

# Le ragioni economiche della crisi dell'euro

## *The Economic Reasons the Euro Crisis*

Gennaro ZEZZA

Università degli Studi di Cassino

zezza@unicas.it

### **Riassunto**

La crisi dell'Eurozona ha le sue radici nelle politiche neoliberiste adottate dagli anni '80. La deregolamentazione dei mercati finanziari, la progressiva concentrazione dei redditi e lo smantellamento del welfare state hanno contribuito alla compressione o al declino del potere d'acquisto della famiglia mediana, stimolando una crescente domanda di credito per sostenere il proprio benessere relativo. La dimensione dei debiti pubblici di alcuni Paesi periferici dell'Eurozona è il risultato, e non la causa, della crisi: la recessione del 2007-2008, unita a regole neoliberiste che hanno impedito alla BCE di sostenere Paesi con deficit pubblici elevati, e la impossibilità di usare variazioni nel tasso di cambio per gli squilibri esterni ha spinto ad adottare manovre di austerità, che riducendo il PIL più rapidamente del deficit pubblico hanno peggiorato i problemi. La soluzione della crisi attuale può venire solo da una espansione fiscale coordinata, stimolata dai Paesi dell'Eurozona con un surplus delle partite correnti. Ma dato che tale soluzione non sembra politicamente percorribile, la conseguenza sarà una rottura dell'Eurozona come la conosciamo.

*Parole-chiave:* politiche neoliberiste, deregolamentazione, welfare state, debiti pubblici.

### **Abstract**

We argue that the current crisis in the Eurozone countries has its roots in the neoliberal policies implemented since the 1980s. Deregulation of financial markets, concentration of income and the progressive dismantlement of the welfare state all contributed to stagnation or decline in the real wage for the median household, stimulating an increasing demand in credit to sustain the standard of living. The size of public debts in some peripheral countries was not the origin of the current crisis, but the consequences of the 2007-2008 recession, coupled with a dysfunctional set of rules governing the ECB which prevented monetary policy to back governments in

trouble. Austerity programs have further exacerbated the problems. The solution to the current crisis can only come from coordinated fiscal expansion, stimulated from countries running a current account surplus, but since this seems not politically feasible, the crisis will imply a breakdown of the current Eurozone agreements.

*Keywords:* neoliberal policies, deregulation, welfare state, public debts.

## **1. Il “neoliberismo”: un programma per la crescita di destra (ma anche di certa sinistra)**

L'intervento di Davide Tarizzo mostra in modo lucido come l'evoluzione attuale delle istituzioni europee, ed in particolare quelle che governano l'eurozona, risentano della mancanza di un processo democratico che porti a far coincidere gli obiettivi di istituzioni sovranazionali governate – in alcuni casi – da burocrati che non rispondono direttamente agli elettori, con gli interessi legittimi dei popoli su cui ricadono le decisioni di tali istituzioni. In questo saggio proponiamo una analisi economica del perché si sia giunti a questo assetto istituzionale, ed alla cosiddetta crisi dei debiti sovrani, individuando in particolare chi ha beneficiato di determinate scelte politiche e chi ne ha subito i costi. E a questo punto, è ancora possibile un cambio di rotta nelle politiche europee che ponga fine alla crisi mantenendo intatto l'assetto istituzionale?

Per capirlo dobbiamo risalire alle origini della crisi, che a nostro avviso vanno cercate nella ideologia economica che, dagli anni novanta del secolo scorso, ha permeato l'azione dei governi conservatori, e in molti casi anche di governi democratici. Questa ideologia, che per comodità definiamo “neoliberista”, ha iniziato a suscitare consensi alla fine degli anni ottanta, dopo un lungo periodo di crescita del welfare in Europa e negli Stati Uniti, crescita accompagnata da una riduzione dei differenziali di reddito e di salario, quella che gli economisti definiscono una distribuzione meno iniqua del reddito personale.

L'ideologia neoliberista ha avuto successo politico sulla base di tre assunti fondamentali:

- aliquote fiscali marginali troppo alte scoraggiano la disponibilità a lavorare e deprimono il risparmio, riducendo gli investimenti. Bisogna invece aumentare la quota della distribuzione del reddito che va ai profitti d'impresa, e ridurre le aliquote fiscali sui redditi più alti, se vogliamo far crescere l'economia. I maggiori investimenti produrranno maggiore reddito e ricchezza, di cui l'intera società – non solo le imprese e i loro proprietari – avranno benefici;
- il settore pubblico è inefficiente, perché mancando la motivazione della ricerca del profitto, viene gestito sprecando risorse. Privatizzare la produzione dei beni pubblici porterà ad un aumento del benessere collettivo;

- il ruolo dei mercati finanziari è quello di contribuire a trovare le migliori opportunità di investimento per i risparmi. L'innovazione finanziaria migliora la performance del settore, e contribuisce ad allocare il rischio presso chi è maggiormente in grado di sostenerlo. Inoltre, i mercati finanziari sono in grado di autoregolamentarsi, e vanno quindi eliminati i vincoli al loro operato.

Dietro questi tre assunti c'è l'idea comune della superiore capacità dei mercati di trovare soluzioni di massimo benessere, rispetto a scelte operate da governi che agiscono, si presume, nell'interesse collettivo. E il crollo del muro di Berlino, e poi l'apertura ai mercati della Cina, hanno consolidato questa idea e condizionato anche metodologie ed obiettivi dei partiti della sinistra, che sembrano in certi casi accontentarsi dell'adozione della meritocrazia come sistema di promozione sociale come requisito sufficiente per una società equa.

## 2. Il neoliberalismo e le crisi del nuovo millennio

Vediamo invece, pragmaticamente, quali conseguenze ci sono state dall'adozione del modello neoliberalista negli Stati Uniti prima, e progressivamente in diversi Paesi europei. Seguendo l'analisi di Robert Reich, al mutare della distribuzione del reddito a sfavore dei salari e dei redditi bassi, si è assistito ad una stagnazione del reddito da lavoro della classe media, mentre continuava ad aumentare il reddito del quintile più ricco e – in misura ancora più sostenuta – dell'1% a reddito più elevato. Poiché quel che conta non è solo il proprio tenore di vita, ma anche il proprio tenore di vita relativamente a quello degli altri, la classe media, e a maggior ragione i gruppi sociali a reddito più basso, hanno adottato diverse strategie di difesa del proprio potere d'acquisto relativo, cominciando dall'aumento nella partecipazione femminile al mercato del lavoro (per cui mentre prima era sufficiente un solo reddito familiare, diventava necessario avere due fonti di reddito), per passare poi all'aumento delle ore lavorate – in particolare negli Stati Uniti – e infine all'allargamento delle spese finanziate ricorrendo all'indebitamento: mutui sulla casa, ma anche sull'acquisto dell'automobile, sulle spese per turismo, sui consumi finanziati da scoperti crescenti su carte di credito.

C'è chi sostiene che tali processi negli U.S. non abbiano avuto origine solo dalla difesa del proprio tenore di vita relativo, ma anche dalla rapida crescita di spese rilevanti per ogni bilancio familiare – in particolare per la salute e l'istruzione. O ancora, che l'aumento della spesa a debito da parte delle famiglie sia necessaria in un mondo di rapida innovazione tecnologica, in cui l'offerta di nuove merci richiede la nascita di sempre nuovi bisogni da soddisfare. Queste spiegazioni, a nostro avviso, non sono in contraddizione tra loro ma contribuiscono a spiegare l'emergere di una crescente domanda di credito da parte delle famiglie, a fronte di una stagnazione dei redditi da produzione della famiglia mediana.

Se la domanda di credito cresceva, l'innovazione finanziaria trovava nuovi meccanismi per soddisfarla. L'ideologia del funzionamento ottimale dei mercati, unita al lobbying del sistema finanziario sul Congresso americano, portavano all'abbandono dei meccanismi di tutela contro le crisi finanziarie istituiti dopo la crisi del 1929. In particolare, veniva eliminata la separazione tra banche commerciali – che prestano alle imprese e alle famiglie locali, e raccolgono il risparmio – e banche d'investimento, che fanno operazioni più complesse e dal rischio più elevato. Le attività della banca tradizionale richiedevano la conoscenza del territorio, che consente più agevolmente di calcolare il rischio delle attività di prestito, razionando il credito per chi si ritiene abbia una probabilità troppo elevata di non riuscire a rimborsarlo. Con l'innovazione finanziaria si è adottato un nuovo modello, noto come *originate to distribute* (OTD), in cui i prestiti concessi da una banca – ad esempio un mutuo per l'acquisto di una abitazione – vengono “cartolarizzati”, ossia il credito viene rivenduto sotto forma di un nuovo titolo (derivato) insieme ad altri crediti, consentendo la diversificazione del rischio. Nel 2008 un documento del Financial Stability Forum conferma quanto detto sulla fiducia nei mercati:

“Ove accompagnato da adeguati sistemi di gestione del rischio e di incentivi, il modello di intermediazione OTD (*Originate To Distribute*) offre una serie di benefici agli erogatori di credito, agli investitori e ai debitori. Chi eroga il credito può beneficiare di un uso più efficiente del proprio capitale, di una maggiore disponibilità di fondi e di una minore volatilità degli utili, in quanto il modello OTD disperde il rischio di credito e di tasso d'interesse presso i mercati dei capitali. Gli investitori possono beneficiare di una più ampia scelta di investimenti, con la possibilità di diversificare e avvicinare il più possibile il loro profilo di investimenti alle rispettive preferenze di rischio. I debitori possono beneficiare dell'allargata disponibilità di credito e di scelta di prodotti, nonché dei minori costi dell'indebitamento”<sup>1</sup>.

Il rapporto suggerisce che la crisi finanziaria non sia dovuta a caratteristiche intrinseche del modello, ma alla sua cattiva applicazione. In pratica, una macchina efficiente ma che risente di possibili “errori umani” del guidatore.

Il problema invece è che il meccanismo di credito OTD crea un incentivo a chi emette il titolo derivato, e si presume conosca quindi il suo rischio, a non trasmettere questa informazione in modo corretto. Chi crea il derivato trasmette quindi il rischio a terzi e, se le regole lo consentono, ha interesse a produrre il maggior numero possibile di tali derivati, ossia ad aumentare il credito indipendentemente dalla solvibilità dei debitori. Ecco quindi che l'aumento nella domanda di credito trova facilmente una offerta corrispondente. Quando non è l'offerta di credito, anche in questo caso, a generare la domanda.

---

<sup>1</sup> Rapporto su: Rafforzare la Solidità dei Mercati e degli Intermediari, p. 14

Ha avuto successo la ricetta neoliberista? Non è questa la sede più adatta per una risposta esauriente basata su un'analisi dettagliata. Quel che è certo è che questo modello di crescita ha portato il mondo alla Grande Recessione iniziata nel 2007: il periodo di declino economico più lungo nel secondo dopoguerra, e che lo spostamento verso l'alto nella distribuzione dei redditi non ha comportato una crescita generalizzata del benessere.

Gli investimenti privati in questo periodo (1995-2006, con una pausa nella recessione del 2001) hanno avuto un ritmo sostenuto, ma si sono basati più su prospettive di profitto immediato che su strategie di più ampio respiro, dando luogo prima ad una bolla speculativa sui mercati azionari (anni '90) e poi sul mercato delle abitazioni, negli Stati Uniti come in alcuni Paesi europei, e con l'avvio della crisi del 2007, nel mercato dei mutui sub-prime (erogati a debitori con bassa probabilità di poter rimborsare il debito). E infine, la deregolamentazione del sistema finanziario ha consentito la creazione di un castello di carte in cui titoli di dubbio valore vengono usati come fonti di copertura per prestiti che a loro volta hanno altra probabilità di non essere rimborsati, aumentando oltremodo la fragilità del sistema, invece di ridurne il rischio.

### 3. L'avvio della crisi in Europa

Come si è arrivati alla crisi europea? Il crollo dei mutui sub-prime negli Stati Uniti ha avuto due conseguenze: la prima è che gli acquirenti di questi titoli, in buona parte in Europa, hanno scoperto improvvisamente che una parte del loro attivo era di dubbio valore; la seconda è l'avvio di una recessione negli Stati Uniti che ha visto calare le esportazioni europee verso quest'area. Come la domanda da parte degli U.S. aveva sostenuto la crescita nel resto del mondo, così la crisi in quest'area si è propagata all'estero. I Paesi della zona euro hanno subito quindi un duplice shock: il calo della domanda netta proveniente dall'estero, e la perdita di valore dello stock di ricchezza finanziaria.

Una recessione genera automaticamente un aumento del deficit pubblico, perché al calare del reddito diminuisce il gettito fiscale e all'aumentare della disoccupazione crescono i trasferimenti legati al welfare state (cassa integrazione, sussidi di disoccupazione ecc.). In aggiunta, la crisi nei bilanci delle banche è stata sanata da diversi interventi di salvataggio da parte del settore pubblico. Alcuni hanno osservato che si è operata una sospensione (temporanea!) dell'ideologia liberista, che nega il ruolo di sostegno dello Stato all'economia e ritiene che il fallimento delle imprese sia necessario per liberare risorse da aziende mal gestite ed indirizzarle verso usi più proficui. Ci si è resi conto che il fallimento di banche di grandi dimensioni avrebbe avuto imprevedibili ripercussioni a catena – dovuti anche ai processi di deregolamentazione – e si è preferito intervenire a sanare la situazione, ignorando le conseguenze

in termini di azzardo morale<sup>2</sup>. I meccanismi di finanziamento delle banche propri dell'area euro implicano un contributo da parte dei governi, e quindi anche la crisi bancaria ha contribuito ad innalzare i deficit pubblici.

#### 4. Gli squilibri interni all'area euro

La recessione del 2007 ha fatto emergere altri problemi strutturali dell'architettura dell'euro. Quando si abbandona la valuta nazionale per adottare una moneta comune, non è più disponibile lo strumento del tasso di cambio per eliminare, o almeno attenuare, gli squilibri tra due Paesi. Il saldo dei commerci tra due Paesi dipende infatti da due componenti: i differenziali di crescita del reddito, e i differenziali di competitività. Ad esempio, se la Spagna cresce più rapidamente della Germania, anche la domanda spagnola di beni tedeschi aumenterà più rapidamente della domanda tedesca di beni spagnoli, e ciò porta la Spagna verso un deficit commerciale con la Germania, che registrerà un surplus. Inoltre, se i prezzi dei beni spagnoli aumentano più rapidamente dei prezzi dei beni tedeschi, a parità di cambio tra i due Paesi i beni spagnoli diventeranno via via più cari rispetto a quelli tedeschi, e anche questo implica un deficit commerciale per la Spagna rispetto alla Germania. Finché i due paesi operavano con valute nazionali, la svalutazione della peseta spagnola rispetto al marco tedesco avrebbe contrastato, almeno in parte<sup>3</sup>, la perdita di competitività. L'adozione di una moneta unica impedisce l'uso della svalutazione, e richiede quindi un nuovo strumento per correggere gli squilibri commerciali interni all'area. All'interno di un singolo Paese come l'Italia, questo strumento è in parte fornito da un sistema fiscale progressivo: se una regione (ad esempio la Lombardia) ha un surplus commerciale con un'altra regione (ad esempio la Campania) i redditi dei cittadini lombardi cresceranno più rapidamente, e di conseguenza aumenterà il gettito fiscale di questa regione. Al contempo, i redditi dei campani cresceranno poco, e i disoccupati in questa regione aumenteranno, e le spese di welfare in questa regione aumenteranno bilanciano – almeno in parte – gli effetti sul reddito degli squilibri commerciali. Dal nostro esempio è evidente che il trasferimento di fondi da una regione in surplus ad una in deficit tramite il sistema fiscale rende *sostenibili* gli squilibri commerciali, ma non li elimina. Per eliminarli è necessaria una politica di sviluppo delle aree in deficit, come c'è stata in Italia fino agli anni '70.

---

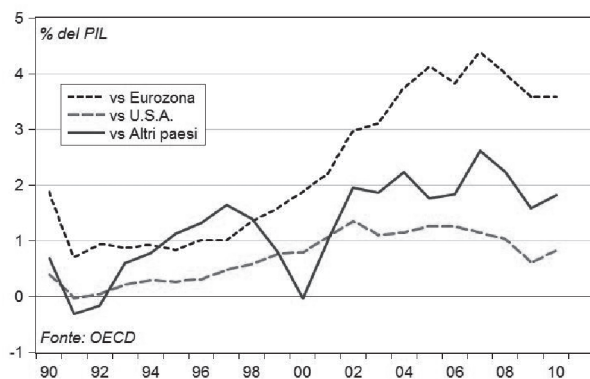
<sup>2</sup> L'azzardo morale si ha quando un agente che si è assicurato modifica il proprio comportamento aumentando il rischio contro cui si è assicurato. Nel caso delle banche, la certezza del salvataggio pubblico in caso di investimenti finanziari incauti porta ad aumentare la disponibilità ad assumere rischi elevati.

<sup>3</sup> Una svalutazione è meno efficace se, nel nostro esempio, i beni che la Spagna importa dalla Germania – ad esempio macchinari ad alta tecnologia – non sono sostituibili con beni prodotti all'interno, e sono necessari.

Nella zona euro, il compito di attenuare gli squilibri è stato affidato ai fondi strutturali per le regioni a basso reddito, ma questo fondo è sempre stato di dimensioni inadeguate, e l'accesso ai fondi è stato subordinato a meccanismi complessi non sempre alla portata delle amministrazioni locali delle aree in deficit.

Dato questo assetto istituzionale dell'area, la Germania ha adottato, dall'inizio dell'era dell'euro, una politica di contenimento dei salari che ha consentito di tenere bassa l'inflazione e il tasso di interesse, ed ha aumentato la sua competitività rispetto ai Paesi periferici dell'area. Questi Paesi, nel contempo, avevano ancora tassi di inflazione più elevati di quelli tedeschi, e beneficiavano con l'euro di tassi di interesse nominali più bassi, potendo così finanziare le proprie spese a tassi di interessi reali inferiori a quelli tedeschi, adottando – soprattutto in Spagna – modelli di crescita basati sull'indebitamento.

Fig. 1. Germania. Saldo merci



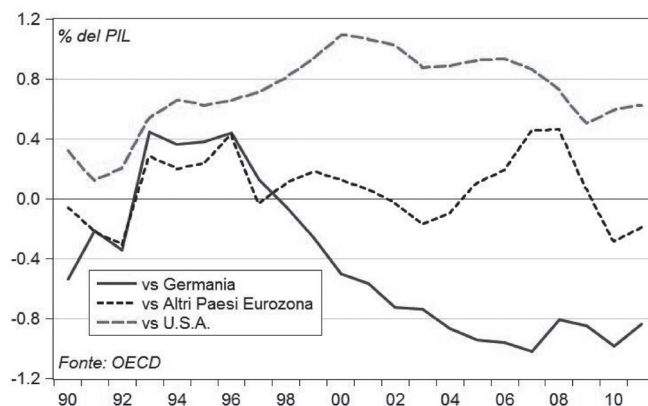
Il risultato per la Germania è sintetizzato in Figura 1, dove risulta evidente come il Paese abbia in generale beneficiato di un forte aumento delle esportazioni nette, con l'aumento più consistente nelle esportazioni nette verso i partner dell'area euro. Un grafico analogo per l'Italia è riportato in Figura 2, che fa notare come l'andamento delle esportazioni nette italiane, in particolare verso gli Stati Uniti, non sia peggiorato in generale – smentendo quindi l'ipotesi di un declino assoluto della competitività italiana – ma confermando il problema degli squilibri commerciali con la Germania.

Una conseguenza rilevante degli squilibri commerciali è che si riflettono in un indebitamento crescente del settore privato nel Paese in deficit verso il settore privato del Paese in surplus. Se al 1999, prima dell'euro, il debito pubblico italiano era quasi completamente un credito di soggetti italiani, gli squilibri commerciali si sono accompagnati successivamente ad una variazione nel portafoglio degli operatori, con un consistente aumento del debito pubblico cui corrisponde un credito in uno dei Paesi in surplus nell'area euro<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> La relazione tra deficit commerciale e debito pubblico all'estero non è diretta, ma passa tramite gli aggiustamenti nei portafogli dei diversi operatori, bancari e non bancari.



Fig. 2. Italia. Saldo merci



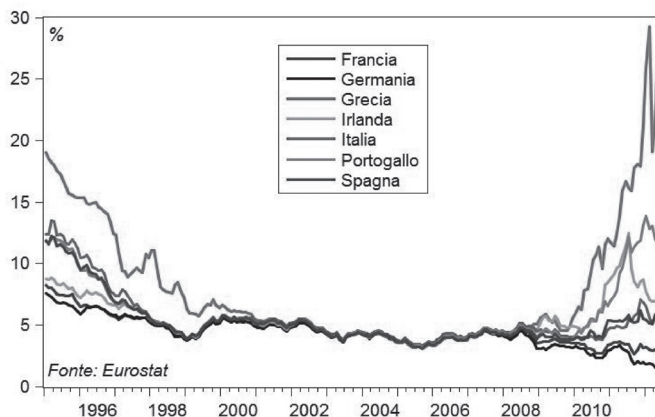
## 5. La “crisi del debito”

Con l’insediamento del governo Papandreou in Grecia si avvia una nuova fase della crisi. Il nuovo primo ministro, poco dopo l’elezione, rivela che il deficit pubblico effettivo era di molto superiore a quello dichiarato dal governo uscente, che aveva “truccato i conti”. La Grecia è quindi in una situazione molto lontana da quella prevista dai trattati dell’area euro, e ha un problema immediato di rifinanziamento del debito in scadenza, oltre che del deficit corrente. Se a questo punto la leadership europea avesse attuato un programma di rifinanziamento a basso costo del debito greco, consentendo al Paese di uscire dalla recessione prima di risanare i conti, la crisi attuale non avrebbe avuto luogo. I vertici europei hanno invece deciso di subordinare il sostegno finanziario alla Grecia all’attuazione di un piano di austerità, ed impedendo l’intervento della BCE sul mercato primario dei titoli greci, hanno tollerato l’aumento nei tassi a cui il governo greco poteva rifinanziarsi sul mercato (Figura 3).

I mercati finanziari hanno quindi capito che, dato l’assetto istituzionale dell’area e la politica scelta dai vertici –in particolare l’asse Merkel-Sarkozy– la possibilità di default di un governo era possibile, con il conseguente rischio di non essere rimborsati. Sono quindi aumentati i tassi di interesse, mettendo in moto un meccanismo perverso, in cui l’aumento del tasso di interesse sul debito pregresso genera un aumento dei pagamenti per interessi –e quindi del deficit e del debito– da parte del settore pubblico.



Fig.3. Eurozona. Rendimento dei titoli pubblici a lungo termine



## 6. Una crisi da debito?

A partire dal “problema greco”, la crisi viene presentata come una crisi del debito pubblico, originata da spese eccessive dei governi. Sostenendo che i Paesi in crisi hanno vissuto “al di sopra delle loro possibilità” si legittima una ricetta di austerità.

Ma sono davvero i debiti eccessivi all’origine della crisi? In Figura 4 abbiamo riportato il debito lordo di alcuni Paesi dell’area euro, evidenziando in giallo i c.d. PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia, Spagna). Risulta evidente che per la maggior parte dei Paesi il livello del debito pubblico rispetto al PIL era simile nel 1995, prima dell’euro, nel 2000, e prima della crisi, nel 2006, dove era anzi diminuito, ad esempio per la Spagna. In tutti i Paesi il debito è invece aumentato *come conseguenza* della crisi, nel 2011. Come abbiamo notato in precedenza, il deficit pubblico aumenta automaticamente in una recessione, e nella zona euro l’aumento è stato esacerbato dall’aumento della spesa per interessi (figura 3) dovuto alla mancata capacità di gestione della crisi.

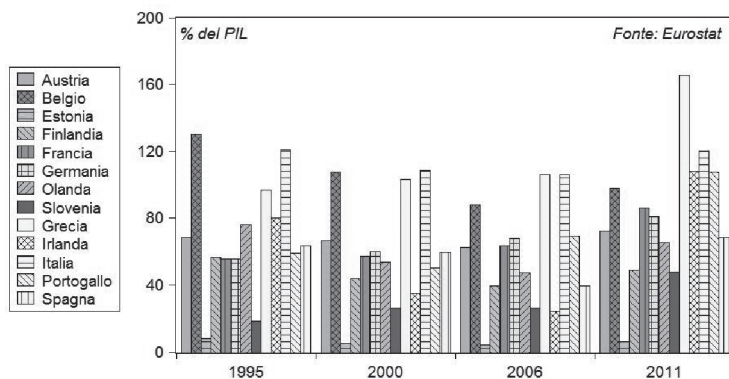
La dinamica degli eventi non è compatibile con una spiegazione per cui la crisi sia stata causata – prima del 2007 – da spese eccessive in deficit dei governi della periferia.

## 7. Austerità e crescita?

La soluzione che viene prospettata per la “crisi del debito”, a partire dalla Grecia e a seguire per gli altri Paesi in difficoltà, è quella di “riportare i conti in ordine”, e in alcuni casi si sostiene anche che l’austerità potrà coniugarsi con la crescita dell’economia (*expansionary austerity*). L’idea teorica dietro l’ipotesi dell’austerità

espansiva è basata sul secondo “pilastro” del neoliberismo da noi citato all’inizio, e cioè l’inefficienza del settore pubblico, unita all’idea che un aumento della spesa pubblica non abbia effetti sul sistema economico. Come si dice in termini tecnici, questa ipotesi ritiene che il moltiplicatore fiscale sia pari a zero.

Fig.4. Eurozona. Debito lordo del settore pubblico



L’effetto del deficit pubblico sull’economia è centrale per capire l’origine della crisi, e le eventuali vie di uscita, e merita quindi una attenta riflessione. In primo luogo, la spesa pubblica fa parte del PIL, quindi ogni suo aumento, o riduzione, si riflette in un aumento o riduzione del PIL di pari ammontare. L’idea keynesiana è che, in presenza di disoccupazione o comunque di risorse non utilizzate, l’impatto sia anche maggiore, in quanto un aumento della spesa pubblica –ad esempio l’assunzione di nuovi docenti o personale medico– genera un incremento nel reddito nazionale. Per la parte che viene spesa per ulteriori consumi di beni nazionali, si registra un aumento delle vendite che stimola le imprese ad aumentare la produzione e l’occupazione. Un euro aggiuntivo di spesa pubblica dovrebbe quindi comportare un aumento nel PIL superiore ad un euro (moltiplicatore), e simmetricamente una riduzione nella spesa pubblica ridurre il PIL in misura più che proporzionale.

I teorici dell’*austerità espansiva* si basano invece sull’idea che la spesa in deficit del settore pubblico, che va quindi ad aumentare il debito pubblico, comporterà prima o poi un aumento delle imposte per ripagare il debito, maggiorato degli interessi. Se i contribuenti sono consapevoli del futuro aumento delle tasse, aumenteranno immediatamente i risparmi, e ridurranno i consumi, per cui per ogni euro aggiuntivo di spesa pubblica in deficit ci sarà una riduzione nei consumi di un euro, con un moltiplicatore pari a zero sulla domanda aggregata, e una diversa composizione della produzione che vedrà aumentare la quota dei beni pubblici a scapito della quota dei beni privati. Se aggiungiamo a questa ipotesi l’idea che il settore pubblico sia meno efficiente del settore privato, si giunge alla conclusione di un moltiplicatore

negativo. In tempi di recessione, l'idea è che la riduzione nel deficit pubblico verrà interpretata dai contribuenti come una riduzione permanente delle tasse da pagare per il futuro, e questo aumento nel reddito futuro atteso sosterrà da subito i consumi e favorirà la ripresa economica.

I primi<sup>5</sup> a suggerire l'ipotesi dell'austerità espansiva si sono basati su casi storici in cui un consolidamento fiscale si è accompagnato ad una crescita economica. La maggior parte di questi autori riconosce, tuttavia, che nei casi di austerità espansiva di solito o aumentavano le esportazioni nette – ad esempio a seguito di una svalutazione – o aumentavano i consumi per l'apprezzamento di attività reali (effetti ricchezza), e quindi uno o entrambi questi effetti più che compensavano l'effetto depressivo dell'austerità fiscale.

## 8. Lo spread e la distribuzione del reddito

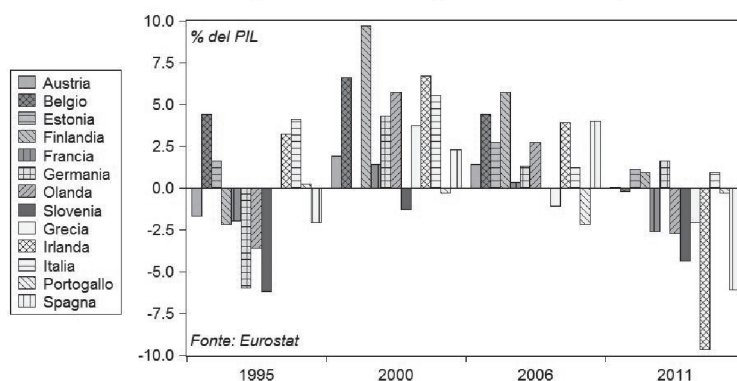
Un ulteriore elemento da considerare, nell'analisi della crisi attuale e dunque delle possibilità di risolverla, è l'effetto della crisi e dell'austerità sulla distribuzione del reddito. Gran parte del dibattito politico sul debito pubblico ignora alcuni elementi banali ma cruciali, e cioè che (1) il debito pubblico è sempre un credito per un altro soggetto, e (2) gli interessi pagati sul debito pubblico sono reddito per il creditore. Finché il debito pubblico italiano, per fare un esempio concreto, era un credito di altri italiani (privati cittadini, banche, fondi pensione ecc.), decidere di ripagarlo aumentando le tasse implica un trasferimento di reddito e ricchezza interna al Paese. Decidere invece di non ripagare il debito (e cioè fare default) implica una diminuzione netta nella ricchezza dei creditori, e quindi un calo nella loro capacità di spesa, e quanto più il debito pubblico è ricchezza privata – ad esempio tramite i fondi pensione – tanto maggiore l'impatto sulla capacità di spesa del Paese.

In una situazione come quella attuale, i Paesi della periferia dell'Eurozona – come abbiamo visto – si trovano ad essere debitori netti della Germania e degli altri Paesi in surplus. I tassi di interesse riportati in figura 3, rapportati al debito pubblico di figura 4, ci dicono quindi che il governo greco deve pagare oltre il 20% del reddito nazionale ogni anno solo di interessi sul suo debito. Poiché il debito del Paese è un credito prevalentemente di soggetti stranieri, il 20% del reddito generato dal Paese ogni anno diventa reddito per le banche tedesche e per gli altri creditori del governo greco. In Italia, le cifre sono più ragionevoli perché solo il 60% circa del debito è un credito di altri Paesi, e un tasso di interesse sul debito al 7% implica che “solo” il 5% circa del reddito italiano va all'estero ogni anno per pagare gli interessi ai creditori<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> Le teorie di cui si accenna qui sono riconducibili ai lavori di Barro sulla c.d. “equivalenza ricardiana” e ai lavori di Giavazzi e Pagano sull’ “expansionary austerity”.

<sup>6</sup> Questi calcoli sono approssimati, in quanto i titoli del debito sono stati emessi a date diverse e rendimenti diversi.

Fig.5. Eurozona. Saldo primario del settore pubblico



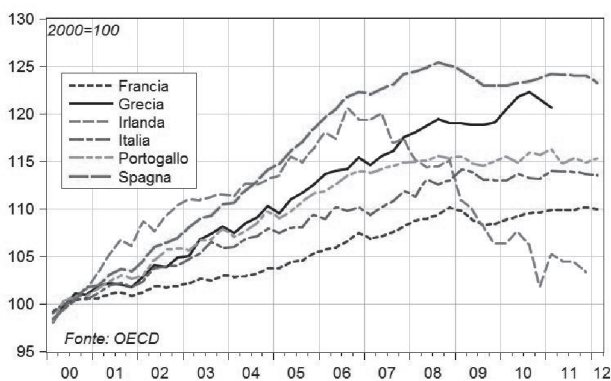
Finché i tassi di interesse che i governi sovrani devono pagare per rifinanziarsi sono stabiliti dai “mercati”, che hanno un reddito tanto maggiore quanto più alti sono gli interessi, la crisi non avrà soluzione, e l’austerità comporterà un trasferimento massiccio di reddito e ricchezza da chi dall’austerità viene colpito – sia per gli aumenti nelle imposte che per le riduzioni nei servizi – ai creditori.

## 9. L’austerità potrà funzionare?

Si potrebbe pensare che il costo in termini di trasferimento di risorse legato all’austerità sia sopportabile, se serve ad uscire dalla crisi. Dobbiamo quindi chiederci qual’è il valore plausibile del moltiplicatore fiscale nei Paesi della periferia dell’euro. A nostro avviso, per quanto detto finora, è una pia illusione pensare che il taglio nei deficit pubblici possa essere compensato dall’aumento di altre componenti della domanda aggregata, in base alla teoria dell’austerità espansiva. Il taglio ai salari, in tutti i Paesi PIIGS, segue la logica del ripristino della competitività per stimolare le esportazioni nette, ma quando tra Paesi partner si avvia una corsa al ribasso dei salari contemporanea, non si hanno benefici relativi, ma solo una depressione della domanda per consumi. Né possiamo sperare, come in alcuni casi riportati in letteratura, in “effetti ricchezza”, e l’ipotesi che il calo nei deficit pubblici convinca i greci, gli italiani e gli spagnoli che saranno più ricchi in futuro perché godranno di minori aliquote fiscali sembra risibile.

Come mostrato in molti studi, il moltiplicatore fiscale in una fase di recessione è positivo, e l’austerità porterà quindi ad un calo del PIL maggiore del calo del debito, rendendo impossibile raggiungere l’obiettivo della riduzione del rapporto debito/PIL incautamente approvato come guida nei trattati dell’euro.

Fig. 6. Eurozona. Differenziali di prezzo con la Germania



## 10. Quale via di uscita?

Dalla nostra analisi, appare evidente che il problema più pressante è nella mancata volontà (politica) di ridurre il costo del servizio del debito. Se la BCE potesse rifinanziare direttamente i governi dell'area dell'euro, ad un tasso analogo a quello a cui rifinanzia il sistema bancario, per l'Italia si libererebbero risorse finanziarie per oltre il 5% del PIL, e tagli alla spesa, IMU, aumenti dell'IVA ecc. potrebbero essere discussi con calma in base a considerazioni di equità distributiva, piuttosto che come risposta all'emergenza. Per l'Italia questo sarebbe sufficiente a bloccare la crisi in poche ore, visto che – come riportiamo nel grafico di figura 5 – il settore pubblico incassa già più di quanto spende, al netto della spesa per interessi.

Per altri Paesi, come la Grecia, la riduzione degli interessi sul debito è indispensabile ma non sufficiente, e la presenza di un consistente deficit primario implica che se anche il Paese decidesse di dichiarare bancarotta e non ripagare il debito, non avrebbe entrate sufficienti a coprire le spese. Per questi Paesi è indispensabile differire il risanamento dei conti pubblici alla fine della recessione, che va affrontata – in mancanza di stimoli esterni o di investimenti privati, proprio con un ulteriore *incremento* della spesa pubblica, finanziata monetizzando il deficit.

Le altre proposte di rifinanziamento dei PIIGS basate su nuove agenzie da capitalizzare con trasferimenti di fondi dai governi della zona euro non possono funzionare, data la mole dei debiti pubblici. Pensare di eliminare la crisi in Spagna con fondi prestati anche dall'Italia ecc. non farà che spostare la speculazione da un Paese all'altro.

La condizione indispensabile per rendere la crisi risolvibile è quindi la riduzione nei tassi di interesse sui debiti sovrani. Ma questa soluzione, se consente ai governi di affrontare la crisi senza i drammi dell'emergenza, non risolve i problemi legati

agli squilibri interni all'area dell'euro, ed in particolare la mancanza di strumenti adeguati per eliminare o attenuare gli squilibri commerciali. La creazione di un sistema fiscale federale con un bilancio consistente sarebbe un passo in questa direzione anche se, come abbiamo argomentato, meccanismi fiscali automatici che trasferiscono potere d'acquisto dalle regioni in surplus alle regioni in deficit rende gli squilibri sostenibili nel tempo, ma non li elimina. L'esempio pertinente è quello del Centro-Nord dell'Italia rispetto al Mezzogiorno. Serve invece una visione strategica su un futuro di crescita armonica e sostenibile delle regioni europee, che richiede programmi di investimento di lungo periodo, ma tale visione è in contrasto stridente con la politica adottata attualmente.

Poiché le soluzioni alla crisi che preservano la moneta unica sono in contrasto con le attuali regole dell'area euro, e non sembra esservi la volontà politica di cambiare le regole del gioco in tempi utili, va affrontata la prospettiva di una uscita dall'euro di singoli Paesi, o della fine dell'esperimento della moneta unica.

Sull'ipotesi di uscita di un Paese dall'area euro e il ritorno ad una valuta nazionale, è rilevante prevedere di quanto si svaluterebbe la nuova moneta rispetto all'euro. Nel grafico di figura 6 abbiamo calcolato un indice<sup>7</sup> dei prezzi interni di alcuni Paesi rispetto ad un analogo indice per la Germania. Posto pari a 100 il valore medio nel 2000, anno di inizio dell'euro, il grafico mostra che la perdita di competitività di prezzo dell'Italia, ad esempio, è di circa il 14%, ben lontana dalle cifre allarmistiche che circolano sui media riguardo la perdita di potere d'acquisto di una *neo-lira*.

Certo, l'uscita di un singolo Paese dall'euro implicherà, con ogni probabilità, l'uscita anche dai trattati che regolano la libera circolazione di merci e capitali, ma quando il costo di restare nell'euro –in termini di risorse da trasferire ogni anno a creditori esteri– diventa insostenibile come nel caso greco, non si possono ignorare le alternative, per quanto traumatiche in termini politici, se implicano la fine del sogno di una Europa dei cittadini europei.

---

<sup>7</sup> L'indice è costruito utilizzando il deflatore del PIL.