# trino europeo

[ social and political notes ]

Il 16-17 dicembre si riunisce in Belgio il Consiglio dei leader europei. Quali sono gli scenari che l'Europa ha di fronte?

Alla irrisolta crisi di solvibilità della Grecia si è in questo autunno aggiunta quella dell'Irlanda e a ruota il contagio, che si manifesta con un aumento dei tassi di interesse sui titoli pubblici, è arrivato anche all'Italia via Portogallo e Spagna e ora persino alla Germania. Quali sono le prospettive? Abbiamo di fronte tre scenari: 1) tamponare con un po' di liquidità la situazione dei paesi periferici chiedendo loro di "aggiustare i propri conti" con "sacrifici" interni;. 2) anticipare la rottura e gestirla evitandone gli aspetti più dolorosi, per quello che si può; 3) attaccare i problemi alla radice nella direzione di costruire una unione politica ed economica funzionante.

La crisi europea assomiglia alle molte delle crisi debitorie nei i paesi in via di sviluppo il cui ultimo clamoroso caso è stato il default dell'Argentina nel 2002. In pillole, la costituzione dell'Unione monetaria europea (UME) nel 1999 ha favorito flussi di capitale a buon mercato dai paesi centrali dell'Europa (Germania e Francia in primis) a quelli periferici, i famosi PIGS. La politica monetaria della BCE è stata al contempo improntata a bassi tassi nominali di interesse essendo ritagliata sulla Germania, per compensare le sue politiche di moderazione fiscale e salariale che poco sostenevano domanda e produzione. I flussi di capitale hanno determinato un boom edilizio e l'indebitamento delle famiglie in Spagna e Irlanda, e del settore pubblico in Grecia. L'edilizia è un volano dell'economia è questi paesi sono infatti cresciuti assai, e così i loro salari nominali e prezzi. Questo ha implicato che i tassi di interesse *reali***[1]** diventassero, in quei paesi, assai bassi, stimolando ancor di più la domanda. La produttività i questi paesi è cresciuta più che in Germania, ma qui i salari nominali crescevano meno della produttività, nella periferia essi aumentavano più della produttività, sicché essa perdeva competitività. La Germania e il suo entourage (Austria, Paesi Bassi ecc) guadagnava così in termini di esportazioni nette verso la periferia sia perché la domanda in quei paesi cresceva molto, che per la loro perdita di competitività. Nei fatti le esportazioni di capitali dai paesi centrali finivano per finanziare l'acquisto di prodotti dai medesimi paesi. Ma se questo accade per una serie di anni, i paesi periferici finiscono per cumulare un forte debito estero. Inizialmente questo era, in Spagna e Irlanda, solo privato, ma ad esso si è aggiunto, una volta scoppiata la crisi, quello del settore pubblico che si è indebitato a sua volta per soccorrere le banche nazionali indebitate con quelle dell'Europa centrale. Se i paesi creditori a un certo punto ritengono che i debitori non possano restituire il debito, possono smettere di rifinanziarglielo, e i debitori dichiarano la bancarotta (default).

Una soluzione a questa situazione implica: a) nel breve periodo assicurare a questi paesi liquidità sufficiente e a buon mercato per non fallire; e b) nel medio periodo risolvere il loro problema di solvibilità stimolando il loro output ed esportazioni. Esaminiamo dunque i tre scenari.

1. Nel primo scenario, già in opera, gli "aiuti" europei e una timidissima BCE tamponano la crisi di liquidità sostenendo i titoli dei paesi debitori qualora i mercati non vogliano più farlo o lo farebbero solo a tassi esorbitanti, ma lo fanno in misura insufficiente

senza davvero incidere sui tassi usurai che tali paesi si trovano a pagare (i quali aggravano il debito). Al contempo la deflazione fiscale e salariale loro richiesta determina una caduta del loro PIL, con conseguente caduta delle entrate fiscali, sicché il riaggiustamento dei conti è una fatica di Sisifo (per non parlare dei sacrifici sociali che ciò comporta). Tradizionalmente aggiustamenti dei conti interni sono stati accompagnati da una svalutazione della moneta, che rilanciando le esportazione ne ha compensato i danni sul PIL. Ma ora le monete nazionali non ci sono più! Per giunta la stessa Germania si fa campione della deflazione, e ciò aggrava la crisi della domanda aggregata a livello europeo e globale. I mercati tutto questo lo sanno, e per questo il fallimento dei paesi periferici e della moneta unica è all'ordine del giorno. Se fanno fallimento i paesi debitori, faranno anche fallimento i paesi creditori (USA inclusi) e questa sarebbe la madre di tutte le crisi.

2. Una rottura ordinata dell'UME, con la fuoriuscita dei paesi periferici, è affare complicatissimo (Blejer and Levy-Yeyati 2010; Eichengreen 2010). Il fatto centrale di cui tener conto è che il debito esterno di tali paesi continuerebbe a esser denominato in euro. Misurato nelle nuove valute locali, che cadrebbero di valore, e di molto, rispetto all'euro, il valore di quel debito aumenterebbe, per cui esso dovrebbe certamente subire quello che si chiama un "haircut" (un taglio dei capelli), cioè essere rinegoziato (ci si accorda che una parte non viene restituita, e il resto restituito in tempi più lunghi). Ma se i mercati subdorano questa eventualità, la speculazione si scatenerebbe determinando un immediato "disordinato" default. Allora la decisione di una rottura dovrebbe essere segretamente presa prima che i mercati sospettino qualcosa – dunque un po' prima che il sistema crolli di suo -, in un consesso che non può escludere, tuttavia, USA, Cina e Giappone, almeno, oltre ai principali paesi europei. Nei tempi di Wikileaks tenere il segreto non è facile! Il vantaggio di riacquisire la propria moneta sarebbe nel rilancio delle esportazioni, ma misure per impedire che si scateni una forte inflazione interna sarebbero necessarie. Non sarebbe invece necessario stampare preventivamente nuove banconote, le attuali già sono contraddistinte per paese (una S dopo il numero di serie individua per esempio quelle "italiane"). Misure drastiche di controllo dei capitali sarebbero ovviamente necessarie. Se fosse la Germania (e forse una recalcitrante Francia) a lasciare, ciò costituirebbe di per sé un taglio ai debiti esteri denominati in una moneta, l'euro, che svaluterebbe rispetto al nuovo Deutsche Mark. Se poi ciò che rimane dell'UME si sfasciasse, tutti si tornerebbe alle monete nazionali e il debito estero sarebbe denominato in quelle, il che sancirebbe un *haircut* di fatto.

3. L'inefficacia del primo scenario, e la drammaticità del secondo, potrebbero col tempo far addivenire a soluzioni più ragionevoli. Con riguardo ai problemi di sostenibilità a breve, una più incisiva azione della BCE nel sostenere i titoli di stato e la europeizzazione di parte dei debiti (come proposto, fra gli altri, da Tremonti) assicurerebbe i mercati consentendo un loro rifinanziamento a costi contenuti. I problemi strutturali dovrebbero essere poi affrontati invertendo la moderazione fiscale e salariale tedesca di modo che tale economia perda un po' di competitività e al contempo rilanci la domanda interna**[2].** D'altronde solo operando con misure opposte a quelle che hanno caratterizzato sinora l'UME se ne possono invertire le tendenze. Questo appare al momento inaccettabile alla Germania che fonda il proprio modello di crescita su disciplina interna ed esportazioni con in mente l'espansione nei paesi extra-europei.

Se dio veramente acceca chi vuole perdere, nel meeting del 16-7 dicembre i paesi europei decideranno piani draconiani di rientro dal debito pubblico a cui nostro paese arriverà senza un governo che possa autorevolmente opporsi a tale follia.

**[1] Il tasso di interesse reale è la differenza fra il tasso di interesse nominale e il tasso di inflazione. Se prendiamo 100€ in prestito al tasso nominale del 5%, e il tasso di inflazione è del 4% (per cui ciò che restituiremo fra un anno vale il 4% di meno in termini di potere d'acquisto), il tasso reale che effettivamente paghiamo è 1%. [2] Un obiettivo accettabilissimo per i tedeschi sarebbe di accettare che i salari nominali crescessero in quel paese al tassi di crescita della produttività più il 2% che è il tasso di inflazione obiettivo della BCE.**