

PERCHÉ NON POSSIAMO NON DIRCI EUROPEI

di Francesco Farina
27 gennaio 2011

Nel suo nelMerito del 21.1.11, Marcello Messori Ã" tornato sul tema della centralitÃ del nesso fra crescita economica e sostenibilitÃ fiscale dei paesi dell'Unione Monetaria Europea (UME) nel cammino futuro dell'Europa.

Da tale nesso non si puÃ² prescindere, come scrivevo nel mio precedente intervento (nelMerito dell'8.12.10). Ogni proposta di rientro dagli eccessivi rapporti debito pubblico / PIL - dei paesi periferici dell'UME giÃ sottoposti a pressioni speculative nei mercati finanziari (Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna), oppure di quelli che potrebbero incorrervi a causa dell'elevato livello di tale rapporto (Italia e Belgio) - va innanzitutto valutata per il suo impatto sul tasso di crescita, fonte prima dei surplus di bilancio necessari a tranquillizzare i mercati.

Come vedremo, si tratta di un dato di fatto riconosciuto, ma ben poco praticato. BisognerÃ in ogni caso dedicarvi attenzione, visto anche che la crisi finanziaria non ha ancora smesso di mordere. Per evitare la bancarotta del sistema bancario, dopo la garanzia offerta su tutte le passivitÃ delle banche del paese il governo irlandese si Ã" accollato tutte le perdite: la ricapitalizzazione ha causato l'innalzamento del deficit pubblico al 30% del PIL. E in questi giorni il governo spagnolo si Ã" visto costretto a nazionalizzare le Casse di Risparmio.

Cominciamo da un riferimento teorico, utile ad inquadrare il problema in tutta la sua complessitÃ. Nel corso degli anni '80, alle politiche monetarie dei paesi del Sistema Monetario Europeo (SME) sulla strada della disinflazione si decise che andasse imposta una tendenza rigidamente restrittiva. A tal fine, veniva sbandierata di continuo una delle tesi-cardine della teoria delle "aspettative razionali": l'argomento che un'"incoerenza temporale" mina la credibilitÃ delle politiche anti-inflazionistiche. La tesi era che le banche centrali dello SME fossero solite cedere alla tentazione dell'"azzardo morale" - che consisteva nel prendere l'impegno di attuare una rigorosa "restretta monetaria" e ricorrere poi a manovre "accomodanti" allo scopo perseguire obiettivi macroeconomici piÃ¹ graditi al governo.

E' ben strano che il rischio di "incoerenza temporale" che insidia le politiche macroeconomiche venga oggi ignorato, quando si tratta di riformare i criteri del Patto di StabilitÃ e Crescita (PSC) e di stabilire le regole del Meccanismo di StabilitÃ Permanente (MSP) previsto per il funzionamento del Fondo che sostituirÃ lo European financial stability facility (EFSF) nel sostegno ai paesi in difficoltÃ. Si dimentica che dai "tagli" imposti in Europa alla spesa pubblica - "costi quel che costa" - conseguirÃ una caduta della domanda interna. Cosa consente di escludere che una drastica riduzione della spesa sociale non avviti le economie dei paesi in difficoltÃ in una pericolosa spirale deflazionistica?

Il jolly della teoria ortodossa Ã" l'ipotesi che le economie avanzate siano oggi popolate dai cosiddetti "consumatori ricardiani". Quando ampi surplus di bilancio pongono il debito pubblico sul sentiero di una sicura decumolazione, ai "consumatori ricardiani" si attribuisce la virtÃ di tirare fuori, dal "cilindro" di una politica di segno fortemente restrittivo, il "consiglio" di esiti espansivi sulla crescita economica. La "bacchetta magica" sarebbe rappresentata dal balzo all'insÃ¹ della spesa in consumi: a fronte dell'impegno dei governi a programmare il ridimensionamento della spesa pubblica e perciÃ² della tassazione, i consumatori si attenderebbero di beneficiare in futuro di un crescente reddito disponibile. L'avvio di riforme strutturali di forte ridimensionamento della spesa sociale, imposte dal rafforzamento dei vincoli del PSC e garantite dalla sorveglianza della Commissione di Bruxelles - come ripetutamente auspicato da Alberto Alesina sulle colonne del Sole24ore - non solo non ostacolerebbero, ma addirittura promuoverebbero l'incremento del tasso di crescita delle economie europee.

Questa visione prende il nome di "effetti non-keynesiani" - una definizione forse un po' enfatica, visto che finora le prove econometriche della sua esistenza nel mondo reale sono risultate alquanto deboli. Siamo davvero sicuri che immaginarsi una domanda di beni attivata per la gran parte da consumatori "ricardiani" - e cioÃ" consumatori razionali e lungimiranti da confidare che il futuro riservi loro piÃ¹ Mercato (lavoro) e meno Stato (tasse) - sia in grado di sconfiggere l'"incoerenza temporale" della probabile discesa del PIL?

La filosofia "non-keynesiana" ha un forte peso nel dibattito post-crisi finanziaria, dove la sottovalutazione della

contraddizione fra impulsi fiscali restrittivi e ripresa della crescita balza immediatamente agli occhi. Basti ricordare che il governo tedesco Ã fermo nella richiesta di condizionare la prosecuzione dell'aiuto ai paesi periferici a precisi obblighi di drastica riduzione di spesa previdenziale e sussidi di disoccupazione, nonchÃ© di riforma del mercato interni dei beni e del lavoro.

Usciamo allora dalle assunzioni âeroicheâ della teoria e volgiamo lo sguardo ai progetti diretti a ripristinare la sostenibilitÃ fiscale all'interno dell'UME. Il Fondo Monetario Europeo proposto di Gros e Mayer si prefigge esplicitamente l'obiettivo di mettere l'Unione Europea al riparo dall'azzardo morale. Tale âpianoâ prevede che i paesi costretti ad attingervi debbano anche provvedere a finanziarlo: nella misura dell'1% dell'eccesso di debito pubblico del paese rispetto al limite del 60% del proprio PIL previsto dal PSC 1%, e dell'1% dell'eccesso di deficit rispetto al limite del 3% del proprio PIL. Ad esempio, con un rapporto debito pubblico / PIL pari al 115%, la Grecia dovrebbe pagare all'incirca lo 0,55%, e con un deficit sul PIL pari al 13% dovrebbe pagare lo 0,1% del PIL. E' evidente che soltanto drastiche misure di incremento del risparmio pubblico - attraverso le âcondizioniâ poste dalla Merkel - metterebbero in grado i paesi in difficoltÃ di fare fronte a tali gravosi impegni di finanziamento. E' perÃ² altrettanto evidente che si propone una cura che rischia di uccidere il malato.

Quel che Ã innegabile Ã che Grecia & C. sono finiti in un cul de sac. Con ogni probabilitÃ, anche se riuscissero a limitare l'impatto deflazionistico delle restrizioni fiscali, non saranno in grado di generare i tassi di crescita necessari a ripagare nÃ© i possessori dei loro titoli in circolazione nÃ© i prestiti dell'EFSF. La sfida per l'Eurozona Ã riuscire a concepire un piano di âtrasferimento al centroâ dei debiti sovrani che eviti di andare incontro ad un altro âquindicennio perdutoâ di tasso medio di crescita attorno all'1%.

Il progetto attorno a cui si sta lavorando Ã meno draconiano di quello Gros-Mayer. Si tratta di un Fondo centrale - in parte ispirato alla proposta da Junker e Tremonti di un'Agenzia Europea del Debito (EDA) - per il finanziamento ai paesi in difficoltÃ a partire dal 2013, quando giungerÃ a termine la âmissioneâ del ESFS. L'obiettivo primario consiste nel mettere al riparo i governi dal problema della sostenibilitÃ fiscale attraverso Eurobonds emessi ai correnti bassi tassi di interesse, nella misura pari 40% del debito pubblico dell'Euroarea e sotto la garanzia del bilancio dell'Unione Europea (la cui entitÃ Ã tuttavia Ã ben lungi dall'eguagliare tale cifra).

La clausola secondo cui il limite di debito per il ricorso alla garanzia del Fondo Ã in proporzione al proprio PIL fa sÃ che i paesi âad alto debitoâ potrebbero ricorrere agli Eurobonds per un quantitativo inferiore relativamente agli altri. PoichÃ© la quota rimanente di debito resterebbe nella responsabilitÃ dei singoli governi nazionali, ulteriori emissioni sarebbero soggette ai tassi - commisurati ai rispettivi premi per il rischio di default - richiesti nei mercati finanziari. Questa penalizzazione dei paesi âindisciplinatiâ, che potrebbero finanziare eventuali deficit di bilancio solo a tassi crescenti, dovrebbe fungere da incentivo alla decumulazione del debito pubblico attraverso ampi surplus annuali. CiÃ² allontanerebbe definitivamente il rischio - massimamente temuto dal governo tedesco - che ad onorare il debito di uno Stato insolvente siano in ultima analisi i contribuenti degli altri membri dell'UME.

Il nodo difficile da sciogliere Ã tuttavia se ai paesi dell'Eurozona che non godono del crisma della sostenibilitÃ fiscale si debba imporre la ristrutturazione di parte del debito sovrani. E' previsto che il Fondo possa acquistare fino al 50% del debito pubblico del paese in crisi di liquiditÃ, sotto la condizione che si sottoponga all'applicazione di un fattore di sconto: il pagamento nella misura dell'80% del valore nominale dei titoli di debito, che verrebbero detenuti in portafoglio in modo da percepire il 100% del loro valore al momento della scadenza. Non Ã improbabile che nella stesura finale del progetto il prezzo di acquisto divenga variabile, e cioÃ commisurato all'altezza del debito. Infatti, secondo l'attuale capo dell'EFSF, il tedesco Regling, un ulteriore prestito andrebbe concesso alla Grecia contestualmente al riacquisto di una quota del debito pubblico da parte del governo ellenico al valore nominale 100 piuttosto che al prezzo di mercato 70. Un drastico âhaircutâ non puÃ² essere solo diretto a rassicurare il contribuente tedesco che nemmeno un euro con la Porta di Brandeburgo verrÃ devoluto al pensionato greco. Il messaggio Ã che si intende anche ridurre il rischio di default a carico dei possessori di titoli pubblici greci. Con un riacquisto del debito sovrano al 70% del valore si abbatte il rischio di default per gli investitori, che pure hanno accettato di finanziare un paese a rischio godendo di altissimi rendimenti. A motivare in punto di teoria tale clausola non sarebbe per caso la circostanza che una bella fetta Ã detenuta dalle banche tedesche?

Questo genere di clausole, inserite come scudo rispetto al rischio di azzardo morale, rappresenta il nocciolo del problema. Esse non sono solo piuttosto onerose, ma anche foriere di tensioni sui mercati per quella

porzione di titoli che un paese fosse costretto ad emettere in proprio, nonostante sia in crisi di sostenibilità fiscale. Dal momento che, in una eventuale ristrutturazione del debito, i titoli emessi attraverso il Fondo avrebbero la precedenza sui titoli pubblici autonomamente emessi dal governo, il risultato è quello di innalzare notevolmente il rischio di default per il debito sovrano di cui rimane responsabile il paese emittente. Sugli Stati indebitati incomberebbe quindi la *â€œspada di Damocleâ€* di un rapido incremento dei tassi di interesse ad un livello sempre piÃ¹ elevato. E torniamo cosÃ¬ al punto da cui abbiamo preso le mosse: il trade-off fra l'elevata spesa per interessi imposta dalla lotta all'*â€œazzardo moraleâ€* ed un adeguato tasso di crescita nell'Eurozona.

In conclusione, le diverse versioni del Fondo in corso di definizione dimenticano un imprescindibile aspetto della questione. Se alcuni Stati dell'Eurozona (in primis la Germania) hanno prosperato grazie alla conquista - legittima e meritata - dei mercati dei paesi partner; e se, in seguito alla crescente integrazione economica e finanziaria, nei portafogli delle banche dei paesi a basso debito pubblico e con surplus commerciale figurano ingenti quantitativi di titoli pubblici dei paesi ad alto debito pubblico e deficit commerciale, non Ã¨ appropriato - oltre che ben piÃ¹ rassicurante per i mercati finanziari - che fra gli obiettivi del Fondo ci sia anche quello che il debito pubblico dell'Eurozona risulti agli occhi degli investitori come un unico aggregato?

Come ha osservato Roberto Tamborini nel suo nelMerito del 23.12.2010, la distribuzione dei debiti pubblici degli Stati che compongono la federazione degli Stati Uniti Ã¨ altrettanto se non piÃ¹ sperequata di quella delle nazioni che sono membri dell'UME. Il problema, va sottolineato ancora una volta, Ã¨ al contempo economico e politico. Soltanto quando l'Europa prenderÃ la decisione politica lungimirante di presentarsi nei mercati finanziari come un unico emittente - responsabile in solido di un unico debito in essere, benchÃ© distribuito in maniera squilibrata fra i diversi Stati dell'unione monetaria - potrÃ essere seriamente affrontata la questione della ripresa della crescita nell'Eurozona, con tutte le difficili riforme che tale obiettivo comporta.