

NORD CONTRO SUD, IL MURO D'EUROPA

## PER SALVARE L'EURO I FORTI SONO CONDANNATI A FINANZIARE I DEBOLI

di Giorgio ARFARAS

*Perché e come si è spezzato il meccanismo di convergenza cui mirava l'unione monetaria. Ha senso salvare Grecia e Spagna? Rischi e costi della spaccatura Nord-Sud: verso trasferimenti permanenti fra le 'due Europe'. L'Italia non è così malmessa.*

**C**I SI INTERROGA SE L'AREA EURO POSSA sopravvivere e non piuttosto spezzarsi in un'area che ha la stessa moneta (il Nord), ed una che ne ha un'altra o molte monete (il Sud). L'argomento è ovviamente complesso, perché si ha l'analisi economica e quella geopolitica. La prima area avrebbe un'inflazione contenuta, una moneta forte e dei bilanci pubblici sotto controllo. La seconda avrebbe un'inflazione elevata, una moneta debole, e dei bilanci pubblici difficili da controllare.

Per capire di che cosa si tratta, partiamo da prima della crisi. Allora nessuno pensava che si sarebbe avuta una spaccatura, tanto che i rendimenti fra i titoli del debito pubblico del Nord e del Sud erano circa gli stessi. Che cosa è mai accaduto perché oggi si abbia un paese che ha ristrutturato il proprio debito (la Grecia), uno in serie difficoltà (la Spagna), ed uno in medie difficoltà (l'Italia)? L'analisi traslascia le vicende del Portogallo, dell'Irlanda e di Cipro.

Partiamo dal «meccanismo di convergenza» e vediamo perché si è spezzato. (L'analisi ruota sulla Spagna e sulla Grecia, perché la crisi italiana ha altre origini, che discuteremo dopo.) Si abbiano due aree, una sviluppata e una poco sviluppata. Nella prima si ha un'industria moderna e un settore dei servizi moderno. L'opposto avviene nella seconda. Le due aree sono integrabili? Ossia, la seconda area riesce avvicinarsi alla prima? Per entrare nel merito, il Nord Europa e il Sud Europa possono integrarsi?

L'idea retrostante la nascita dell'euro era che i paesi del Sud avrebbero importato i capitali dai paesi del Nord per investirli dove avevano e dove avrebbero potuto avere un «vantaggio competitivo», come il turismo (vantaggio competitivo attuale) e la costruzione di infrastrutture moderne, per alimentare successivamente il decollo industriale (vantaggio competitivo potenziale). La moneta unica, eliminando il rischio di un tasso di inflazione elevato nei paesi della periferia, avrebbe spinto all'ingù i rendimenti richiesti sulle loro obbligazioni (pubbliche e private) con ciò favorendo gli investimenti reali. Un cambio certo e dei rendimenti sul capitale maggiore nel settore reale avrebbero attratto i capitali dal Nord. Alla fine le due aree sarebbero diventate omogenee.

Questo meccanismo (o meglio, l'aspettativa che esso potesse funzionare) è andato avanti per molti anni. I capitali si sono mossi dal Nord al Sud, come si evince dall'osservazione della bilancia dei pagamenti. Spagna e Grecia avevano una bilancia commerciale in forte deficit, e questo deficit era finanziato dai capitali che arrivavano dall'estero. Il finanziamento del vantaggio competitivo avrebbe - questo era l'assunto - portato alla materializzazione del vantaggio competi-

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

vo. A quel punto, le esportazioni dalla Spagna e dalla Grecia avrebbero ripagato i capitali importati in precedenza.

Dove si è intoppato il meccanismo? In Spagna per effetto del ciclo privato delle costruzioni edilizie. Si è costruito troppo ed è rimasto un magazzino di case invendute. In Grecia lo Stato ha costruito le infrastrutture e ha allargato l'offerta di servizi pubblici, senza organizzare una raccolta di imposte efficace. A differenza della Spagna, che fino alla crisi del 2007 non aveva un deficit pubblico di una qualche consistenza, la Grecia lo aveva. In Grecia è stato il settore pubblico che fino all'arrivo della crisi ha alimentato il debito con l'estero, mentre in Spagna è stato quello privato. L'accumulazione di un notevole debito con l'estero in assenza di segnali che si stesse formando un'industria esportatrice ha fermato l'arrivo di capitali privati esteri in Grecia. Nel caso della Spagna la crisi è arrivata in maniera più contorta, nella forma del salvataggio delle banche con l'aiuto dell'estero.

### *Salvare o non salvare, questo è il dilemma*

Il salvataggio di questi due paesi ha senso? Ossia, li si salva, e questi tornano a crescere, oppure li si salva e questi non tornano a crescere? Nel primo caso si ha un trasferimento di reddito temporaneo dai paesi messi meglio a quelli messi peggio, mentre nel secondo il trasferimento è permanente, perché questi paesi non sono in grado di rendere gli aiuti.

L'Italia è un ottimo esempio di trasferimento permanente. Se alcune regioni, soprattutto del Meridione, potessero godere degli stessi servizi pubblici delle altre regioni al costo di produzione delle altre regioni, farebbero risparmiare allo Stato 40 miliardi di euro ogni anno – e 40 miliardi sono la metà degli oneri del debito pubblico. La ragione di questo trasferimento inefficiente e soprattutto permanente è nel peso politico di alcune regioni del Meridione. Non si riesce (ancora?) a tagliare la spesa pubblica inefficiente, pena la perdita delle elezioni. Anche la Germania è un ottimo esempio. Le regioni della ex Rdt continuano a ricevere dei trasferimenti, ma non decollano, anche perché il «capitale umano» tende a trasferirsi all'Ovest. Ogni paese ha un «Nord» e un «Sud» – l'Inghilterra, per esempio, ha la Scozia – il punto è il peso economico e politico dei trasferimenti verso le regioni meno dinamiche.

L'*Economist* ha fatto dei conti piuttosto complessi<sup>1</sup>. L'uscita della Grecia dall'Eurozona costerebbe 323 miliardi di euro, di cui 118 per la Germania. Col rischio di un allargamento della crisi alla Spagna, all'Irlanda, al Portogallo e a Cipro. In questo caso il costo sarebbe di 1.155 miliardi di euro, di cui 496 a carico della Germania. Non aver fatto tutto il possibile per evitare una crisi di questa entità – la perdita ammonterebbe a quasi il 10% del pil europeo – sarebbe un costo politico molto alto da giustificare agli occhi degli elettori europei.

A fronte di trasferimenti permanenti verso i paesi che potrebbero non decollare mai per rendere il debito, si ha una notevole perdita secca subito. Angela Merkel – e non solo – deve scegliere. È facile che scelga dei trasferimenti permanenti spalmati nel futuro (e quindi poco visibili), piuttosto che una crisi violenta (e magari incontrollabile) nell'immediato.

Per questa ragione è probabile che la catena d'intervento fondo «salva Stati» → Banca centrale europea verrà approntata. Si stende una lista di impegni di politica economica da rispettare. In seguito alla richiesta, i fondi «salva Stati» interverranno acquistando titoli pubblici alle aste. Poi la Bce deciderà se acquistare titoli di breve durata sul mercato secondario. In questo modo i parlamenti restano sovrani nel decidere se chiedere aiuti, i fondi «salva Stati» sono sovrani nel decidere se procedere, e la Bce non finanzia la politica fiscale, come dai trattati.

Alla fine, la soluzione più probabile è quella di rimandare nel tempo l'aggiustamento finale, contando nella ripresa del Sud. E, in ogni modo, si deve evitare che la crisi possa coinvolgere direttamente l'Italia e la Francia, perché sarebbe la fine dell'euro come moneta e dell'Europa come entità geopolitica.

Perciò ai paesi del Nord conviene spalmare nel tempo i trasferimenti, tornando a sperare nel decollo economico dei paesi del Sud. A questi ultimi non conviene riavere delle monete deboli e dei bilanci pubblici costosi (per effetto del «premio per il rischio» sui rendimenti) e perciò dovrebbero accettare le politiche di austerità per ricevere gli aiuti.

### *La natura della crisi italiana*

L'Italia – a differenza della Spagna e della Grecia – non ha avuto all'origine una crisi immobiliare, né una voragine nei conti con l'estero. La sua crisi dipende dagli effetti del peso del debito pubblico quando la crescita si arresta.

Da che cosa dipende la crescita del debito pubblico in rapporto al pil? La crescita del debito (var D) dipende dal saldo primario, ossia dal saldo fra entrate e uscite prima del pagamento degli interessi (p), dalla differenza fra il costo del debito (i) e la crescita nominale dell'economia (g) e dal debito di partenza (Dt-1).

Ossia,  $Var D = p + (i - g) Dt - 1$ . Quando l'economia – g – nel 2011 ha smesso di crescere, sono stati chiesti dei rendimenti maggiori – i – sul debito pubblico, che hanno un peso tanto maggiore quanto maggiore è il debito di partenza – Dt-1. Sono state varate diverse manovre, e nel 2013 il bilancio pubblico avrà entrate maggiori delle uscite per 80 miliardi di euro, a fronte del pagamento degli interessi pari a 80 miliardi di euro.

Il debito pubblico italiano dovrebbe perciò smettere di crescere in termini assoluti, e anche decrescere come percentuale del pil, se torna la fiducia e il debito è rinnovato a un costo decrescente (i), e se la crescita (g) non è troppo influenzata dalla restrizione fiscale (p).

Nel 2011 prima il governo di Berlusconi poi quello di Monti avevano varato delle manovre (con 2/3 imposte e 1/3 di tagli) per portare in pareggio i conti pubblici in un paio d'anni. Poi è stata varata da Monti la riforma delle pensioni (ora la pensione è pari ai versamenti, in valore attuale) e del mercato del lavoro (che è diventato più elastico). Restano ancora aperte delle questioni molto importanti: la privatizzazione del patrimonio pubblico e lo snellimento dei percorsi giudiziari.

In astratto il percorso per la soluzione dei problemi italiani è questa: un gran debito pubblico può essere portato sotto controllo in due tempi; prima tagliando le spese inefficienti e, soprattutto, alzando le imposte così da portare il bilancio in pareggio in modo che il debito – non essendo più alimentato dal deficit – lentamente si riduce in rapporto al reddito nazionale; poi tagliando soprattutto le spese inefficienti, ma godendo, grazie a un'economia più «snella», di una crescita economica che alza il gettito assoluto delle imposte, le cui aliquote intanto vengono ridotte. Questo è il percorso del governo Monti, che ci auguriamo prosegua dopo le elezioni: un «montismo» senza Monti.

I due partiti maggiori per ora sono schierati così: il Popolo della libertà (che dovrebbe avere il 20% dei voti) è a favore della dismissione del patrimonio pubblico, di una modesta riduzione della spesa pubblica e di minori imposte; il Partito democratico (che dovrebbe avere il 30% dei voti) non si esprime sulla dismissione del patrimonio pubblico, è a favore di una modesta riduzione della spesa pubblica e di una modesta riduzione delle imposte. Vi sono altri partiti o movimenti (Udc, Italia Futura, Fermare il declino, cui si potrebbe attribuire un 10% dei voti) che dovrebbero volere un «montismo» senza Monti. Vi sono, infine, dei partiti minori «populisti» che promettono tutto senza menzionare come avverreb-

be il finanziamento (il Movimento 5 stelle di Grillo, l'Italia dei valori, e la Lega che potrebbero raccogliere fino a un 25% dei voti).

### *Europa e Stati Uniti*

Nell'Europa dell'euro è dunque prevalsa una politica fiscale che possiamo definire della «contrazione espansiva». I deficit pubblici sono ridotti fino ad annullarli (= bilancio in pareggio). Da una parte cade perciò la domanda per effetto

della contrazione fiscale, dall'altra (e questa è l'aspettativa) la domanda potrebbe crescere, perché torna la fiducia nella tenuta del sistema. È il contrario di quello che è stato fatto finora negli Stati Uniti.

Le imposte furono ridotte da Bush e da Obama e gli aiuti alle famiglie accresciuti (attraverso gli incentivi per ridurre il peso dei mutui ipotecari, e gli aiuti diretti volti a garantire un pavimento all'alimentazione dei poveri – i *food stamps*) per evitare che ci fosse una caduta della domanda tale da far avvilitare il sistema. Il deficit pubblico statunitense per effetto delle maggiori uscite e minori entrate è quasi raddoppiato. Il fattore scatenante l'azione di sostegno è stata la caduta della ricchezza delle famiglie, dovuta al crollo del valore degli immobili. Una caduta di quelle proporzioni avrebbe potuto deprimere i consumi in maniera incontrollata.

Per ora conosciamo gli effetti di breve termine delle decisioni statunitensi – il sistema ha tenuto e cresce poco – mentre non conosciamo che cosa accadrà in Europa. La decisione europea di annullare la generazione di debito mette un cappio alle opzioni politiche. In futuro – per una spinta demografica che non può essere arrestata – le spese per sanità e pensioni cresceranno. In assenza di deficit pubblico, o le succitate spese sono messe sotto controllo o si alzano le imposte. Poiché si ha un limite all'innalzamento delle imposte, perché sono già alte, ecco che le spese saranno frenate. In futuro lo Stato sociale dovrà fermare la propria espansione.

Con le decisioni prese ultimamente, nel breve termine probabilmente avremo una contrazione (a meno che torni la fiducia), ma nel più lungo termine avremo un debito pubblico sotto controllo. Opposto è il caso statunitense. Nel lungo termine gli Usa avranno – per la dinamica demografica – un bilancio pubblico fuori controllo, ma nel breve hanno una maggior domanda (anche in presenza di modesta fiducia). Ossia, gli statunitensi dovranno agire domani per controllare la dinamica del debito pubblico.

Nel caso europeo abbiamo una politica fiscale bloccata e una politica monetaria che agisce come prestatore di ultima istanza delle banche, ma non dei Tesori. Nel caso statunitense abbiamo una politica fiscale attiva e una politica monetaria che agisce come prestatore di ultima istanza sia delle banche sia del Tesoro. Nel primo caso, l'attivismo è frenato e quindi il sistema è spinto verso l'equilibrio di lungo termine. Nel secondo caso, l'attivismo può spingere il sistema a non fare i conti con il lungo termine.

## **APPENDICE**

### *Comparazioni*

Si sente spesso dire che bisognerebbe tener conto di tutti i debiti di un paese. Al debito pubblico andrebbe infatti sommato anche quello delle imprese (non finanziarie) e delle famiglie verso il sistema finanziario. In questo caso la posizione dell'Italia migliora. Si sente spesso dire che i debiti pubblici non sono come appaiono, perché alcuni paesi hanno delle regole di bilancio più stringenti di al-

tri. Si sente spesso dire che le banche italiane non sono così malmesse, perché quelle europee hanno meno debito pubblico nel loro attivo, ma hanno molti più titoli legati al settore immobiliare. Il che è vero. Si sente spesso dire che il rendimento delle obbligazioni a lungo termine è in qualche misura legato al debito netto con l'estero. Il che è vero, ma nel caso dell'Italia si ha un'anomalia: il rendimento del debito italiano a lungo termine dovrebbe essere inferiore a quello corrente, se lo si mette in rapporto al debito netto con l'estero. La conclusione? L'Italia è malmessa, ma comparativamente meno di quanto si creda.

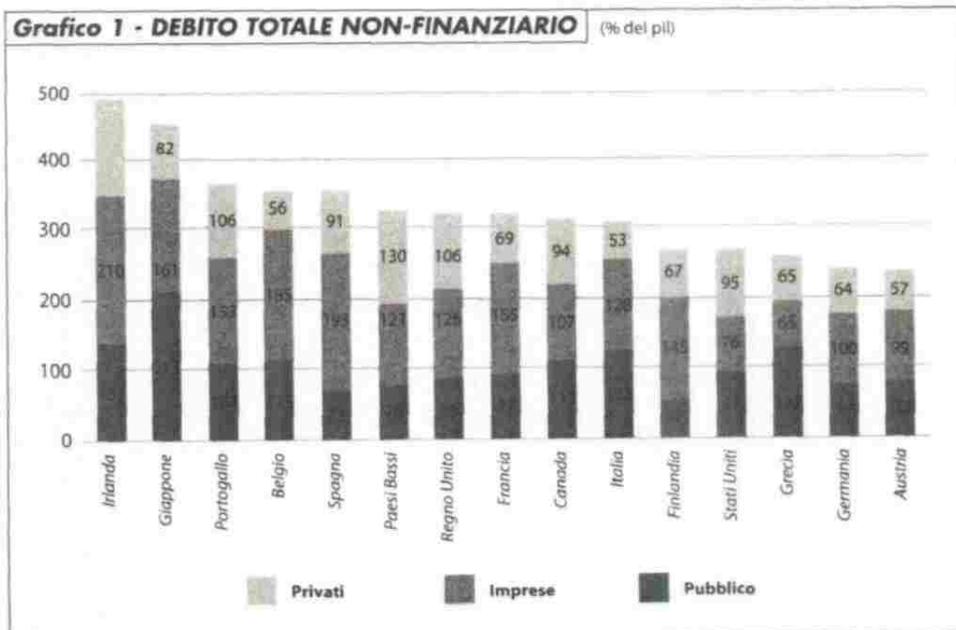
Il grafico 1 mostra come l'Italia abbia un gran debito pubblico, un debito delle imprese normale, e un debito delle famiglie contenuto.

Il grafico 2 mostra come il debito pubblico degli altri paesi europei sarebbe maggiore se si tenesse conto di tutti gli impegni del Tesoro. Il debito pubblico italiano potenziale (ossia non contabilizzato) è, invece, modesto.

I grafici 3a e 3b mostrano come le banche italiane non abbiano quasi obbligazioni con in pancia i mutui ipotecari a differenza di altri paesi, come la Svizzera, la Germania e il Regno Unito.

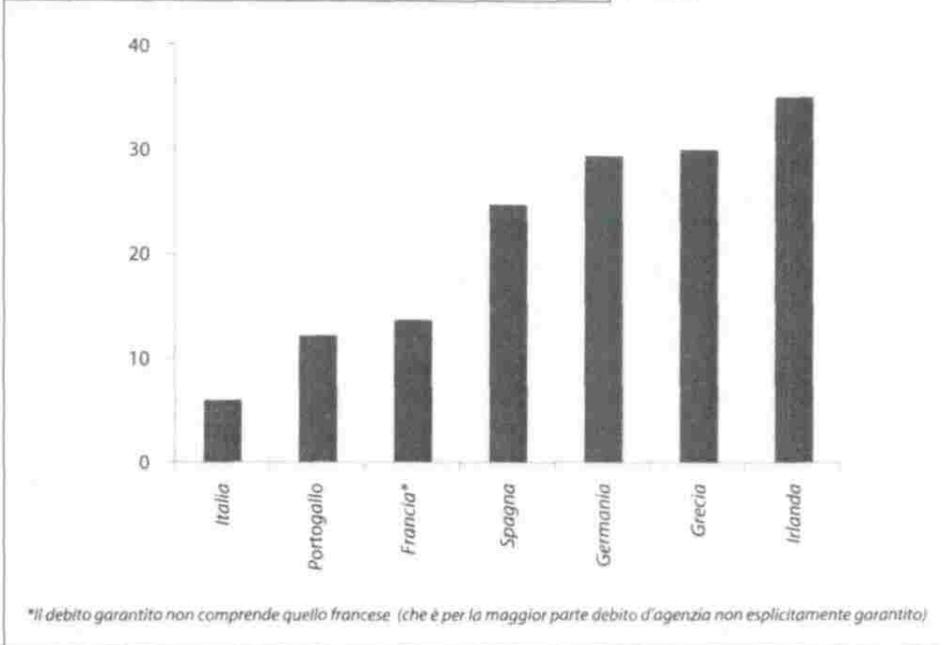
Il grafico 4 mostra come si abbia una relazione fra debito netto con l'estero e rendimenti, con quello italiano che è anomalo, ossia troppo alto rispetto alla curva di regressione.

1. Cfr. al riguardo [www.economist.com/node/21560252?fb\\_action\\_ids=4070947567951&fb\\_action\\_types=og.likes&fb\\_source=aggregation&fb\\_aggregation\\_id=246965925417366](http://www.economist.com/node/21560252?fb_action_ids=4070947567951&fb_action_types=og.likes&fb_source=aggregation&fb_aggregation_id=246965925417366)



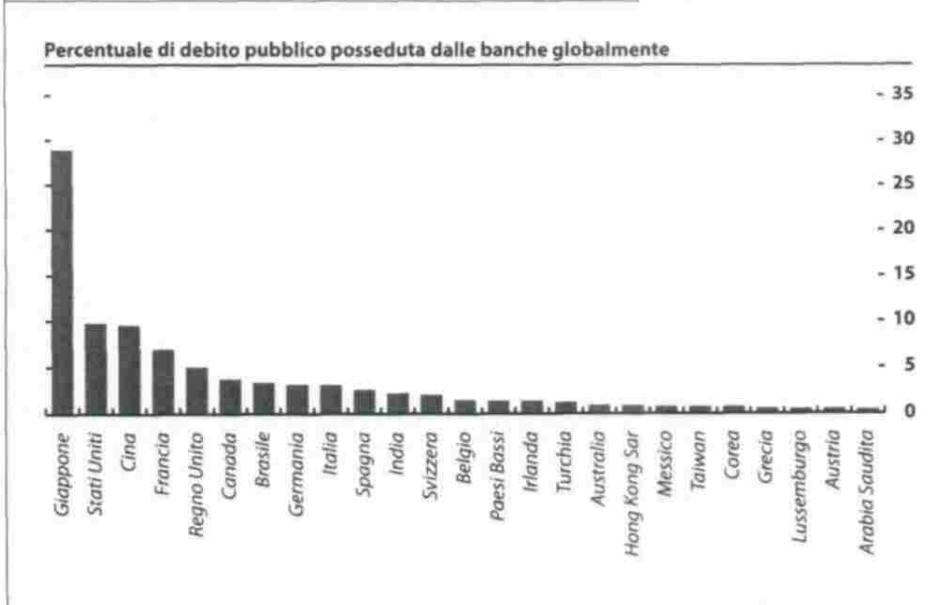
Fonte: [www.zerohedge.com](http://www.zerohedge.com)

**Grafico 2 - DEBITO GARANTITO E DELLE AGENZIE** (% del pil)



Fonte: J.P. Morgan, Bloomberg, Bce, Ntma (Irlanda)

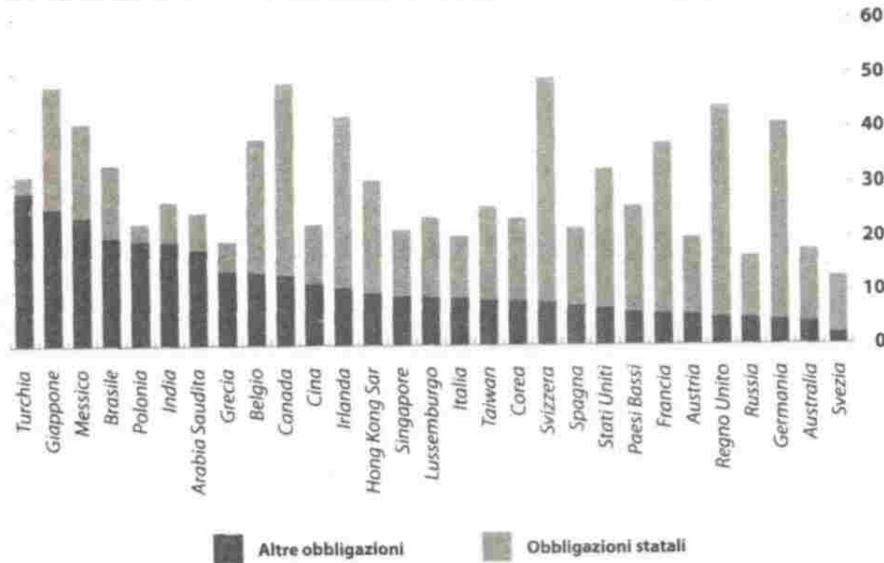
**Grafico 3A - BANCHE E DEBITI SOVRANI, FINE 2011** (valori %)



Fonte: stime Bankscope e Fmi

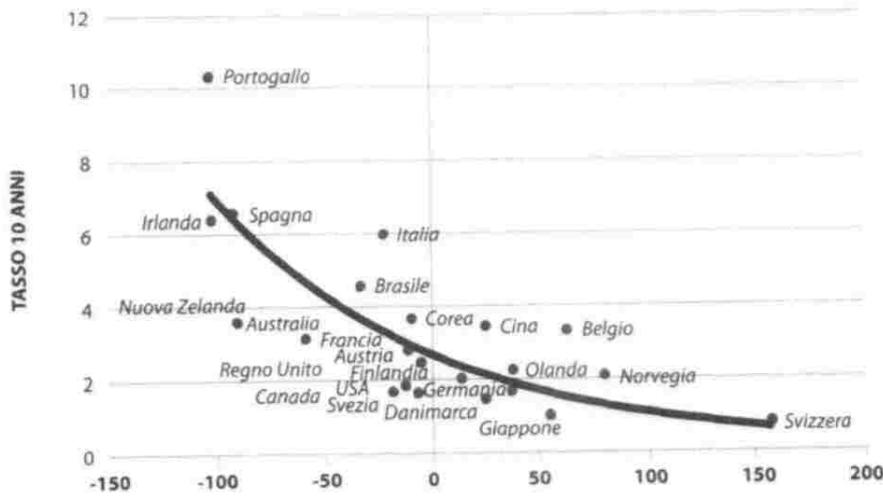
**Grafico 3B - BANCHE E DEBITI SOVRANI, FINE 2011** (valori %)

Percentuale sugli asset totali delle banche



Fonte: stime Bankscope e Fmi

**Grafico 4 - IL RAPPORTO NIIP/PIL NEL MONDO, 2011**



\* L'indice Niip, Net International Investment Position, indica il saldo complessivo fra crediti e debiti di un paese nei confronti del resto del mondo.

Fonte: Centro di ricerca e documentazione Luigi Einaudi