

ALLA LUCE DEL SOLE

Conviene impegnarsi per la rinascita dell'euro

1° gennaio 1999: vengono fissati i tassi di cambio tra l'euro e le valute nazionali. L'entusiasmo sorpassava a destra la letteratura economica, secondo cui regimi di cambi fissi fra Stati diversi non hanno vita lunga.

Continua pagina 13 Marcello Minenna

Continua da pagina 1 I

Il Pil reale in Italia è più basso di dieci anni fa, la disoccupazione è al di sopra dell'11% e il debito pubblico ormai supera il 130% del Pil. È impossibile sapere che cosa sarebbe successo se l'Italia non fosse entrata nell'Unione economica e monetaria, ma sembra plausibile immaginare che oggi l'economia se la passerebbe meglio se l'Italia avesse fatto come la Gran Bretagna, mantenendo una sua moneta e quindi la possibilità di gestire autonomamente la politica monetaria e il tasso di cambio.

I fautori dell'adozione dell'euro sostenevano all'epoca che gli Stati membri sarebbero stati costretti dalle pressioni di mercato a convergere su un livello di produttività comune – e un corrispondente livello dei salari reali – più elevato. Non è mai successo. È successo invece che la Germania è andata a tutta birra, con un aumento della produttività che si è tradotto in un reddito pro capite superiore del 30% a quello italiano, un tasso di disoccupazione che è meno della metà e un surplus commerciale pari all'8% del Pil.

I Paesi che hanno adottato l'euro non hanno mai soddisfatto le tre condizioni per un'unione monetaria efficace: mobilità della manodopera, flessibilità dei salari reali e una politica di bilancio comune che trasferisca fondi verso le aree colpite da incrementi temporanei della disoccupazione. La mobilità della manodopera all'interno dell'Eurozona è limitata dalle differenze linguistiche, oltre che da fattori legali come le licenze professionali e l'appartenenza ai sindacati. I salari reali sono lenti ad adeguarsi e non rispecchiano le differenze di produttività della manodopera. E l'Eurozona non ha mai adottato un sistema di tasse e trasferimenti all'americana, che compensi le variazioni cicliche del Pil nei singoli Stati.

L'effetto combinato di una crescita economica lenta e disavanzi di bilancio ingenti ha fatto sì che il debito pubblico italiano crescesse più velocemente del Pil. L'aumento del rapporto debito/Pil ha provocato una rapida crescita del tasso di interesse sui titoli di Stato a lungo termine, arrivato nel 2011 al 7,5% sui Btp decennali. L'alto livello dei tassi di interesse ha fatto crescere il disavanzo di bilancio e provocato una crescita ancora più sostenuta del debito pubblico. I mercati finanziari hanno cominciato a preoccuparsi del rapido aumento del debito, paventando un default dell'Italia o un suo abbandono dell'euro.

Mario Draghi, il presidente della Banca centrale europea, si è lanciato al salvataggio nel luglio del 2012, con la sua famosa promessa di fare «tutto il necessario», sostenuta da un accordo all'interno della Bce per fornire credito a qualunque Paese dell'Eurozona che avesse presentato un piano accettabile per risolvere i suoi problemi di bilancio. Né l'Italia né gli altri Paesi della periferia dell'Eurozona hanno presentato un piano del genere, ma la disponibilità potenziale di un pacchetto di salvataggio è stata sufficiente a determinare un calo sensibile dei tassi di interesse a lungo termine. Alla fine del 2014, l'interesse sui Btp decennali era precipitato dal 7% a meno del 2%.

La promessa di Draghi e il piano della Bce hanno impedito una crisi immediata, ma la discesa dei tassi di interesse ha fatto venir meno la pressione di mercato, che avrebbe costretto il Governo italiano a ridurre il deficit: il risultato è che il deficit e la situazione del debito continuano a peggiorare.

Guardando con il senno di poi all'epoca in cui fu creato l'euro, è evidente che la moneta unica fu adottata per ragioni politiche, più che economiche. Jacques Delors disse pubblicamente che un mercato unico necessita di una moneta unica per funzionare bene, ma né la teoria economica né l'esperienza dei membri dell'Unione Europea che non hanno adottato l'euro supportano questa affermazione. La vera forza trainante dietro la creazione dell'euro era l'idea che se le persone avessero avuto in tasca euro, invece di lire italiane o franchi francesi, si sarebbero considerate maggiormente come «cittadini europei», creando le condizioni per progredire verso un'unione sempre più stretta. L'esperienza vissuta da allora ha dimostrato il contrario, e il consenso per l'euro in generale è diminuito.

Se l'Italia dovesse lasciare l'euro e adottare una nuova moneta, i salari e i prezzi espressi nella nuova lira sarebbero più bassi di quanto fossero con l'euro, garantendo all'Italia un vantaggio negli scambi commerciali con gli altri Paesi europei e con il resto del mondo. Ma le famiglie italiane continuerebbero ad avere i mutui e gli altri debiti importanti denominati in euro, perciò i loro debiti crescerebbero più dei loro guadagni. Lo stesso effetto si avrebbe per molte imprese. Se gli italiani avessero saputo che cosa sarebbe successo dopo l'introduzione dell'euro, forse avrebbero optato per rimanerne fuori. Ma la decisione di andarsene ora è complicata da condizioni che non si sarebbero verificate se l'Italia non avesse mai adottato la moneta unica.

(Traduzione di Fabio Galimberti)

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Continua da pagina 1 Forti però erano i supporti regolamentari sui rischi. I titoli di Stato dei Paesi membri (i Govies) erano tutti uguali (risk-free) per gli attori del sistema finanziario e soprattutto di fronte alla Bce. Il concetto di condivisione dei rischi (risk sharing) permeava la nuova architettura europea. La libera circolazione di beni e servizi saldata al levelling the playing field (nessun ostacolo alla concorrenza) si poneva l'obiettivo di rendere i fattori di produzione, capitale e lavoro parimenti accessibili per il sistema produttivo banco-centrico dell'Eurozona.

Per quanto concerne il lavoro c'erano elementi di eterogeneità derivanti da stratificazioni normative, differenze linguistiche e radici geografiche; per l'accesso al capitale il risk-free dei Govies era un'ottima premessa. Con quattro anni di operazioni di arbitraggio (i convergency trades), la finanza infatti aveva condotto alla germanizzazione dei tassi nell'Eurozona: il paradigma che un'area valutaria dovesse avere un unico costo del denaro veniva dunque rispettato e si poteva partire.

C'erano ovviamente delle imperfezioni, tra cui l'impossibilità per la Bce di monetizzare i debiti pubblici e un'operatività incentrata su un obiettivo di inflazione al 2%. Sul raggiungimento di questo obiettivo la Bce non era peraltro tenuta a perseguirlo puntualmente in tutti gli Stati membri; la convergenza era sostanzialmente un optional e purtroppo lo è ancora. E questo nonostante fosse ben noto che i differenziali di inflazione tra vari Stati trovino i loro naturali aggiustamenti nel tasso di cambio, che però tra i Paesi dell'Eurozona non era più previsto. La mancanza di questi aggiustamenti non è un dettaglio, in quanto avvantaggia attraverso il costo finanziario della produzione industriale gli Stati con minore inflazione.

Già prima della crisi tale vantaggio per la manifattura tedesca, rispetto per esempio a quella italiana, era ben superiore al 5%. Dopo la crisi, a causa dello spread, questo vantaggio competitivo supera il 20%. Nel medio-lungo termine la competizione tra le due economie viene quindi compromessa. E la svalutazione del costo del lavoro a carico dell'erario, come fatto di recente (Jobs act), non può normalizzare la concorrenza sleale derivante dallo spread.

La concorrenza, pietra angolare dei Trattati, non è tale da portare le istituzioni europee a riflettere per risolvere questi fattori di distorsione. Ecco spiegata una prima determinante del surplus commerciale tedesco; una seconda può essere compresa dall'analisi della sua composizione geografica nel tempo. Prima dell'apice della crisi dei debiti sovrani tale surplus veniva largamente alimentato dai Paesi periferici dell'Eurozona, secondo un tipico schema di vendor financing: le banche tedesche finanziavano l'acquirente per comprare la manifattura teutonica, che grazie alla moneta unica era divenuta più accessibile. Quando i crediti erogati sono diventati eccessivamente rischiosi, la Bce ha fornito la liquidità alle banche dei Paesi periferici per onorare i loro debiti (attraverso gli Ltro). Successivamente il surplus teutonico verrà sostanzialmente alimentato dal di fuori dell'Eurozona, complice il cambio dell'euro calmierato dal Quantitative easing, anche perché la domanda interna degli Stati periferici era oramai esaurita. Insomma, abbinare la violazione dei Trattati che il persistente surplus commerciale tedesco rappresenta esclusivamente alla metafora della locomotiva tedesca e non anche a queste disfunzioni è quantomeno semplicistico.

Il problema dello spread non è solo dell'economia reale. Nell'economia finanziaria – ben dieci volte più grande – lo spread genera infatti delle valute-ombra, dato che discrimina il rapporto tra le banche dei vari Paesi membri e tra queste e la Bce. Lo spread è quindi una patologia che altera la concorrenza nell'Eurozona e non un elemento fisiologico, come si legge tra le righe nel rapporto dei cinque presidenti delle istituzioni europee sul "Completamento dell'Unione economica e monetaria dell'Europa". Eppure il rapporto beneficiava delle statistiche economiche non certo incoraggianti per l'Eurozona, Germania a parte, relative al periodo 2008-2014 e della consapevolezza che quei numeri fossero conseguenti alle numerose decisioni prese dall'euroburocrazia a trazione tedesca all'indomani della crisi e finalizzate a segregare i rischi dei debiti privati e pubblici nei rispettivi Stati membri.

In questo nuovo assetto – in cui persino l'Eurozona ha cominciato a dubitare di se stessa, abdicando al risk sharing, nonostante nei Trattati sembrasse un valore fondante – i mercati finanziari hanno cominciato a scommettere sulla dissoluzione della moneta unica. Ed ecco i tassi negativi sui Bund, che in fondo quotano la possibilità di un rimborso del debito pubblico tedesco con un marco rivalutato rispetto al vecchio euro, e gli spread per esempio dei BTp, che quotano invece il rischio di un rimborso in lire svalutate. I divergency trades hanno preso il posto dei convergency trades, mentre nell'Eurozona si celebra il paradosso della parsimonia di Keynes.

L'euro non è, quindi, l'origine di tutti i problemi, ma le scelte di policy che sono state prese nell'Eurozona sì. A queste vanno aggiunte dissenatezze nazionali; in Paesi come l'Italia, per esempio, si sono perduti i preziosi anni dell'avvio della moneta unica in cui i tassi d'interesse si erano germanizzati e si sarebbe dovuto rafforzare il Paese sia dal punto di vista della finanza pubblica che delle riforme.

Il problema è che non si vede il cambio di rotta. Dispiace constatare che prima della crisi le istituzioni chiave dell'Eurozona puntassero a un debito pubblico europeo, a un bilancio federale, insomma a un vero progetto di Stati Uniti d'Europa, mentre ora il massimo sforzo che si riesce a mettere sul tappeto è quello di cartolarizzare una parte dei debiti pubblici degli Stati membri (gli ESBies) – peraltro secondo dinamiche partecipative che disprezzano qualsivoglia criterio di mutualità – con il fine di creare sui mercati un euro di serie A e un euro di serie B. E questo nonostante sia chiaro che in questi anni l'euro, comportandosi come un sistema di cambi fissi, è divenuto un magnete che proprio tramite la finanza ha trasferito ricchezza verso i Paesi core, in particolare verso la Germania.

Serve un cambio di passo che riavvii i convergency trades. Non è impossibile. Basterebbe che lo scudo anti-spread (le outright monetary transactions) venisse attivato e impostato al valore "zero spread". La finanza non scommetterebbe contro la Bce in quanto intravedrebbe i guadagni senza rischio derivanti da un nuovo arbitraggio dei Govies. Una rinascita dell'euro che, per prevenire gli errori del passato, andrebbe affiancata a un percorso guidato, a briglia corta, su politica fiscale e riforme e al rilancio degli investimenti; insomma, dare una chance alla "resilienza dell'Eurozona" (per usare un'espressione di recente usata da Draghi), prima che per danni collaterali eccessivi qualche Stato membro – magari spinto da tensioni sociali e dalle risultanze di interrogativi rivolti alla pancia degli elettori – decida di rompere l'attuale precario equilibrio. Sarebbe un vero peccato.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Martin Feldstein

Marcello Minenna