Proposte per il Sud dell'Unione Monetaria

[political notes]

[originale spagnolo]

Sebbene l'attuale crisi economica si sia scatenata nei mercati finanziari statunitensi nel 2007, essa presenta una componente che va ben oltre gli aspetti finanziari. Alcuni paesi appartenenti alla zona euro – Grecia, Portogallo, Spagna, Italia e per certi aspetti anche la Francia – presentano problemi simili che la crisi ha contribuito a porre in rilievo e richiedono una soluzione globale. La lettera firmata da più di 200 economisti italiani, recentemente pubblicata, ha evidenziato qual è l'origine di questi problemi e ha proposto alcune soluzioni. Noi intendiamo contribuire a questo dibattito, offrendo il nostro punto di vista per una proposta di politica economica alternativa a quella del mainstream.

1. Definizione del problema di politica economica dei paesi del Sud

La Spagna e gli altri paesi del sud dell'Europa appartenenti all'Unione Monetaria hanno registrato, negli anni che hanno preceduto la crisi economica attuale, elevati disavanzi nei conti con l'estero e ciò ha determinato l'accumulazione di un ampio volume di debito – principalmente privato – rispetto alla Germania e ad altri paesi in attivo. Questo crescente debito ha rappresentato il mezzo per risolvere l'insufficienza cronica di domanda presente nel sistema. Lo scoppio della bolla immobiliare e finanziaria non ha fatto altro che portare alla superficie questo importante volume di debito, accumulato durante gli anni precedenti. Alla riduzione iniziale della domanda ha fatto seguito il crollo della domanda di beni di consumo provocato dal processo di *deleveraging*, la drastica contrazione del credito bancario, la disoccupazione "cumulativa" e l'aggravarsi delle aspettative.

Cosa deve fare un'economia che si trova in questa situazione e che vuole ottenere una crescita economica sufficiente a ridurre la disoccupazione di massa che si è creata?

Per cominciare, è necessario comprendere quali siano i vincoli con cui deve fare i conti la politica economica nel dare impulso alla crescita. In condizioni "normali", uno di questi limiti sarebbe costituito dal non superare la crescita "potenziale", inflazionistica, e per incrementare i livelli della crescita potenziale bisognerebbe adottare politiche di offerta che agiscano nel medio periodo. Tuttavia, tale vincolo certo non opera in questi momenti: la crescita reale è molto inferiore a quella potenziale e il rischio è quello di una deflazione, non certo dell'inflazione. Per questo, non ha alcun senso enfatizzare il ruolo delle politiche di offerta e ignorare le politiche di domanda.

Per applicare le politiche di domanda "disponiamo" di due strumenti: il tasso di interesse nominale e il saldo fiscale, che a loro volta scontano alcune restrizioni.

Il tasso di interesse nominale viene fissato dalla Banca Centrale Europea per tutti i paesi della zona euro e presenta un limite inferiore. Sebbene con ritardo rispetto alle altre banche centrali, il tasso d'interesse è stato ridotto e si trova vicino a questo limite inferiore. Potremmo dire che la politica monetaria basata sulla riduzione del tasso di interesse si trova oggi in una situazione di trappola della liquidità.

Resta, pertanto, lo strumento della politica fiscale che, tuttavia, deve garantire la stabilità del rapporto tra debito e PIL.

E' noto che la crisi ha messo in moto, con intensità, gli stabilizzatori automatici e inoltre i governi hanno dovuto applicare – diciamolo: giustamente – politiche di aumento della spesa per compensare la riduzione della domanda privata. La

conseguenza logica è stata l'aumento del deficit e del rapporto debito/PIL. Ora si verifica che, come conseguenza della grave scarsità di domanda privata, e avendo il tasso di interesse nominale raggiunto il suo limite inferiore, il deficit fiscale necessario per avvicinare l'economia al livello di crescita potenziale e ridurre il tasso di disoccupazione è maggiore rispetto a quel valore che manterrebbe costante il debito pubblico come percentuale del PIL.

Abbiamo così definito il primo elemento del nostro problema di politica economica: le autorità competenti devono limitare il deficit al livello che garantisce la stabilità del rapporto debito/PIL, sebbene la disoccupazione stia crescendo? O, al contrario, devono aumentare il deficit per ridurre la disoccupazione senza preoccuparsi della relazione debito/PIL? Esiste un'altra opzione?

Ma il problema di politica economica presenta un secondo elemento. Nella zona euro – e anche a livello mondiale – la crisi è il riflesso di una situazione di pesante squilibrio strutturale tra i paesi in attivo e quelli in passivo nella bilancia commerciale. Se questa situazione non sarà corretta, quando la ripresa arriverà si ripresenteranno gli stessi problemi che ci hanno condotto a questa crisi. Per questa ragione, oltre ad affrontare il dilemma precedente, la politica economica dovrà puntare a ottenere un deprezzamento reale dei paesi del Sud rispetto alla Germania e agli altri paesi in attivo.

2. Il problema del debito pubblico e la sua soluzione: la monetizzazione

La soluzione scelta dai governi europei per il dilemma della politica fiscale è quella dell'austerità: la priorità è ridurre i deficit pubblici.

Secondo gli economisti sostenitori dell'opinione ufficiale, per ottenere la ripresa economica è essenziale ristabilire la fiducia. Fiducia in cosa? Nell'austerità, naturalmente. Dal loro punto di vista, né i deficit fiscali sono espansivi né gli attivi sono restrittivi. Pertanto, il dilemma che noi affrontavamo smette di esistere. Il loro messaggio è semplice: ristabiliamo la disciplina fiscale. Facciamo attenzione al fatto che il debito non aumenti e la crescita e la prosperità verranno come conseguenza. Sarà inutile controargomentare che i deficit non devono essere attribuiti all'irresponsabilità, che sono conseguenza degli stabilizzatori automatici, che compensano la riduzione del debito privato, o che gli effetti restrittivi sulla crescita causati dai tagli della spesa renderanno molto difficile ridurre il deficit, e ancor di più lo stesso rapporto tra debito e PIL. Il mantra si ripete: l'austerità ci salverà.

In realtà le politiche di austerità rischiano di condurre le economie europee in un circolo vizioso di disoccupazione e deflazione. E tuttavia opporsi alle politiche restrittive non significa eludere la questione dell'aumento del debito pubblico e la sua possibile insostenibilità.

Sono preoccupanti gli attuali aumenti del debito? Alcuni argomenti potranno servirci per rispondere, inizialmente, di no: - anche se ora il debito aumenta, qualora il tasso di crescita si ristabilizzasse e la domanda privata riprendesse la sua dinamica precedente, i deficit fiscali non saranno più necessari e il peso del debito tornerà a ridursi; - in ogni caso, per un dato valore del deficit e del tasso di crescita, esisterà un rapporto debito/PIL che tenderà a mantenersi stabile: la crescita di questo rapporto non è esplosiva.

Tuttavia, il primo di questi argomenti presuppone implicitamente che la crisi che sta colpendo le nostre economie sarà transitoria e di breve durata. Ma non è sicuro che sia così, dato che il processo di *deleveraging* – eliminazione dei debiti che gli agenti privati avevano accumulato nel periodo di prosperità – può essere abbastanza duraturo, tra i cinque e gli otto anni. Durante questo periodo il debito privato dovrebbe essere sostituito dal debito pubblico per colmare il vuoto della domanda. Riguardo al secondo argomento, ci si può trovare di fronte ad alcune difficoltà: il rapporto debito/Pil potrebbe stabilizzarsi, ma con valori troppo alti; o perfino non stabilizzarsi, se la crescita del rapporto debito/pil si accompagna a un incremento del tasso di interesse richiesto dagli acquirenti del debito.

Pertanto, scartata la soluzione della restrizione fiscale e considerato che le difficoltà connesse alla crescita del rapporto debito/pil non possono essere eluse con certezza, l'unica soluzione possibile per evitare il collasso delle nostre economie e conseguenti ulteriori aumenti della disoccupazione è il ricorso alla BCE: essa dovrebbe finanziare (monetizzare) i deficit fiscali necessari che si pongono oltre il limite del livello compatibile con la stabilità del debito.

3. La monetizzazione e l'inflazione

Perché la BCE dovrebbe rifiutarsi di agire in questo modo? Probabilmente l'argomentazione più forte è che, secondo la sua visione monetarista del funzionamento dell'economia, ciò finirebbe col generare inflazione eccessiva. Tuttavia, l'inflazione non è prodotta solo dalla crescita della quantità di moneta: questa genera inflazione quando l'economia si trova al limite della sua crescita potenziale e la situazione attuale è ben lontana da ciò. Il rischio attuale è la deflazione, non l'inflazione.

D'altro lato, in una situazione di contrazione come quella attuale, l'inflazione generata dai deficit fiscali monetizzati avrebbe alcuni effetti benefici: - con un tasso di interesse nominale dato, un tasso di inflazione maggiore presuppone un tasso di interesse reale minore e ciò rende necessario un deficit fiscale minore; - con un tasso di interesse reale inferiore, il rapporto debito/PIL tende a crescere più lentamente e potrebbe mantenersi costante con un deficit fiscale maggiore. Combinando questi due effetti giungiamo ad una conclusione interessante: mantenendo un tasso di inflazione sufficientemente elevato, il deficit al quale il rapporto debito/PIL non cresce può permettere, allo stesso tempo, che l'economia raggiunga il suo reddito potenziale, rendendo, alla fine, non necessaria la monetizzazione; - l'inflazione riduce il valore reale del debito privato. Facilita e accelera il

processo di riduzione del debito e, per questo, anticipa la ripresa; - l'inflazione erode il valore reale del debito privato e quello del debito pubblico, perciò equivale a un'imposta sui creditori, a un trasferimento dai creditori ai debitori, desiderabile in una situazione recessiva. Ogni creditore deve perdere parte della sua ricchezza fino a che l'aumento della spesa – tanto sua quanto dei debitori – indotta dall'inflazione, porti alla completa utilizzazione dei fattori produttivi. All'inizio questo sembra un gioco a somma zero. Ma a questo gioco se ne aggiunge un altro a somma positiva che deriva dall'aumento dell'utilizzo dei fattori produttivi e del reddito, in modo tale che il risultato congiunto di entrambi i giochi può essere benefico anche per i creditori. 4. Il necessario deprezzamento reale

Il problema della politica economica che sopra abbiamo definito presenta una seconda componente. È necessario compensare l'aumento relativo dei costi unitari di produzione registratosi nei paesi del Sud nell'ultimo decennio, che spiega in gran misura la formazione di disavanzi della bilancia commerciale. Questo richiede che nei prossimi anni si produca il processo inverso: un tasso di inflazione più elevato in Germania rispetto ai paesi del Sud. Non è sufficiente che la Germania stimoli la sua domanda aggregata: per quale ragione, se la ripresa arriva e se il tasso di cambio reale non è variato, il deficit commerciale dei paesi del Sud dovrebbe ridursi in maniera significativa, o comunque scendere rispetto ai valori precedenti alla crisi?

L'attivazione di un processo di riequilibrio tra i paesi del Sud e la Germania comporta che quest'ultima accetti una contrazione delle esportazioni ed un incremento della sua domanda interna.

Tuttavia, per i paesi del Sud, è indispensabile che questo processo si verifichi dal momento che l'alternativa passa per una politica di contrazione dei livelli di attività dell'economia che è insostenibile. Se i deficit dei conti con l'estero persistono e non si persegue la strada delle politiche restrittive, è inevitabile che il debito pubblico crescerà. Perfino utilizzando la leva della monetizzazione è discutibile che questa crescita del debito rappresenti una situazione sostenibile.

5. Riassumendo: la nostra proposta

Per evitare che persistano squilibri strutturali tra paesi in attivo e paesi in deficit all'interno della zona euro, causa dei problemi attuali, è necessario che si verifichi un apprezzamento reale della Germania. Senza questo apprezzamento, l'appartenenza all'Unione Monetaria Europea diviene una sorta di gioco a somma zero nel quale i perdenti sono i paesi del Sud. Impraticabile e inaccettabile. Dal momento che il riequilibrio sarà un processo lento, per sopportare i problemi della situazione transitoria è essenziale che la Germania stimoli la sua domanda e che nei paesi del Sud si mantengano i deficit fiscali. Diventa essenziale anche la monetizzazione, ma non una una tantum per allontanare la speculazione. Occorre monetizzare consistentemente in modo che il deficit necessario per una crescita ragionevole non accresca il rapporto debito/pil.

Marcel Auerback sottolinea che la Banca Centrale Europea sta già acquistando titoli del debito pubblico dei paesi europei con problemi nei mercati secondari. Essa neutralizza così qualsiasi tentativo di rifiuto di questo debito da parte degli investitori. Si tratta di un passo positivo nella direzione che noi indichiamo come una delle missioni della BCE. Tuttavia, ciò che Auerback pure rileva è che esiste una minaccia da parte della BCE, la quale è disponibile a sostenere il debito di un paese solo a patto che questo metta in atto politiche restrittive. Ne risulta che, senza alcuna legittimazione democratica, la BCE detiene un potere tale da determinare la politica fiscale di questi paesi. La reale indipendenza politica dei governi è seriamente compromessa. A fissare la politica fiscale, governando il ritmo dell'espansione economica e l'evoluzione della disoccupazione è ora la BCE. La monetizzazione, che dovrebbe permettere l'applicazione di politiche fiscali espansive, con l'unico limite delle tensioni inflazionistiche, viene convertita dai burocrati della BCE in uno strumento di potere utilizzato per realizzare in Europa le sue fantasie di austerità.

Così la tesi secondo la quale per placare i mercati è necessario il risanamento dei conti pubblici finisce per essere applicata, dal momento che i paesi che resistono alla sua applicazione non otterranno il supporto della BCE nell'acquisto di titoli del debito.

Ma i paesi che vogliono applicare politiche fiscali espansive devono saper valutare il loro potere di negoziazione. In realtà, le minacce della BCE sono una sorta di tigre di carta. Dicano quel che dicano, i burocrati della BCE dovranno comprare il debito del paese che pone in essere politiche espansive. In caso contrario, esporrebbero anche le banche che hanno grandi riserve di questo debito, e ciò li richiamerà al buon senso.

Le forze sociali che lottano contro la disoccupazione devono avere chiaro come agire. Devono chiedere politiche fiscali espansive. Devono esigere che i governi utilizzino il potere di negoziazione di cui dispongono nei confronti della BCE. Devono sapere che i loro avversari non sono gli imprenditori, tanto meno gli investitori. Sono i burocrati della BCE, depositari dell'ideologia dell'austerità, e i governi che non osano assumere una posizione forte con una BCE che continua a ostacolare l'espansione e l'occupazione.

*Professore di Politica Economica, Universidad Complutense de Madrid. **Professore di Economia, Universidad de Castilla La Mancha. ***Ricercatore, Universidad Complutense de Madrid. Traduzione a cura della redazione di Economia e Politica.