

# SOLIDARIETÀ EUROPEA DA "ULTIMA SPIAGGIA"

di Francesco Farina  
29 luglio 2011

Lo spettro dell'implosione del bene comune - l'Euro - ha dato coraggio ai governanti europei. Dopo Irlanda (85 md di euro) e Portogallo (78 md di euro), anche la Grecia è stata salvata sull'orlo del baratro ed il contagio verso un grande paese come l'Italia è stato evitato.

All'epoca della prima crisi della Grecia, fra il febbraio ed il maggio 2010, il salvataggio era stato escluso, dati i comportamenti opportunistici tenuti in passato sui conti pubblici e la resistenza a provvedere tempestivamente agli ingenti â€œtagliâ€• di bilancio richiesti. La decisione che era stata giudicata impossibile da prendere è stata presa giovedì scorso nell'ultimo Consiglio Europeo. Riassumiamo quanto i leader europei hanno deciso a Bruxelles.

Il fondo salva-Stati, l'European Financial Stability

Fund (EFSF), concede alla Grecia, dopo il prestito di 110 md di euro del 2010, un aggiuntivo prestito di 109 md di euro, ad un tasso di interesse ridotto al 3,5% e con scadenza estesa a 15-30 anni. Andava per salvaguardata la compatibilità con gli incentivi. In parole povere, le dissipazioni di un paese membro vanno punite, pena la perdita di credibilità delle regole sia del mercato che dell'Unione Monetaria Europea (UME). Il cancelliere Merkel ha ottenuto che nel consolidamento venissero coinvolti anche gli investitori privati che si erano avventurati nell'investimento in titoli del debito greco, a cominciare dalle banche. Si potrà scegliere fra uno swap (allungamento delle scadenze dei titoli in portafoglio), un roll-over (riacquisto del debito in scadenza: valore previsto: 37 md) ed un buy-back ad un prezzo inferiore al valore di emissione (valore previsto: 12,6 md).

Le misure adottate sono importanti dal punto di vista quantitativo. Ai 110 md ceduti alla Grecia nel 2010, si aggiungono ora 158,6 md (considerando, oltre ai 109 md, anche i suddetti 37 e 12,6 md,). Dal momento che il debito pubblico della Grecia è di 350 md, l'Eurozona ne sottoscrive all'incirca i 2/3. Ma ancora più importanti sono gli aspetti qualitativi. L'architettura istituzionale preposta alla sostenibilità fiscale dei paesi dell'Unione dovrebbe mutare radicalmente. Non soltanto il Patto di stabilità posto a guardia della disciplina fiscale dei governi, ma l'embrione di una gestione collettiva dei bilanci nazionali. L'EFSF potrà acquistare debito dei paesi membri non soltanto all'emissione ma anche nel mercato secondario (alla Bce viene conferito potere discrezionale riguardo agli interventi di sostegno dei debiti pubblici sotto attacco che l'EFSF vorrà effettuare nei mercati finanziari). Nell'insieme delle decisioni assunte, c'è pure il tentativo di endogeneizzare la reazione dei mercati. In attesa del nuovo meccanismo anti-crisi che entrerà in vigore nel 2013 (l'European Stability Mechanism: ESM), l'EFSF si assumerà il compito di ricapitalizzare le banche in crisi. Inoltre, si tenterà di ridimensionare il potere delle agenzie di rating. Se queste dovessero parificare il buy-back ad un default - benché selettivo (limitato ad alcuni titoli) - le conseguenze verrebbero sterilizzate. Ad esempio, per permettere alla Bce di usare titoli del debito greco a garanzia dei prestiti alle banche greche, sarà l'EFSF a coprire la perdita di valore del debito ceduto dalle banche alla Bce come collaterale del finanziamento. Si è dunque scelto di ampliare il ruolo dell'EFSF a vera e propria agenzia europea di gestione comune dei debiti pubblici nazionali. D'ora in poi - benché la misura ufficialmente sia autorizzata solo nel caso eccezionale della Grecia - gli Stati membri sono chiamati a dare alla Bce, attraverso l'EFSF, le garanzie necessarie in caso di crisi di insolvenza di un paese dell'Eurozona. Naturalmente, siamo ancora ben lontani dalla condivisione di responsabilità tipica di un'Unione fiscale. Benché i paesi dell'Eurozona risponderanno in solido - e cioè non più ciascun paese entro il limite della propria quota di finanziamento - dei salvataggi che dovessero rendersi necessari, la decisione dovrà essere presa all'unanimità. Non va dimenticata l'alea rappresentata dall'esigenza di adeguare le risorse dell'EFSF al ben più ampio impegno finanziario richiesto dai nuovi compiti. Non si è infatti ancora data attuazione alla decisione, presa a giugno a Lussemburgo, di accrescere le garanzie dei paesi membri da 440 a 750 md.

Fin qui, la parte piena del bicchiere, ma qual è la parte vuota?

Assumendo che i mercati finanziari accolgano con favore le misure sopra descritte (gli attuali spread di punti-base sui debiti pubblici della periferia non lasciano tranquilli in proposito), concentriamo l'attenzione sulla par

dolens dell'accordo. E' difficile negare come fra i leader europei continui a prevalere l'approccio da "ultima spiaggia". Come risulta dal comunicato ufficiale stilato a Bruxelles - dove si fa esplicito riferimento all'emissione in comune di titoli in euro come strumenti di gestione del debito e non per il finanziamento di nuove spese - l'avvio di una responsabilità comune riguarderà soltanto il debito pubblico in essere. Negli accordi non compare alcun cenno all'obiettivo di finanziare infrastrutture e beni pubblici europei attraverso l'emissione di Euro-obbligazioni, come auspicato da economisti e politici europei in diverse e dettagliate proposte.

Permane quindi una resistenza della classe politica europea ad impegnarsi in una strategia cooperativa di sostegno di lungo periodo alla crescita ed alla convergenza economica fra i paesi dell'Unione. La spiegazione, almeno in parte, risiede nel clima intellettuale favorevole a mercati completamente liberalizzati ed a stringenti vincoli alle politiche macroeconomiche prevalso nei decenni passati. Fino alla crisi finanziaria insorta nel 2007, questo clima ha assunto una connotazione fortemente ideologica nei paesi più arretrati dell'Unione. In molti elettorati nazionali persiste un sentimento anti-europeo, intriso di diffidenza per le istituzioni di Bruxelles e di eccessiva fiducia nella cornice del mercato unico e della moneta unica come condizione sufficiente a garantire lo sviluppo economico nazionale. Molti governi hanno perciò teso a sopravvalutare i benefici del mercato unico - in particolare il forte incremento dell'interscambio intra-UME atteso dall'adozione dell'Euro - ed a sottovalutare i costi della rinuncia a dare avvio ad una comune governance macroeconomica, una volta perduto lo strumento della politica del cambio. Eppure, le vicende valutarie di questi ultimi mesi testimoniano in maniera eloquente quanta rilevanza gli stessi mercati finanziari attribuiscono alla politica del cambio come strumento di aggiustamento macroeconomico. In seguito alla crisi finanziaria ed all'aggravio di spesa pubblica che si è reso necessario, il rapporto debito pubblico / PIL nel 2011 ha raggiunto nel Regno Unito l'89% ed in Spagna il 72%. Tuttavia, nella prima metà dell'anno i mercati finanziari hanno stimato il rischio di default della Spagna circa 200 punti base in più del Regno Unito. Una spiegazione plausibile, che evita di avventurarsi sul terreno della speculazione politica, è che i mercati attribuiscono correttamente un peso elevato al vantaggio del Regno Unito di disporre di una valuta da manovrare all'occorrenza al ribasso (del resto, da anni la BoE fa abbondantemente ricorso allo strumento del deprezzamento del cambio). E si potrebbe continuare. Ad esempio, in questi giorni, nonostante un debito pubblico ormai prossimo al 100% del PIL e la minaccia di interruzione dei pagamenti da parte del Tesoro, i mercati sono astenuti dall'applicare un sia pur minimo premio per il rischio di default ai rendimenti dei titoli pubblici dello Stato che fornisce il mezzo di pagamento all'economia globale.

Nel corso della crescita rapida degli anni dal 2004 al 2007, l'accesso delle banche della "periferia" ai finanziamenti della Bce a bassissimo tasso di interesse nominale, ed il supporto finanziario assicurato dei fondi strutturali e di coesione, hanno sortito l'effetto perverso di distorcere l'allocazione delle risorse, favorendo soprattutto l'espansione dei settori tradizionali e a bassa tecnologia. L'impatto con la crisi dei sub-prime proveniente dagli Stati Uniti ha prodotto un brusco risveglio con lo scoppio delle bolle speculative (Irlanda e Spagna). Il trasferimento delle perdite delle banche nei bilanci pubblici ha mostrato quanto sia vano aumentare la spesa pubblica per fare fronte alla caduta delle esportazioni (Grecia e Portogallo). In breve, la raggiunta convergenza nominale certificata dalla circolazione dell'Euro ha permesso a governi privi di un orizzonte strategico di lungo periodo di affidarsi all'espansione del mercato unico ed al finanziamento facile dei bilanci privati e pubblici, dimenticando l'ostacolo della perdurante divergenza reale.

Mentre le economie più arretrate dell'Eurozona "rimuovevano" il problema, coltivando l'illusione che il catching up fosse a portata di mano, il divario di efficienza andava progressivamente allargandosi. Rispetto al valore medio dell'Eurozona, il costo del lavoro per unità di prodotto ha proseguito a ridursi in Germania (ed in minore misura Austria e Finlandia) grazie alla moderazione salariale ed alla buona dinamica della produttività e ad aumentare nei paesi della periferia (Italia, Spagna, Portogallo, Grecia ed Irlanda), accomunati da una sostanziale stasi della produttività. La conseguente perdita di competitività ha notevolmente penalizzato le esportazioni di questi ultimi (l'eccezione è stata - fino alla crisi bancaria - l'Irlanda, soprattutto grazie al vantaggio competitivo garantito dal ricorso alla concorrenza fiscale).

La centralità della questione della divergenza reale fra "periferia" e Core Europe dimostra come la principale debolezza dell'Eurozona abbia origine nella distribuzione asimmetrica fra costi e benefici apportati dalla moneta unica, con l'economia leader che gode di un continuo deprezzamento reale e le economie periferiche frenate da un continuo apprezzamento reale. E' da qui che nasce il divario - ormai strutturale - che separa il tasso medio di crescita del PIL atteso della "periferia" da quello della Core Europe. Ed è questa divergenza fra i sentieri di crescita che mina la fiducia nella sostenibilità fiscale di questi paesi e la stessa ragion d'essere dell'Euro. Chi si è avvantaggiato degli effetti della convergenza ad un unico segno monetario è disposto a

pagare i conti "in rosso" di chi soffre - pi<sup>1</sup> ancora che prima dell'Euro - di ritardi strutturali colmabili solo nel lungo termine? Fintanto che la costruzione di istituzioni comuni proceder<sup>2</sup> sotto la spinta dell'emergenza, la credibilit<sup>2</sup> del segnale trasmesso ai mercati finanziari non sar<sup>2</sup> sufficiente a spegnere l'aspettativa di guadagni speculativi da mettere in conto ai taxpayers dell'Eurozona, siano essi quelli dei paesi poveri o dei paesi ricchi.

Stiglitz va da tempo argomentando come il passaggio a mercati dei capitali liberalizzati implica che le economie emergenti non possano fare a meno di temporanei interventi di "repressione finanziaria". Nel diverso contesto teorico appropriato ad un'area economica con valuta unica ed in via di integrazione qual <sup>2</sup> l'Eurozona, si deve impedire che i ritardi strutturali delle economie pi<sup>1</sup> arretrate rimangano pericolosamente esposti all'instabilit<sup>2</sup> finanziaria che scuote il mondo avanzato. La consapevolezza, faticosamente acquisita, della necessit<sup>2</sup> di cooperazione finanziaria riguardo ai debiti pubblici in essere andr<sup>2</sup> ora estesa al problema della crescita, mediante il disegno di nuovi strumenti finanziari - le Euro-obbligazioni - diretti a finanziare progetti comuni nella vasta area delle infrastrutture e dei beni pubblici trans-nazionali. Affinch<sup>2</sup> in Europa il processo di convergenza delle economie deboli alle economie pi<sup>1</sup> avanzate abbia successo <sup>2</sup> indispensabile superare la fase dell'"integrazione negativa" con il passaggio ad una governance macroeconomica che stimoli la crescita e la convergenza reale.

La storia del mondo <sup>2</sup> piena di esempi di processi di integrazione politica che sono naufragati sullo scoglio della incapacit<sup>2</sup> di "endogeneizzare" i problemi distributivi. E' perci<sup>2</sup> banale osservare che un problema economico <sup>2</sup> a volte in primo luogo un problema politico. La maggiore velocit<sup>2</sup> cui procede l'integrazione dei mercati rispetto alla costruzione delle istituzioni comuni va rapidamente colmata. La crisi dell'Euro pu<sup>2</sup> essere solo risolta dall'attuale diarchia franco-tedesca con una strategia di rilancio economico ed istituzionale. In questi giorni non abbiamo certo assistito alla fine della crisi dell'Eurozona, ma possiamo comunque salutare l'avvio dell'Europa solidale. Sebbene i commentatori pi<sup>1</sup> scettici indulgano nel riferirsi all'Eurozona con il termine infelice di "Transfer Union" (l'Unione dei trasferimenti monetari dalle nazioni ricche alle nazioni povere), un altro passo verso l'Unione fiscale <sup>2</sup> stato compiuto. Un piccolo passo, <sup>2</sup> vero, ma ancora una volta nelle giusta direzione.