

“LE STESSE COSE RITORNANO”: QUELLO CHE NON VA NELL'APPROCCIO ALL'EURO

di Francesco Farina
30 maggio 2012

Il vertice dei ministri economico-finanziari europei della notte del 23 maggio si è concluso con la consueta dichiarazione di ineludibilità dei vincoli del Fiscal Compact, con un'apertura sui “Projectbond” e con la semplice inclusione nell'agenda del vertice “ufficiale” del 28 giugno del tema degli “Eurobond”.

Il giorno dopo, nella sua “Lezione Caffè” all'Università di Roma-Sapienza, Mario Draghi ha implicitamente escluso un obiettivo della BCE per il tasso di inflazione di medio termine più elevato del 2% (la modellistica econometrica indicherebbe una correlazione negativa fra inflazione e crescita) ed ha delimitato il raggio di azione della politica monetaria all'alleviamento dei problemi di liquidità e di capitalizzazione delle banche europee mediante le operazioni LTRO, ricordando fra le riforme urgenti la centralizzazione della regolamentazione bancaria. Questi due giorni hanno dunque sancito come nucleo dalla politica fiscale e dalla politica monetaria ci si possa attendere un sostegno alla ripresa economica dell'Eurozona.

Come si invertirà l'attuale tendenza alla “divergenza economica” europea?

Si può dire che l'euro nacque sull'onda di una scommessa. Nella valutazione prevalente fra gli economisti al momento della sua progettazione agli inizi degli anni '90, l'unione monetaria europea (UME) non era giudicata un'area valutaria ottima. La previsione prevalente fu che i costi (essenzialmente, la fine delle svalutazioni competitive) si sarebbero rivelati in eccesso rispetto ai benefici (essenzialmente, la drastica riduzione del costo del danaro e la minore aleatorietà dei progetti di investimento).

Mundell (1961) giudicava improbabile che i vantaggi di efficienza legati all'accelerazione dell'integrazione economica ed alla accresciuta competizione fra i sistemi produttivi potessero compensare l'elevata esposizione al rischio di shock asimmetrici di paesi eterogenei. Successivamente ad uno shock negativo, la rigidità del mercato del lavoro avrebbe impedito di ridurre il salario reale l'aggiustamento di mercato non si sarebbe realizzato e l'economia sarebbe entrata in recessione. In Europa, i paesi a più alta dinamica dei salari e più bassa dinamica della produttività del lavoro (relativamente ai paesi “forti” come la Germania) avrebbero maggiormente sofferto dell'impossibilità di recuperare competitività attraverso il meccanismo di inflazione-svalutazione del cambio.

L'aspettativa di non-ottimalità dell'Eurozona non influenzò i politici, in quanto l'avvio nel 1991 del processo di unificazione monetaria culminato nella fissazione di tassi di cambio irrevocabili nel 1999 fu una decisione eminentemente politica promossa da Kohl e Mitterrand, che scaturì dallo “scambio” fra rinuncia al marco tedesco ed avallo alla riunificazione delle due Germanie. Paradossalmente, anche gli economisti ortodossi sostennero il progetto, attratti non tanto da un'Unione Europea sempre più integrata quanto dai cambiamenti strutturali da loro da tempo auspicati. Infatti, per varare la moneta unica si sarebbero finalmente realizzate in gran numero privatizzazioni e liberalizzazioni dei mercati, la politica monetaria sarebbe stata rigorosamente anti-inflazionistica e la politica fiscale rivolta al ridimensionamento dei deficit e debiti pubblici, con la rinuncia alle manovre discrezionali di segno espansivo.

Inoltre, Mundell, Premio Nobel per l'Economia nel 1999, aveva corretto l'iniziale giudizio negativo sulla moneta unica in Europa, sottolineando come le probabili fasi di congiuntura negativa delle economie più deboli sarebbero state sostenibili anche dopo la perdita dello strumento di politica valutaria. Infatti, la liberalizzazione dei movimenti dei capitali avrebbe permesso un costante flusso di capitali verso le economie più arretrate e la fine del rischio di cambio avrebbe assicurato una più facile gestione dei portafogli dei risparmiatori. I timori sull'investimento dei risparmi nelle deboli economie dei paesi della Periferia venivano nell'analisi di Mundell fugati dalla diversificazione del rischio: le perdite sui titoli delle imprese dei paesi deboli sarebbero state compensate dai guadagni su quelli dei paesi forti; a garantire poi la solvibilità fiscale dei

governi avrebbe provveduto la BCE, attraverso la credibilità che la denominazione nella nuova valuta avrebbe conferito al debito. Le conseguenze negative degli shock asimmetrici erano quindi affrontabili anche dalle economie periferiche. Il sostegno all'avvenuta decisione di varare l'euro venne infine razionalizzato con l'idea rassicurante che il computo costi-benefici andasse fatto tenendo conto del mutamento strutturale, e calcolato in base a modelli macroeconomici dove i coefficienti delle variabili considerate fossero quelli ex post (per ipotesi, migliori) e non quelli ex ante (si veda Frankel e Rose, 1998).

L'ottimistica previsione di Mundell non ha finora trovato conferma. L'incentivo all'attività di investimento rappresentato dalla forte riduzione del costo del danaro (per la fine del rischio di cambio e la sostanziale riduzione del premio sul rischio di default) non ha dato i frutti sperati, neppure negli anni iniziali dell'Eurozona (1999-2006) che hanno preceduto la crisi finanziaria e la successiva Grande Recessione. È vero che l'integrazione finanziaria ha visto le banche del Nord Europa acquistare attività emesse sia del settore pubblico che da quello privato dei paesi della Periferia, che fino al 2005-06 hanno conosciuto i tassi di crescita più elevati. Ma ciò ha solo creato l'illusione delle virtù miracolose della ricetta supply-side: liberalizzi i mercati, riduci le tasse e ridimensioni il sistema di protezione sociale, sprigioni le forze progressive dei mercati. In realtà, la carenza di capacità imprenditoriali nei settori tecnologicamente avanzati fece sì che nella Periferia dell'Eurozona l'espansione degli investimenti favorita da bassissimi tassi di interessi reali si concentrassero nei settori finanziari ed immobiliari. Il forte processo di integrazione finanziaria avvenuto all'interno dell'Eurozona non ha prodotto lo sperato rafforzamento dei fattori di crescita delle economie periferiche, rimanendo solo una tessera del generale fenomeno della globalizzazione. Inoltre, ci troviamo oggi di fronte ad un'inversione di tendenza dell'integrazione finanziaria in Europa. Le operazioni della BCE di rifinanziamento delle banche (le LTRO) hanno avuto l'effetto di favorire una rinasionalizzazione del debito pubblico dei paesi dell'Eurozona e dei capitali bancari.

Vale allora la pena ricordare come, negli ultimi due decenni, soltanto due paesi - a partire dai primi anni '90 l'Irlanda, un po' di anni avanti la Spagna - sono stati capaci di tradurre in realtà il catching-up previsto dalla modellistica della convergenza economica. Sono per questi i paesi dove la rincorsa ai redditi pro capite dell'Europa avanzata ha fatto leva non tanto sull'efficienza dinamica quanto su fattori trainanti particolarmente fragili quali le bolle immobiliari e bancarie (ed in Irlanda anche la competizione fiscale). E sono di nuovo questi i paesi (la Grecia è un discorso a parte) dove la crescita e la convergenza economica sono state colpite a morte dallo shock macroeconomico originato dalla crisi finanziaria.

Le vicende europee dimostrano che in un'economia in cui l'adozione di una moneta comune con i paesi concorrenti sottrae al tasso di cambio reale (l'indicatore della competitività) la valvola di sfogo dell'accomodamento nominale non riesce a fare fronte ad uno shock sistemico. La competitività delle economie emergenti sui mercati internazionali gode dei benefici del regime dei cambi flessibili vigente fra le principali aree valutarie. Del beneficio di opportune oscillazioni del cambio nominale non godono invece i paesi periferici dell'area valutaria europea, sicché l'aggiustamento di mercato (fuor di metafora, il drastico abbattimento dei costi di produzione attraverso la riduzione dei salari ed il ridimensionamento della forza lavoro stabilmente occupata) si rivela insufficiente a creare le condizioni per il ritorno alla crescita. Gli incentivi messi in campo dal libero mercato non si rivelano sufficienti, almeno in Europa, per realizzare il catching-up. I sistemi produttivi deboli hanno bisogno della progettazione pubblica di un ambiente favorevole all'innalzamento della produttività totale dei fattori, ovvero ricerca tecnologica, istruzione e infrastrutture. Nell'Eurozona, il sostegno di appropriate istituzioni comuni, avviando il passaggio dal coordinamento delle politiche fiscali indispensabile a rassicurare i mercati all'unione fiscale, non sembra più a lungo procrastinabile.

L'errore non è stato l'euro, ma la insufficiente struttura istituzionale che ha minato i potenziali benefici della moneta comune sulla crescita delle economie europee. Si è troppo a lungo ignorato che le istituzioni rivestono un ruolo fondamentale ed insostituibile nel contenere gli effetti degli shock ed accelerare il cambiamento strutturale delle economie. Questa grave sottovalutazione ha molto pesato allorché la crisi finanziaria ha messo a nudo tutte le pecche del disegno dell'Eurozona. Una volta affidata la creazione di moneta alla francofortese BCE, ed assoggettate le politiche fiscali al vincolo del PSC, dell'assenza di una sufficiente convergenza reale non ci si preoccupò. A contrastare eventuali shock esogeni ci avrebbe pensato la capacità di aggiustamento che i mercati liberalizzati avrebbero raggiunto grazie all'integrazione. L'adozione poco meditata dell'ideologia liberista fece così dimenticare che la convergenza nominale che ha portato all'euro in nessun modo rappresentava la garanzia di una spontanea realizzazione della convergenza reale, ovvero di un progressivo abbattimento del costo del lavoro per unità di prodotto (salario/produttività del lavoro) verso i valori delle efficienti economie del Nord.

Oggi, di fronte alla grave crisi dei paesi della Periferia, "le stesse cose ritornano". I valori della dinamica del PIL sono positivi in Germania e gravemente negativi nella Periferia - non sono soltanto la conseguenza del rientro dal debito pubblico generato dai salvataggi delle banche, ma dimostrano che il problema della convergenza reale fra le economie europee " ancora tutto da affrontare. Oggi, per uscire dalla crisi, occorrerebbero esattamente le stesse scelte di policy che si invocavano allora: una BCE che non fosse fotocopia della Bundesbank, politiche fiscali di stabilizzazione coordinate a Bruxelles; adeguati finanziamenti comunitari di sostegno allo sviluppo. Tredici anni fa, se fosse stato sorretto da un coordinamento istituzionale all'altezza dei complessi aggiustamenti reali che avrebbero dovuto accompagnare l'introduzione dell'euro, i sistemi produttivi pi" deboli della Periferia sarebbero forse riusciti ad utilizzare l'abbattimento dei tassi di interesse e dei costi di transazione per accrescere l'efficienza produttiva; ed i governi (in primis, i paesi con un rapporto debito pubblico/PIL superiore al 60%, all'epoca solo Italia, Belgio e Grecia) a destinare le somme risparmiate grazie alla minore spesa per interessi prima alla decumulazione del debito pubblico e poi al finanziamento di investimenti in infrastrutture ed al miglioramento del capitale umano. Oggi, con il sistema bancario imballato dal deleveraging e la domanda interna depressa dal moltiplicatore negativo del bilancio pubblico, imprese e governi nazionali non possono sperare nelle sole "magnifiche sorti e progressive" dell'aggiustamento di mercato e del consolidamento fiscale. La ripresa della crescita nella Periferia, se ci sar" , sar" trainata dall'Europa unita.