

# UN'AGENZIA EUROPEA DEL DEBITO PER AFFRONTARE IL PROBLEMA DELLA CRESCITA

di Francesco Farina  
10 dicembre 2010

Le proposte di gestione comune del debito europeo, avanzate da economisti politici e grandi commissioni di lungo corso, vengono bocciate una dopo l'altra.

Nonostante tutto "quasi Natale, ma il "presepe" non piace n" alla Cancelliera Merkel n" ai mercati. Il mo addotto " di facile comprensione. Quale che sia il meccanismo di sostegno che verrebbe offerto dall'Unione monetaria europea (UME) UE ai paesi in difficult", i "epagatori di ultima istanza" sarebbero sempre i paesi dell Core Europe, in primis la Germania. Tuttavia, si tratta di un ragionamento che si morde la coda.

Il fatto stesso che si guardi a chi garantisce nel lungo periodo il "debito europeo" pone in primo piano il problema della crescita. La giusta attenzione per la sostenibilit" del debito pubblico, ovvero la necessit" di creare l'ammontare annuo di surplus di bilancio adeguato a ripagare il debito pubblico accumulato, ha portato a sottovalutare la questione della compatibilit" con la crescita delle restrizioni fiscali che frenano l'accumularsi di deficit pubblici. I fondamenti teorici dei vincoli fiscali contenuti nel PSC risiedono nel modello dominante di teoria macroeconomica, applicato all'UME in innumerevoli saggi per evidenziare che il problema del vincolo intertemporale del bilancio pubblico deve fondarsi sulla "disciplina fiscale". E' invece la crescita la vera garanzia che agli operatori finanziari internazionali (famiglie, banche, assicurazioni, etc.) pu" essere offerta riguardo alla restituzione del debito sovrano. E' noto infatti che la sostenibilit" di lungo periodo del debito pubblico - prima ancora che nella dimensione del suo debito pubblico - risiede per un paese in un differenziale positivo fra tasso di crescita e tasso di interesse sui titoli pubblici. Pi" lenta " la formazione di ricchezza aggiuntiva in un paese, minore " la sua capacit" di fare fronte alle obbligazioni di pagamento del debito contratto con gli operatori finanziari.

Eppure, se andiamo ad esempio a rileggere il Rapporto Sapir (2004), che resta la "Bibbia" sulla convergenza macroeconomica nell'Unione Europea, non troviamo alcuna centralit" del legame della crescita con il sostegno della domanda aggregata attraverso spesa in R&D ed infrastrutture e con l'esigenza di garantire un disciplinato funzionamento dei mercati creditizi e finanziari. Dopo avere allontanato il pericolo dell'"indisciplina fiscale" (il rapporto medio debito pubblico/PIL si " notevolmente ridotto nel corso del primo decennio dell'Eurozona), gli economisti pi" ortodossi hanno trascurato il fatto che l'instabilit" finanziaria " connaturata all'economia di mercato e la questione della crescita non si esaurisce nelle riforme microeconomiche, dirette alla minimizzazione dei costi delle imprese liberalizzando i mercati del lavoro e dei prodotti, ed al ridimensionamento della spesa sociale, a partire dalle pensioni.

La crisi finanziaria e la recessione per" sono arrivate ed hanno messo drammaticamente in evidenza i limiti dell'assetto istituzionale dell'UME. La dissennata creazione di credito delle banche in Irlanda e Spagna " stata incentivata da un tasso di interesse nominale sull'euro regolato dalla BCE sulla base dei divari di inflazione ed output medi dell'UME dai rispettivi obiettivi, ma che assumevano in quei paesi un valore spesso negativo in termini reali. La Banca centrale non " mai intervenuta a limitare questa espansione del credito smisurata e priva di serie garanzie. Sarebbe probabilmente bastato che Trichet manovrasse al rialzo il coefficiente di riserva obbligatoria ed invocasse la centralizzazione della vigilanza sui sistemi bancari nazionali, dannoso retaggio di quando i mondi del credito erano separati dai confini di stato. Si " pure manifestato in tutta la sua pericolosit" il grave limite del Patto di Stabilit" e Crescita (PSC) di imporre manovre fiscali pro-cicliche. Ne " conseguito il peggiore dei mondi possibili: appena hanno dovuto sostenere prima le banche in crisi e poi l'economia, paesi con rapporto debito pubblico / PIL largamente entro il limite del 60% sono rapidamente approdati alla terra incognita della non-sostenibilit" fiscale. Poich" i deficit pubblici in crescita ed i deficit privati delle banche hanno aggravato fortemente il problema della solvibilit" -paese, i mercati finanziari stanno progressivamente elevando il premio sul rischio di default (in ordine di grandezza decrescente per Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna, Italia e Belgio) proprio mentre i tassi di crescita annui crollavano fino a valori fortemente negativi. Risultato complessivo: niente sostegno di politica fiscale all'economia in crisi, aumento del rapporto debito pubblico / PIL a causa dell'assenza di crescita, e conseguenti attacchi speculativi che innalzano i premi per il rischio di default accrescendo i deficit pubblici.

In questi mesi, si è puntato continuamente il dito contro i paesi "indisciplinati" riguardo alla formazione di deficit e debito pubblico e/o eccessivamente propensi a correre in soccorso a banche in crisi invece che lasciarle fallire. Mentre si impegnavano, rispettivamente, a "spegnere l'incendio" con gli ingenti acquisti di titoli pubblici dei paesi in difficoltà nel mercato secondario e nella costituzione dell'European Financial Stability Facility (EFSF) con fondi pari a 750 miliardi di euro, la BCE ed i governi europei si sono affrettati ad intimare loro di mettere mano a politiche di risanamento che contrastassero l'azzardo morale. Ormai, l'azzardo morale è l'unica bussola anche per molti economisti e governanti: non c'è differenza sostanziale fra il "piano" di Gros e Mayer<sup>1</sup> (nella loro proposta, il costituendo Fondo Monetario Europeo, cui i paesi in difficoltà possono attingere, dovrebbe finanziato dai paesi stessi, in modo da mettere l'Unione Europea al riparo dall'azzardo morale) e l'accordo fra i governi di fine novembre (in particolare, la clausola-Merkel secondo cui in un eventuale salvataggio di uno stato insolvente vengano coinvolti - prima che contribuenti incolpevoli - i creditori dello stato che nel percepire alti tassi di rendimento sui titoli pubblici dei paesi a rischio si sono impegnati ad accettare la rischiosità dell'investimento). Se i timori per la reazione degli operatori dei mercati finanziari si sommano e si confondono con i timori per la reazione dei contribuenti nei seggi elettorali, la confusione ed il pericolo di errori fatali rischiano di aumentare.

Sorprende la logica di coloro che hanno sempre enfatizzato l'ineludibilità di un'analisi rigorosa imperniata sull'aspettativa di comportamenti razionali degli operatori e sull'esigenza di riconoscere il primato delle leggi del mercato. Per rispettare il vincolo intertemporale del bilancio pubblico - come chiedono, con eccessivo nervosismo ma comprensibilmente, i mercati finanziari - non c'è altro mezzo se non le risorse aggiuntive che solo la ripresa della crescita può creare. Ma quando si tratta di prendere atto dell'incoerenza temporale fra la spinta deflattiva che immediatamente consegue da drastiche restrizioni fiscali, ed una ripresa di lungo periodo della crescita quale unica garanzia per il superamento dell'insostenibilità del debito pubblico, la razionalità e la preoccupazione per le "aspettative razionali" dei mercati vengono meno e prevale la miope prospettiva dei piani di pura restrizione fiscale.

Nel suo apologo sul virtuoso Klaus e gli scapestrati fratelli Dimitrios e Patrick<sup>2</sup>, Roberto Perotti (ilSole24ore, 7.12.2010) giustamente focalizza l'attenzione sulla questione di fondo: la sostenibilità del debito. Qualsiasi "ingegneria finanziaria" di garanzia reciproca i tre fratelli (Germania, Grecia e Irlanda) possano mettere in piedi non elimina la debolezza che l'unico che potrebbe - e quindi dovrebbe - intervenire in caso di default è il fratello virtuoso. Non deve però passare inosservato che nell'accingersi a narrare il suo apologo Perotti non abbia immaginato una società per azioni, ma una famiglia. Le soluzioni che non possono valere per una società per azioni debbono valere per una famiglia.

Fuori di metafora: se correttamente si ritiene indispensabile chetare i mercati imponendo serie misure fiscali che allontanino il timore dell'azzardo morale ed al contempo si ritiene improponibile che l'Eurozona faccia affidamento sulle risorse fiscali che verranno generate dalle galoppanti esportazioni tedesche, non c'è altra strada che mettere in piedi una "mutua assicurazione" del genere dell'Agenzia Europea del Debito (EDA). Dopo essersi finanziato con gli E-bond emessi nei mercati globalizzati, l'EDA potrebbe offrire protezione ai suoi membri più scapestrati anticipando loro il danaro di cui hanno bisogno a tassi da "buon padre di famiglia". Non ci sarebbe altro coinvolgimento dei contribuenti tedeschi se non la loro paternalistica solidarietà: nel partecipare alla "mutua assicurazione" dell'EDA, essi non metterebbero in gioco un solo euro, ma soltanto la propria mallevaria. E la Germania si conquisterebbe così l'autorità per ricordare ai fratelli scapestrati che se vogliono continuare nella prodigalità fiscale saranno obbligati a scambiare i loro aggiuntivi titoli di debito pubblico (che nessuno sarà disposto ad acquistare) con gli E-bonds ad un tasso di sconto crescente. Con il che il problema dell'azzardo morale è risolto.

Dopo esserci rassegnati a rinunciare all'idea di un demos europeo e ad un bilancio comune dell'Eurozona, possiamo almeno sperare nell'Europa del "buon padre di famiglia" che un giorno rassicura i mercati finanziari quello seguente mette in riga i fratelli scapestrati?

1. Daniel Gros e Thomas Mayer, How to deal with sovereign default in Europe: Towards a Euro(pean) Monetary Fund, CEPS Policy Brief No. 202, febbraio 2010 (versione rivista: 17.5.2010).

2. Il riferimento è alle varie proposte dirette a mettere in comune il debito pubblico dei membri dell'Eurozona, fino alla versione più compiuta, l'Agenzia Europea del Debito (EDA) proposta da Junker e Tremonti.