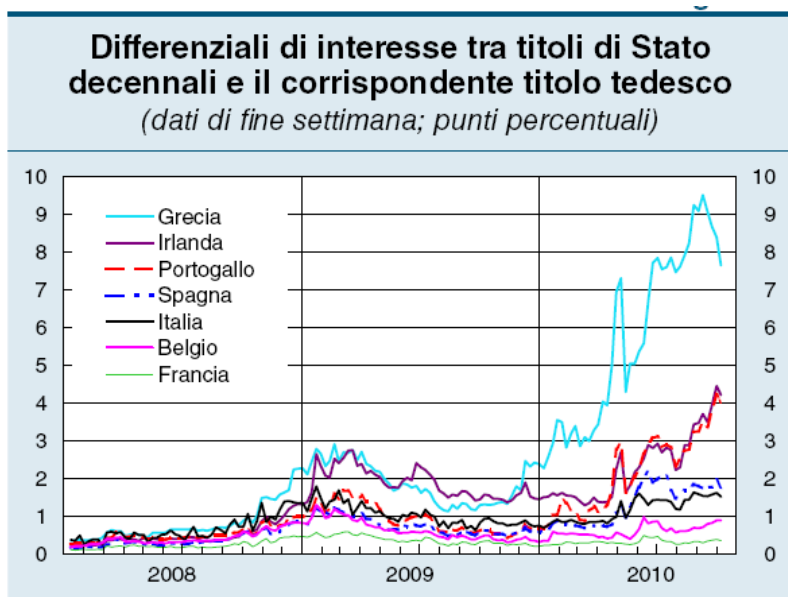
L'aspetto più evidente di questa situazione è la crescita dei differenziali dei tassi di interesse dei titoli pubblici di tutti i paesi che vengono percepiti meno solidi rispetto a quelli tedeschi, così come era avvenuto durante la crisi greca all'inizio dell'anno. I mercati riflettono così il rischio della sopravvivenza dell'Euro. Le tensioni sono esplose all'indomani delle dichiarazioni



della Sig.ra Merkel; il Cancelliere ha sostenuto la necessità che anche i capitali privati debbano assumersi i rischi di un'eventuale insolvenza di qualche paese; la stabilità non deve essere a carico dei contribuenti europei (soprattutto dei paesi più solidi). Era un'evidente risposta ad una domanda di una parte dell'elettorato tedesco, preoccupata di dover pagare per paesi, come per la Grecia, finanziariamente meno disciplinati. I mercati hanno interpretato l'affermazione del Cancelliere tedesco, considerato vero referente politico dell'Unione Europea, non tanto per le buone intenzioni a favore del contribuente europeo; hanno, piuttosto, capito l'esistenza a breve o medio termine di un rischio concreto di insolvenza di un paese; hanno inteso, inoltre, che sottoscrivere titoli pubblici non tedeschi espone al rischio, con pochissime eccezioni, alla perdita almeno di una quota del capitale (cosiddetto “**taglio dei capelli**”).

La Merkel, di fatto, aveva affermato che gli strumenti di garanzia europei, costruiti faticosamente e con tanto ritardo dopo la crisi greca, non avrebbero assicurato una copertura totale dai rischi di insolvenza; questo riportava indietro ai momenti di maggiore tensione dell'inizio dell'anno. *L'effetto è stato che tutti i contribuenti dei paesi più deboli si sono trovati di fronte ad una crescita dei tassi di interesse richiesti sui titoli del loro debito pubblico; come pure che la probabilità di dover ricorrere a strumenti di garanzia cofinanziati dai paesi è enormemente cresciuta, con buona pace anche degli interessi dei contribuenti dei paesi più virtuosi.*

Gli interessi sui titoli decennali greci sono così arrivati a fine novembre al 12%, crescendo in un



mese di 2 punti e mezzo. La corsa è stata ancora più forte per l'Irlanda; il suo costo del debito è salito a 9 punti e ½ con una crescita di ben tre punti. Il tallone di Achille è il sistema bancario, piagato dallo scoppio di una bolla immobiliare tra le più rilevanti a livello mondiale; si è trattato del frutto di un decennio di esuberanza del credito privato in Irlanda; tassi di interesse reali negativi ed una debole disciplina urbanistica hanno portato a far crescere a dismisura gli investimenti immobiliari; come e più che negli Stati Uniti, al momento della crisi internazionale, il tutto si è tradotto nel crollo dei prezzi delle case e

generalizzate insolvenze per chi si era troppo indebitato. In questi mesi la Banca Centrale Europea ha fornito largamente liquidità alle banche irlandesi; queste, però, si sono trovate sui mercati internazionali in difficoltà a trovare finanziamento aggiuntivo, quando è apparso che le insolvenze di famiglie ed imprese irlandesi erano maggiori di quanto si aspettasse.

Le finanze pubbliche irlandesi, da sempre additate ad esempio di virtù per il basso livello di deficit e di debito, si sono dovute caricare l'onere della crisi del settore bancario; l'indebitamento pubblico, cioè il saldo dell'anno tra entrate ed uscite, è salito ad oltre il 14% nel 2009 e addirittura al 32% nel 2010. Il debito pubblico accumulato in rapporto al PIL, pur partendo da livelli bassissimi, è esploso, toccando il 100% del PIL; inoltre è in gran parte in mani estere ed il suo finanziamento quindi è più volatile.

Il governo è intervenuto duramente con un notevole aumento del carico fiscale, alzando l'Iva e tagliando drasticamente il welfare del paese. L'obiettivo dell'ultimo intervento è quello di riportare a fine percorso il deficit di bilancio alla soglia critica del 3 per cento del Pil; si tratta di 6 miliardi di euro per il 2011, che rapportata alla popolazione irlandese (4,4 milioni), corrisponde ad una manovra italiana di 80 mld; vi sono stati l'aumento dell'imposizione diretta e la riduzione dei dipendenti pubblici; sono stati tagliati il salario minimo, quello dei neoassunti nel settore pubblico (-10%), le pensioni statali; aumentate le tasse universitarie, quelle sul carbone, le tariffe dell'acqua. Tra le misure anche l'innalzamento dell'età pensionabile a 66 anni nel 2014, 67 nel 2021 e 68 anni nel 2028. Il paese ha strenuamente difeso rispetto ai partner europei l'aliquota del 12,5% sul reddito delle imprese, che ha tradizionalmente attirato gli investimenti esteri ed anche consentito alle multinazionali di sottoporre alla più comprensiva normativa fiscale irlandese profitti in realtà conseguiti altrove; una forma di concorrenza fiscale che erode a vantaggio dell'Irlanda gli imponibili dei partner e che questi, chiaramente, non gradiscono. Il governo di Dublino ha anche deciso un'ulteriore correzione di 9 miliardi del disavanzo per il triennio successivo, con un totale nel quadriennio di 15 miliardi di €, corrispondenti secondo un metro italiano a 205 miliardi di euro.

D'altra parte *è molto dubbio che funzioni una cura da cavallo* di questo genere. Gli effetti deflattivi dell'intervento sulla domanda interna dovrebbero essere, infatti, più che compensati dai cosiddetti effetti non-keynesiani; bisognerebbe ipotizzare, cioè, che attraverso la riduzione del debito pubblico, i cittadini verrebbero rassicurati sulle prospettive future e questo dovrebbe influenzare positivamente, la spesa delle famiglie e gli investimenti delle imprese.² Con le cifre che



abbiamo visto, c'è fortemente da dubitare sulla rilevanza di tali effetti. L'obiettivo del piano del governo irlandese, sostenuto da Bruxelles, di portare la disoccupazione sotto il dieci per cento e dar vita ad un tasso di crescita positivo sembra irrealizzabile. E' vero che occorre mettere ordine alle finanze pubbliche e riparare un sistema bancario dissestato, ma è altrettanto vero che il costo del salvataggio appare enorme, rischioso e mal affrontato.

Di fatti la drastica cura non sembra aver calmato i mercati. Il richiamo della Merkel pareva calzare al caso irlandese; e la realtà è più complicata di quello che appare. *Le banche più esposte con Dublino sono, oltre che quelle inglesi, proprio quelle tedesche e cedimenti degli istituti dell'ex tigre celtica avrebbero conseguenze deleterie sulla stabilità dei gruppi finanziari in Germania.* Le tensioni sono rimaste elevate anche nei

mercati e gli spread, i differenziali tra i tassi di interesse sui titoli pubblici, si sono allargati come pure il numero di paesi coinvolti. Si tratta di un "effetto domino", che sembra coinvolgere sempre nuove economie. Gli analisti ritengono che la speculazione potrebbe spostarsi massicciamente sul Portogallo e poi sulla Spagna.

² Si parla di effetti ricardiani opposti a quelli keynesiani. Ricardo nel 1820 aveva argomentato che la scelta di finanziare le spese governative attraverso il debito piuttosto che con un aumento delle tasse non ha influenza sul livello della domanda. L'aumento del debito pubblico porterebbe i cittadini a risparmiare di più per anticipare l'aumento delle tasse che prima o poi prevedano ci sia per loro o per i loro figli. Lo stesso Ricardo aveva considerato con circospezione una tale conclusione; il dibattito di letteratura ha evidenziato che le ipotesi necessarie a validare l'assunto sono molto restrittive.

Dopo molte tergiversazioni, il governo irlandese ha negoziato un pacchetto di aiuti con prestiti di 45 miliardi di € da parte dei Fondi dell'Unione Europea per gli Stati in difficoltà, di altri 22,5 mld € da parte del Fondo Monetario Internazionale; in più il Governo di Dublino ha prelevato 17,5 mld dal Fondo di riserva delle Pensioni, originariamente destinato a finanziare il sistema previdenziale a partire dal 2025. Gli 85 miliardi in totale serviranno per ricapitalizzare le banche irlandesi (35 mld) e finanziare il bilancio pubblico irlandese senza dover ricorrere necessariamente al mercato (50 mld). Ma anche dopo che è stato lanciato il salvagente europeo sono continuate le turbolenze sui mercati internazionali. Lunedì 29 novembre, dopo l'intervento europeo in favore dell'Irlanda, si era saliti a 453 punti base, cioè 4,53 punti % per il Portogallo, 274 per la Spagna e 195 per l'Italia, quindi praticamente due punti percentuali. Si tratta in definitiva di una graduatoria che segna il rischio di contagio tra i diversi paesi. La malattia non è finita. Vi è chi osserva che Grecia ed Irlanda sono paesi piccoli sia per la popolazione che per PIL. L'intervento di salvataggio, pure se importante, ha richiesto una quantità di risorse non enorme; le altre economie, se coinvolte, richiederebbero risorse molto più grandi. In caso di contagio sistemico i fondi di stabilizzazione negoziati a livello di Unione sarebbero del tutto insufficienti.

Come già avvenuto con la Grecia, *le tensioni sulla solvibilità di un paese aderente si sono puntualmente riflesse sul valore dell'Euro*. Questo si è svalutato nel mese di novembre rispetto a dollaro e yen. L'idea è che i paesi in affanno potrebbero essere tentati di tornare alla moneta nazionale, ridenominare il debito nella valuta locale e svalutare per ritrovare competitività e equilibrio finanziario. O che, al contrario, per evitare la fine della moneta unica, i paesi più stabili dovrebbero, a malincuore, accettare un allentamento dei vincoli del Patto di Stabilità, eventualità questa diventata meno probabile dopo gli accordi di Bruxelles di ottobre.

Come affrontare una situazione così intricata? *La risposta più probabile sta nell'intervento della Banca Centrale Europea, che per tranquillizzare i mercati potrebbe decidere di acquistare i bond dei paesi in difficoltà, così come avvenuto in primavera*; la giustificazione sarebbe nell'esistenza di distorsioni sui mercati finanziari, che portano i tassi di interesse su livelli non giustificati. Si tratterebbe di ripetere quanto fatto nel caso greco; comprando titoli e riversando moneta sui mercati si seguirebbe, inoltre, l'esempio della Federal Reserve americana. Le obiezioni ad un approccio di questo genere stanno nei rischi legati ad un eccesso di liquidità con la creazione di nuove bolle e la possibilità di una ripresa dell'inflazione.



Di fatto un costo del denaro che perdura a livelli molto bassi incoraggia il sistema bancario a prendere denaro in prestito a breve termine e investirlo in attività a rischio, rimandando i necessari aggiustamenti di bilancio. Le banche hanno fatto dei progressi nel mettere in ordine i propri bilanci, ma il processo non è affatto completato. Con tassi bassi e in presenza di una riforma finanziaria debole, si rischia di rigenerare gli stessi elementi speculativi che hanno condotto alla presente crisi.

Insistere iniettando liquidità come unico sistema di uscita dalla crisi produce inoltre due effetti: una situazione di "trappola di liquidità" dove la politica monetaria non ha più nessun effetto sulle quantità reali; fare intendere ai mercati di non preoccuparsi troppo degli squilibri di finanza pubblica in quanto (attraverso le autorità monetarie) lo Stato sarà sempre l'acquirente di ultima istanza.

Come ricordato recentemente da Martin Feldstein, già consigliere di Reagan e Obama, la politica di espansione quantitativa può costituire un azzardo pericoloso con pochi benefici potenziali e un

rischio concreto di creare bolle speculative. E' vero che *la crescita della liquidità può essere un intervento tampone per la crisi dell'euro, ma non può essere considerata la cura.*

D'altra parte non possono essere sottovalutati gli effetti di aggravio sui bilanci pubblici di una situazione di forti differenziali nei tassi di interesse. Nel 2011 Italia e Germania emetteranno lo stesso ammontare di titoli, circa 200 mld di euro; se il differenziale nei tassi di interesse dovesse rimanere quello attuale, un po' meno di due punti percentuali, il nostro paese avrebbe un costo aggiuntivo rispetto a Berlino di 3,5 mld di euro, un onere in più per il bilancio pubblico e risorse sottratte ad altri impieghi. I paesi più deboli sono caricati di un onere aggiuntivo che rende difficilmente gestibile la politica economica.

Verso la fine dell'Euro?

Vi è chi ritiene che l'Euro sia ormai entrato in una crisi irreversibile e che occorre prendere atto della diversità delle condizioni all'interno dell'economia europea. Le opzioni che vengono lasciate aperte sono varie, dal ritorno alle monete nazionali alla creazione di due Euro, uno di serie A e uno di serie B. Queste soluzioni ridarebbero flessibilità alle politiche economiche dei paesi e, attraverso la svalutazione del cambio, consentirebbero di ritrovare un equilibrio.

Uscire dall'Euro, ammesso che sia possibile, non sarebbe senza conseguenze negative; per i paesi deboli significherebbe una riduzione dei redditi interni, in particolare di quelli a reddito fisso, per via della maggiore inflazione connessa alla svalutazione della moneta. Potrebbero forse avere maggiori esportazioni, ma *l'onere del nuovo debito andrebbe alle stelle.* I tassi di interesse aumenterebbero per la svalutazione effettiva, per quella attesa e per il rischio connesso ad una



minore disciplina rispetto a quella imposta dalla partecipazione all'area euro. D'altra parte i titoli esistenti, pubblici o privati, denominati in Euro, dovrebbero restare tali per non violare arbitrariamente un impegno preso con i sottoscrittori e configurare un'insolvenza. *In definitiva il rischio di default, in caso di uscita dall'euro, aumenterebbe e non si ridurrebbe. Abbandonare la moneta unica causerebbe danni gravissimi ai mercati obbligazionari e quindi alle banche e di conseguenza alle imprese, specie quelle più indebitate.*

Riguardo alla rideterminazione nella nuova valuta degli contratti diversi dai titoli, questo potrebbe riportare ad una situazione già provata all'epoca della conversione in Euro; *alcuni contratti, per esempio, quelli di lavoro, verrebbero ridenominati in via più automatica e contenuta nella nuova valuta, mentre in altri casi vi sarebbero margini ben più ampi di discrezionalità, con un tasso di conversione "di fatto" più favorevole;* questo implicherebbe, naturalmente, una redistribuzione del reddito dai primi ai secondi.

Vi è poi chi nota che il Trattato di Lisbona consente la possibilità di uscita dall'Unione europea, ma non dall'Unione Monetaria. Chi volesse lasciare l'euro, dovrebbe uscire dall'UE, esponendosi al rischio di trattamenti meno favorevoli per le proprie merci e rinunciando agli aiuti per le aree meno sviluppate e ai sussidi per la politica agricola.

Una rottura dell'euro non conviene neanche ai paesi forti, come la Germania. Infatti, andrebbero valutati gli effetti dell'abbandono dell'euro sulla possibilità di esportare nei paesi prima partner e

successivamente concorrenti con monete svalutate. Inoltre le banche tedesche e di altri paesi della serie A sono, comunque, molto esposte nei paesi a rischio, come si vede nel caso irlandese. Una rottura dell'euro avrebbe conseguenze disastrose sulla solidità del loro sistema creditizio e finanziario. *Affermare i legittimi interessi dei contribuenti dei paesi solidi per non fargli fare il ruolo di Pantalone è giusto; non può, però, portare a danneggiarli mettendo a rischio le banche dove gli stessi contribuenti depositano i loro risparmi.*



Come scrive Luigi Spaventa “*in definitiva, oggi tutti vivono male o a disagio nel condominio dell'euro; ma uscire da quel condominio è impresa impossibile, o quanto meno traumatica per tutti i condomini. Non converrebbe allora cercare di ridurre le tensioni della convivenza? Servirebbe a tal fine una iniziativa politica per rifondare e rinsaldare l'unione monetaria: non si tratta solo, e neppure soprattutto, di rafforzare il patto di stabilità; si tratta di disegnare oggi un piano organico di sostegno ai paesi in difficoltà; e di prevedere per domani uno sviluppo istituzionale dell'Unione, la cui mancanza è stata causa principale di instabilità.*”³

A mo' di conclusione

Nell'agosto 2007 è esplosa una crisi finanziaria che si è acuita e sviluppata in una maniera diffusa e intensa. La crescita da allora è stata sistematicamente inferiore alle attese; ciò anche perché, dopo i deficit enormi accumulati nel triennio per tamponare la crisi, i piani di rientro approntati dai governi hanno limitato la ripresa produttiva.

Vi sono responsabilità del management bancario e carenze di controllo in molti paesi; si è vista l'inadeguatezza del sistema internazionale di vigilanza del sistema finanziario. Oltre a questi, *i problemi principali delle crisi finanziarie attuali sono essenzialmente due. Il primo è la mancanza di crescita.* Qualsiasi famiglia può indebitarsi in un mercato libero (e perfetto) di capitali se ha in un determinato periodo di tempo una capacità di reddito tale da ripagare il nuovo debito o anche quello accumulato (servizio del debito); ciò soprattutto se i tassi di interesse rimangono a livelli vicini allo zero. Ogni studente di economia sa che per rispettare la sostenibilità dinamica del debito il tasso di crescita dei redditi deve essere superiore al tasso di interesse. Come rispettare tale vincolo con un prodotto interno lordo dei paesi industrializzati che è caduto di oltre il 4 per cento nel 2009 e che nel 2010 è ancora sotto i livelli pre crisi?

Il secondo problema è l'incapacità dell'Europa di affrontare in maniera univoca ed efficace i problemi legati all'instabilità finanziaria. I casi eclatanti sono le titubanze e i ritardi (oltre 5 mesi) della Germania nell'affrontare la crisi greca per la concomitanza delle elezioni regionali tedesche; ritardi che hanno dato spazio alla speculazione e reso evidente la fragilità politica dietro l'euro; e poi il ritardo del governo irlandese nell'affrontare la crisi in modo adeguato, coinvolgendo i partner europei, per la vicinanza della tornata elettorale e la volontà di salvaguardare l'aliquota sulle imprese, che fa dumping fiscale verso gli altri paesi. Di fronte a questi elementi conta poco stigmatizzare il comportamento degli speculatori ribassisti (chissà perché così cospicui nella

³ Luigi Spaventa (2010), *Perché è impossibile uscire dall'euro*, La Repubblica, 26 novembre 2011

dimensione e univoci nell'intento). In effetti gli spread dei paesi finanziariamente più deboli sui loro titoli pubblici sono anche conseguenza dell'incapacità politica dell'Europa.

La sensazione è che si sia instaurato un circolo vizioso dove il rigore finanziario per eliminare il disequilibrio dei conti pubblici produce inevitabilmente un freno alla crescita; la contrazione della produzione, a sua volta, frena gli sforzi dei governi sui bilanci pubblici, riducendo fortemente base imponibile e occupazione. Il presupposto degli effetti non-keynesiani, per i quali vi sono limitati riscontri empirici (ironia della sorte) per l'Irlanda ed altri piccoli paesi europei, appare non convincente. Nessuna strategia di rientro dal debito può funzionare uccidendo la crescita a livello complessivo ed a livello di singolo paese.

Occorre con urgenza costruire una strategia europea, basata sulla cooperazione ed il coordinamento, che rilanci lo sviluppo e non si affidi solo alla locomotiva cinese. Oggi gli impulsi recessivi provenienti dai paesi alle prese con politiche fiscali restrittive perché molto indebitati si trovano di fronte a politiche fiscali altrettanto restrittive dei paesi con conti decisamente più in ordine, come la Germania. Questo inevitabilmente riduce il tasso di sviluppo dell'area e dei singoli stati.

C'è necessità di un rafforzamento della capacità dell'Unione europea di sorvegliare ed intervenire per garantire la sostenibilità della finanza pubblica e del sistema bancario nell'insieme e nei singoli paesi; ma bisogna anche ricorrere a politiche fiscali a livello di Unione che sostengano gli investimenti, anche nei paesi più a rischio.

Bisogna rafforzare la deterrenza costituita dai fondi di stabilizzazione, strumenti costruiti non solo nell'interesse di alcuni paesi, ma per la solidità di un sistema inestricabilmente interconnesso. Oggi l'intervento arriva solo dopo l'inizio della speculazione; occorre invece prevenire il rischio di contagio, piuttosto che tamponarlo dopo. Si è visto l'interesse anche del Fondo Monetario Internazionale a governare una situazione che rischia di innescare una spirale tra euro, dollaro ed altre valute distruttiva per l'economia mondiale. Come è stato detto "la situazione in cui versa l'Unione Europea e, al suo interno, l'euro area cade in una confusione ancora più ampia, quella in cui si dibattono l'assetto monetario internazionale e gli scambi mondiali, che registrano analoghe profonde divergenze tra i paesi leader"⁴

Per superare la crisi dell'euro è importante la proposta di Mario Monti, successivamente ripresa in un articolo comune da Jean Claude Juncker, presidente dell'Eurogruppo, e del ministro Tremonti, di *fare emettere all'Unione titoli in euro (E-bonds)*; lo scopo è mettere in comune una parte della gestione del debito pubblico dei diversi stati. Un organismo europeo assumerebbe prestiti su vasta scala e li erogherebbe poi agli stati membri. Questi, grazie a questo meccanismo, avrebbero accesso a finanziamenti meno onerosi, riconoscendo al creditore europeo il ruolo di creditore privilegiato. I prestiti ai paesi non dovrebbero superare una percentuale del PIL dello stato (la stessa per tutti gli stati membri, ad esempio il 40%); per il loro fabbisogno di finanziamento non coperto da questo meccanismo, i governi continuerebbero a emettere il proprio debito nazionale. Se l'Agenzia finanziasse tutte le nuove emissioni



⁴ Paolo Savona (2010), *L'Europa senza scettro e senza spada*, "Il Messaggero", 18 novembre

fino a fine 2012, gli stati membri sarebbero al riparo dall'evoluzione del mercato secondario; inoltre l'organismo scambierebbe tramite asta i propri titoli con quelli in circolazione emessi dagli Stati membri.⁵ La proposta di Monti può essere sviluppata anche nella direzione di finanziamento di investimenti di interesse europeo, che risponderebbe all'obiettivo di rilanciare lo sviluppo.

Tutto ciò richiede, però, che l'Unione Europea abbandoni una posizione solo difensiva e, soprattutto che *gli Stati Membri, anche quelli più forti, si convincano e ricordino ai loro cittadini, come ha scritto il premio Nobel americano Daniel Mc Fadden circa "gli immensi vantaggi di un mercato più ampio reso possibile dall'eurozona e la stabilità politica ed economica apportata da un'Europa unita"*⁶.

⁵ Mario Monti (2010), *Titoli europei in aiuto all'euro*, "Il Corriere della Sera", 2 dicembre; Jean-Claude Juncker and Giulio Tremonti (2010), *E-bonds would end the crisis*, "Financial Times", 6 dicembre.

By Jean-Claude Juncker and Giulio Tremonti

⁶ Daniel McFadden (2010), *Sosteniamo la ripresa delle nazioni più indebitate*, "La Repubblica", 3 dicembre