

CHE DIFFERENZA C'E' TRA LA GRECIA E LA CALIFORNIA

di Andrea Fracasso, Roberto Tamborini
19 febbraio 2010

Recentemente la California Ã andata sull'orlo della bancarotta nella totale indifferenza dei mercati finanziari. PerchÃ il peggioramento dei conti pubblici della Grecia ha scatenato una bufera, non solo contro i titoli di stato greci, ma persino contro l'euro?

Recentemente la California Ã andata sull'orlo della bancarotta nella totale indifferenza dei mercati finanziari. PerchÃ il peggioramento dei conti pubblici della Grecia ha scatenato una bufera, non solo contro i titoli di stato greci, ma persino contro l'euro? La differenza tra la California e la Grecia Ã Washington.

Solo una decina di anni fa l'espressione irriverente âClub Medâ veniva utilizzata dagli investitori internazionali per indicare gli Stati dell'Europa meridionale ritenuti piÃ¹ deboli e vulnerabili alle crisi economico-finanziarie. I paesi in questione erano Portogallo, Italia, Grecia e Spagna. Durante l'epoca d'oro della finanza mondiale, iniziata alla fine degli anni â90 e terminata nel 2007, questo e altri termini spregiativi sono lentamente caduti in disuso, lasciando il posto ai piÃ¹ positivi acronimi per indicare i paesi emergenti e di successo (prima tra tutti la sigla BRIC - Brasile, Russia, India e Cina). Con la crisi finanziaria iniziata nel 2007, tuttavia, i paesi del Club Med sono tornati nel centro del mirino e un vecchio termine spregiativo, l'acronimo âPigsâ, Ã stato adottato per rappresentarli. Cedendo alla potenza delle sigle inglesi ma avanzando minor benevolenza circa le condizioni di salute finanziaria di Irlanda e Regno Unito, altri investitori hanno proposto di allargare il club a questi due Stati e conseguentemente di aggiungere una âiâ e un âgâ alla sigla (Piiggs).

Il cambiamento di atteggiamento degli investitori verso i paesi Pigs o Piiggs Ã stato repentino. Calmatasi la bufera che ha colpito i mercati dei prodotti finanziari sofisticati e i bilanci delle banche coinvolte nell'emissione e nell'acquisto di tali titoli, la crisi finanziaria si Ã trasmessa ai titoli di debito (pubblico e privato) dei paesi piÃ¹ fragili e/o piÃ¹ esposti verso l'estero. Il primo paese a essere interessato a fine 2009 Ã stata la Grecia, considerata debole e fragile a causa di un debito pubblico destinato a superare il 130% del Pil nel 2011, di un tasso di risparmio privato negativo, di un deficit di bilancio di circa il 12% del Pil, di un deficit di conto corrente nel 2009 di poco inferiore al 9% (14% nel 2008) e di una disoccupazione intorno al 10%. I rendimenti sui titoli decennali greci sono cosÃ¬ cresciuti fino a superare il 6,7% e il differenziale con gli omologhi titoli tedeschi Ã schizzato a oltre 350 punti base.

La negativa valutazione della condizione finanziaria greca in parte non stupisce. La Grecia, infatti, non ha mai brillato per trasparenza e disciplina di bilancio. Dopo un rocambolesco ingresso nell'Unione Monetaria ottenuto grazie a manipolazioni dei dati delle finanze pubbliche, dal 2000 i governi in carica non hanno mai rispettato i limiti imposti al deficit pubblico dal Patto di StabilitÃ e di Crescita. La rapida espansione dei consumi privati e pubblici ha poi contribuito a far lievitare il debito nei confronti dei creditori esteri. Nemmeno quando, nell'autunno 2009, l'agenzia di rating Fitch annunciÃ² che avrebbe ridotto il merito di credito del Paese, le autoritÃ sono riuscite a innescare un percorso credibile di aggiustamento dei conti pubblici. Anzi. Durante le prime settimane di recrudescenza della crisi, le autoritÃ greche hanno sfornato piani di aggiustamento vaghi e difficilmente in grado di frenare la spesa pubblica, accresciutasi specialmente durante il periodo pre-elettorale del 2009. Queste e altre debolezze croniche hanno contribuito a erodere la fiducia degli investitori nella Grecia e nei paesi che ne condividono debolezze e elementi di vulnerabilitÃ.

CiÃ² detto, rimangono tuttavia da spiegare le ragioni sia della repentina avversione degli investitori internazionali per i titoli greci, sia del coinvolgimento di altri paesi europei. In primo luogo, dopo quanto accaduto a inizio anni 2000, Ã poco credibile che gli investitori abbiano improvvisamente deciso di punire il Paese per aver distorto le statistiche ufficiali. I mercati, la crisi insegna, sembrano infatti imporre la disciplina in modo molto controverso e erratico. Anche se questo fosse il caso, solo parte delle difficoltÃ della Grecia sono condivise dagli altri Stati messi sotto pressione sui mercati. La Spagna, ad esempio, soffre per la caduta del mercato immobiliare e per l'elevato tasso di disoccupazione, ma gode di elevati risparmi delle famiglie e il suo debito pubblico rimane complessivamente contenuto. L'Irlanda, pur attraversando un periodo molto duro, ha giÃ intrapreso numerosi interventi per accelerare la riduzione della spesa pubblica e contenere l'inflazione.

L'Italia, che per una volta non ha subito attacchi diretti veri e propri, sembra beneficiare di un sistema bancario sostanzialmente solido e della presenza, a fianco a un elevato debito pubblico, di una notevole quantità di risparmio privato, in particolare delle famiglie.

La recente asta di debito pubblico greco emesso solo poche settimane fa ha fornito inoltre indicazioni contrastanti: se, da un lato, il differenziale di interesse rispetto ai titoli tedeschi è in effetti balzato a livelli di gran lunga superiori agli altri paesi europei, dall'altro la domanda di titoli greci da parte degli investitori esteri è stata elevata e superiore all'offerta. La rischiosità percepita dei titoli greci sembra infatti essere più alta nel mercato dei credit default swaps (contratti attraverso cui un soggetto terzo assume il rischio di default di un dato emittente) che, come la crisi ha mostrato, soffrono tuttavia del fatto di essere molto volatili e scambiati in mercati illiquidi, fatto che li rende sensibili alle decisioni di pochi grandi investitori.

Altre perplessità riguardo la gravità della crisi greca affondano nella teoria economica. E' certamente fuori di dubbio che ogni tipo di debito, sia esso interno o esterno, pubblico o privato, debba essere considerato sostenibile dagli investitori per poter essere rifinanziato. La sostenibilità del debito non è però un concetto univocamente inteso e molte questioni restano indefinite e soggette a discussione. Qual è l'orizzonte temporale da considerare nel valutare la sostenibilità di un debito? Esistono degli indicatori capaci di prevedere variazioni della sua vulnerabilità futura? L'andamento ciclico dell'economia (e il suo impatto diretto e indiretto sui saldi di bilancio pubblici e privati) deve essere considerato nell'osservazione puntuale di un fenomeno di lungo periodo? Come entrano i debiti emessi dal settore finanziario privato, dal settore pubblico e dal settore non finanziario privato nel determinare debitoria complessiva di un paese? Come si debbono valutare la qualità e la composizione della spesa corrente e degli investimenti nello stimare l'evoluzione futura del debito? Davanti a tante questioni poco chiare e di fronte all'evidenza di paesi che, pur in condizioni peggiori della Grecia e degli altri Pigs vengono regolarmente rifinanziati sui mercati, le origini e la natura della recente turbolenza europea rimangono da identificare. Infine va tenuto ben presente che siamo in un contesto generale di peggioramento dei conti pubblici in tutti i paesi occidentali come conseguenza della crisi finanziaria e degli enormi oneri fiscali che essa ha prodotto e produrrà. Come già detto in un precedente articolo, una crisi sistemica richiede una risposta sistemica, che deve accantonare la logica di affidare ciascun paese alla disciplina di mercato.

La letteratura economica sulle crisi finanziarie ha evidenziato il ruolo delle profezie che si auto-avverano. Queste crisi si mostrano efficaci quando gli investitori, attraverso un'azione imponente e spesso coordinata, riescono a indebolire un paese al punto da costringere le autorità a prendere quelle iniziative che probabilmente, in assenza dell'attacco speculativo stesso, non sarebbero state adottate. Un precedente è rappresentato dalla crisi valutaria del 1992 quando i governi italiano e inglese, tra gli altri, furono messi di fronte a una scelta: da un lato proteggere la parità del cambio contro l'ECU adottando in un periodo di recessione un mix di politica economica restrittivo (simile a quello attuato in Germania dopo l'allargamento), e dall'altro svalutare il cambio per rilanciare l'economia attraverso le esportazioni. In quella occasione vinsero i mercati e la lira e la sterlina si svalutarono. Oggi gli investitori sembrano porre un aut aut sia alle autorità greche sia a quelle europee: le prime devono scegliere tra l'abbandono della moneta unica (seguita da svalutazione del cambio e rinegoziazione del debito) e gravosi tagli di bilancio; le seconde tra il salvataggio di un componente minore dell'area euro (atto che causerebbe tuttavia un rischio di azzardo morale da parte degli altri Paesi membri) e il mantenimento di una rigida politica monetaria comune accompagnata da politiche fiscali indipendenti e coordinate solo debolmente.

Ma sono queste le vere alternative di fronte ai paesi europei? Noi crediamo di no. Così come la crisi del 1992 non ha comportato la fine del progetto di integrazione economica e finanziaria dell'Europa, la crisi del debito del 2010 non deve necessariamente condurre alla dissoluzione dell'area euro. Nel 1992 le autorità politiche europee hanno saputo rispondere alla speculazione con l'accelerazione dei tempi per l'introduzione dell'euro e con l'adozione di politiche fiscali molto (forse anche troppo) aggressive.

Oggi come allora le autorità politiche dell'Unione sono, sia individualmente sia collettivamente, di fronte a una scelta. Le opzioni, in sintesi, sono quattro: 1) lasciar affondare i paesi in maggiore difficoltà (e con essi l'integrità sia dell'Unione Monetaria, sia dell'Unione Europea); 2) demandare al FMI il compito di finanziare questi paesi e di condizionare i prestiti all'aggiustamento delle loro presunte debolezze; 3) salvare i paesi più esposti distribuendo gli oneri (pari nel caso della Grecia a solo il 3% del debito dei paesi dell'area euro) tra tutti gli stati membri (o tra quelli che ne possono sopportare il carico) e forzando la BCE a sostenere i titoli pubblici greci sia con operazioni di mercato aperto, sia accettando allo sconto i titoli acquistati dalle banche commerciali; 4) salvare i paesi in difficoltà e disegnare un nuovo sistema istituzionale che accentri una parte

delle politiche fiscali, crei un fondo comune di intervento e renda meno asimmetrico, oltre che pi¹ cogente e ragionevole, il sistema di monitoraggio e coordinamento sancito nel Patto di Stabilit¹.

L'esperienza americana spinge a cercare di adottare quest'ultima via. Le condizioni delle finanze pubbliche dei singoli stati degli Stati Uniti non scuotono il debito federale: la California ha recentemente sfiorato la bancarotta senza che il debito federale venisse intaccato. La condizione attuale e prospettica dei conti pubblici federali americani ¹ molto peggiore di quella dell'area euro, e perch¹ i mercati hanno messo sotto pressione l'euro anzich¹ il dollaro? Se viceversa i disavanzi fiscali federali fossero messi a carico dei singoli stati (ad esempio quelli dove ci sono le sedi legali delle grandi banche che hanno ricevuto aiuti pubblici, o dove c'¹ il maggior numero di famiglie o imprese che hanno ottenuto benefici fiscali) quale sarebbe il destino dei loro conti pubblici? Sarebbero molto migliori della Grecia o della Spagna o dell'Italia? Queste domande (retoriche) indicano che l'Europa fronteggia non gi¹ un "ordinario" problema di crisi fiscale di un paese membro, ma anche un problema serio di assetto istituzionale inadeguato. Problema, per altro, pi¹ e pi¹ volte evocato a vari livelli. Per questo motivo riteniamo che la soluzione "ordinaria" offerta dal FMI, sebbene tecnicamente corretta, non sia sufficiente. Le recenti notizie di stampa che riferiscono di un accordo Francia-Germania per un intervento concertato della UE a sostegno della Grecia vanno, quindi, nella giusta direzione; e infatti sembrano aver placato gli attacchi speculativi, almeno contro l'euro. Ma l'occasione ¹ propizia per un disegno pi¹ ambizioso (anche se questo aggettivo ¹ fuori luogo nell'Europa di questi anni) che deve portare almeno ad un' "area fiscale euro" da affiancare a quella monetaria.

La legislazione americana, per esempio, prevede per gli stati tanto la possibilit¹ di un salvataggio da parte federale quanto la loro bancarotta. I requisiti minimi di un'area fiscale euro dovrebbe comprendere la costituzione di una dotazione (relativamente piccola), la capacit¹ di emissione di euro-bond (relativamente grande), schemi d'impiego dei fondi comuni, che potrebbero andare da finanziamenti di grandi opere infrastrutturali a interventi condizionali di sicurezza sistemica accompagnati da piani di ristrutturazione fiscale e rimborso dei prestiti, un'autorit¹ responsabile sovranazionale. Il problema centrale non ¹ tecnico-finanziario, ma politico. Per essere credibile un disegno di questo tipo richiede due condizioni: un qualche grado (limitato al minimo possibile) di solidariet¹ fiscale, e un qualche grado di limitazione della sovranit¹ nazionale. Ovunque guardiamo nell'agenda europea e nei suoi insuccessi, vediamo che questi requisiti sono ormai visibilmente l'ostacolo che sta impedendo alla bicicletta Europa di continuare a muoversi senza cadere. L'auspicio ¹ che ancora una volta i paesi europei riescano a fare di necessit¹ virt¹, senza punire un paese per educarne altri (strategia che funziona male quanto la disciplina di mercato) e senza creare incentivi a comportamenti opportunistici.

Questo auspicio, tuttavia, si scontra con il fallimento della Strategia di Lisbona che non ha condotto agli auspicati recuperi di crescita e competitivit¹, n¹ ha sufficientemente promosso la produzione scientifica, culturale e tecnologica dell'Unione. Se il comune denominatore dei vari problemi dei Pigs ¹ la progressiva perdita di competitivit¹ a causa di alti differenziali di inflazione e limitati guadagni di produttivit¹, il coordinamento delle politiche fiscali e l'intervento comunitario possono servire solo ad affrontare i problemi contingenti e ad avviare un riequilibrio delle finanze pubbliche nel medio termine. Il miglioramento della qualit¹ del bilancio pubblico e l'istituzione di meccanismi redistributivi a livello europeo risultano fondamentali in questo processo. Cos¹ che tra il fallimento della Strategia di Lisbona e la mancanza di un'area fiscale euro c'¹ un evidente circolo vizioso.

Se un meccanismo pi¹ efficace e condiviso della Strategia di Lisbona non verr¹ messo in piedi, la possibilit¹ per alcuni stati di rimanere nell'area euro potrebbe essere nuovamente messa in discussione, oltre che dagli speculatori, anche dai cittadini stessi. In questo caso le questioni di quali paesi possano permettersi di avere una moneta comune e di quali siano le dimensioni ottimali di un'area valutaria comune in Europa potrebbero uscire dal novero delle domande tipicamente accademiche. La solidit¹ dell'area euro non dipende solo dalla bassa inflazione e dalla stabilit¹ delle finanze pubbliche e private locali, ma anche dalla crescita reale, dalla vulnerabilit¹ dei paesi (e dei cittadini) e dalla capacit¹ decisionale collegiale in materia fiscale. Lo spazio per miglioramenti ¹ ampio, mentre il tempo poco e la leadership scarsa. Ma la storia insegna che per l'Unione Europea un goal in zona Cesarini ¹ sempre possibile.