

## **RIFLESSIONI SULLA CRISI 2007-20??**

Fabio Sdogati\*

20 agosto 2011

Appare a chi scrive che la crisi emersa nel 2007 abbia generato il problema dei debiti pubblici in un modo e in una dimensione tali da richiedere un ripensamento del ruolo degli stessi nella gestione anticiclica delle economie nazionali e dell'economia mondiale. Il dibattito pubblico avviatosi con il declassamento dei titoli del debito del governo greco del 22 ottobre 2009 sembra centrato su una questione che in passato veniva definita 'fine tuning', cioè più attenta al quando avviare politiche fiscali restrittive che non al se avviarle; e poi, se sia preferibile che i governi agiscano più dal lato dell'aumento del prelievo o piuttosto dal lato della riduzione della spesa. Obiettivo di questo breve saggio è presentare un'analisi della situazione economica mondiale corrente diversa da quella che, almeno apparentemente, sembrano aver adottato i governi dei paesi membri dell'Unione Europea. La tesi che si vuol sostenere è che le politiche di 'risanamento dei conti pubblici' di cui si discute ampiamente sono

- a. basate su analisi errate della situazione corrente;
- b. produrranno un peggioramento sensibile delle condizioni economiche in Europa;
- c. avranno l'effetto di ristabilire flussi di finanziamento certo dei debiti privati e pubblici statunitensi – il cui governo non sembra gradire affatto l'idea del cosiddetto 'risanamento' dei propri conti.

Incidentalmente: proprio questo sembra essere stato il risultato del G20 di Toronto, tenutosi il 26 e 27 giugno 2010.

---

\* [fabio.sdogati@polimi.it](mailto:fabio.sdogati@polimi.it). Ordinario di Economia Internazionale al Dipartimento di Ingegneria Gestionale e docente presso la School of Management del Politecnico di Milano.

## **Indice**

Introduzione .....	2
1. Agosto 2007-ottobre 2009. La preistoria della crisi .....	4
2. Agosto 2007-settembre 2009. Le reazioni della politica economica .....	8
3. Ottobre 2009 - aprile 2010. La tragedia greca. Con una nota (lunga ma necessaria) sul concetto di 'debito pubblico' e contro l'uso della parola 'default' .....	10
4. Aprile 2010-agosto 2011. Governi e debito. L'asimmetria tra Cina e Stati Uniti da un lato e UE-17 (Area Euro) dall'altro.....	17
5. La conclusione del dibattito sul ruolo dei governi per uscire dalla crisi e per il futuro...	19

## Introduzione

Cominciai a scrivere queste riflessioni il 18 agosto 2010, quando aprivo con queste parole:

*A tre anni dalle prime avvisaglie di quella che sarebbe diventata 'la grande recessione' e la prima, grande crisi del XXI secolo, l'economia mondiale sembra essere entrata in una fase di relativa calma. Da un lato i mercati finanziari sembrano essersi stabilizzati; dall'altro, l'economia reale non sembra mostrare segni di aggravamento ulteriore di una distribuzione assai ineguale della crescita e dello sviluppo delle economie nazionali. Certo, elementi di preoccupazione non mancano. Da un lato l'economia statunitense cresce poco e, soprattutto, senza generare occupazione: un fenomeno già visto con la crisi del 200-2001, dalla quale si uscì appunto senza che l'occupazione reagisse agli stimoli della politica monetaria come ci si attendeva avrebbe dovuto avvenire; dall'altro, il prodotto interno lordo tedesco sembra crescere a tassi inimmaginabili; e l'economia cinese, per quanto non nella sua forma migliore, continua a crescere a tassi vicini a quelli consueti. Infine, gli attacchi speculativi ai debiti pubblici europei sembrano essere stati messi sotto controllo dall'autorità monetaria europea dopo la sua decisione del maggio scorso (maggio 2010, ndr) di svincolare le proprie azioni dai giudizi delle agenzie di rating. Sembra dunque questo un momento opportuno per una riflessione complessiva sulle esperienze degli ultimi tre anni e su ciò che di nuovo abbiamo imparato.*

Oggi, 20 agosto 2011, riprendo queste riflessioni per condividerle con studenti, colleghi, giornalisti, amici che seguono [www.scenarieconomici.com](http://www.scenarieconomici.com). Oggi, come un anno, fa l'obiettivo non è, ovviamente, la completezza della ricostruzione storica; piuttosto, si vuole ripercorrere gli avvenimenti che hanno caratterizzato questa crisi nelle sue diverse fasi allo scopo di rispondere ad un quesito che ormai da quattro anni è nella mente di tutti: che cosa sta succedendo?

In questi mesi estivi il quesito viene posto in maniera particolarmente pressante da cittadini italiani, siano essi ex studenti o bancari, colleghi di altre discipline o giornalisti. Il perché è ovvio: passata prima l'ondata di disinformazione che aveva convinto molti che il problema "dei debiti sovrani" fosse un problema greco, poi l'attacco speculativo che ha colpito il debito del governo italiano, è apparso chiaro a tutti che il problema è dovunque in Europa.

Il quesito 'che cosa sta succedendo' è, come tutti i quesiti, da porsi in prospettiva storica. E la prospettiva dipende, tra le altre cose, da quanto lungo sia l'orizzonte temporale da cui l'osservatore guarda gli avvenimenti. Dirò, senza argomentare la mia tesi in questa sede, che dal punto di vista secolare ciò che sta succedendo è semplicemente la fine di un ciclo che, in Europa e America del nord, aveva visto una progressiva redistribuzione del reddito e dei diritti a favore del lavoro a partire dalla seconda metà del diciannovesimo secolo. Il ciclo cominciò a invertirsi negli Stati Uniti e in Gran Bretagna verso la fine degli anni settanta del secolo scorso e, come è ormai usuale, con un ritardo di circa una generazione nell'Europa continentale. Chi, in questi giorni, avesse modo di consultare la Gazzetta Ufficiale, vi troverebbe conferma puntuale a questa tesi.

Ma, come preannunciato, non intendo argomentare in questa sede delle trasformazioni secolari del modo in cui la divisione internazionale del lavoro e le sue modificazioni hanno generato questa redistribuzione di reddito e diritti ai danni del lavoro. Qui voglio, più modestamente, delineare le forme che tale processo ha assunto, e sta assumendo, dall'estate 2007, da quello che viene generalmente riconosciuto come l'inizio della crisi. La

tesi che intendo sostenere è complessa nelle sue diverse articolazioni, ma semplice nei suoi elementi costitutivi.

Per chiarezza, articolerò la riflessione in cinque punti cruciali che permetteranno al lettore di seguire più facilmente il filo del discorso:

1. La crisi, esistente da tempo ma emersa il 9 agosto 2007, è stata generata dal coincidere di quattro avvenimenti maturati tra la fine degli anni ottanta e il 2007: il forte e crescente travaso di risparmi dai paesi emergenti verso Stati Uniti, Regno Unito e Spagna in particolare, a partire dalla crisi del sudest asiatico del 1997-98; il completamento del processo di deregolamentazione dell'intermediazione finanziaria culminato con il Gramm-Rudmann Act nel 1999; la politica monetaria espansiva adottata dalla Banca Centrale statunitense in particolare per ridurre gli effetti potenzialmente devastanti della crisi delle dot.com nel 2000 e dell'attacco alle torri gemelle del 2001; e, infine, l'emergere prepotente della finanza strutturata a partire dalla fine degli anni ottanta;
2. Che si accetti o meno la spiegazione offerta qui sopra, cioè quali che siano state le origini della crisi, i mercati non sono stati in grado di ricondursi a condizioni di equilibrio. Ciò ha richiesto l'intervento massiccio, di entità ed estensione mai viste prima, delle banche centrali e dei governi nazionali;
3. L'intervento monetario 'puro', adottato tra l'agosto 2007 e il febbraio 2008, si rivelò impotente, come impotente si rivelò quel mix di politica monetaria espansiva e politica fiscale 'anomala' che prese essenzialmente la forma di programmi del tipo del TARP, dell'acquisto di azioni privilegiate di imprese private da parte del Tesoro, di 'salvataggio' di intermediari finanziari mediante l'uso di altri intermediari finanziari. Il solo contrasto effettivo al degenerare dell'economia reale è venuto dagli imponenti disavanzi decisi dai governi nazionali secondo una logica strettamente keynesiana;
4. La crisi dei debiti sovrani è dunque il prodotto della crisi preesistente: i debiti sovrani sono figli della necessità, e non della libertà;
5. Agli occhi del pubblico, la cosiddetta 'crisi dei debiti sovrani' è stata avviata dalle agenzie di rating ed enormemente gonfiata dalla stampa. Non si è affatto verificata una crisi, e quella che è stata provocata, la cosiddetta 'crisi greca', non aveva ragioni stringenti per avvenire.

La discussione sarà quindi strutturata in paragrafi che possono essere letti indipendentemente l'uno dall'altro e, quindi, anche non nella successione suggerita. Essi sono:

1. *Primi anni novanta - agosto 2007. La preistoria della crisi.*
2. *Agosto 2007 - settembre 2009. Le reazioni della politica economica.*
3. *Ottobre 2009 - aprile 2010. La tragedia greca. Con una nota (lunga ma necessaria) sul concetto di 'debito pubblico' e contro l'uso della parola 'default';*
4. *Aprile 2010-agosto 2011. Governi e debito, l'asimmetria tra Cina e Stati Uniti da un lato e UE-17 (Area Euro) dall'altro;*
5. *La conclusione del dibattito sul ruolo dei governi per uscire dalla crisi e per il futuro.*

## 1. Agosto 2007-ottobre 2009. La preistoria della crisi

Le difficoltà in cui si trovavano nella prima parte del 2007 sia le banche commerciali che quelle di investimento, vennero poste all'attenzione del grande pubblico all'inizio di agosto di quell'anno, quando Lehman Brothers annunciò pubblicamente che alcuni suoi fondi comuni di investimento non erano in grado di far fronte ai rimborsi di quote richiesti dai sottoscrittori.<sup>1</sup>

Questa crisi, inizialmente denominata 'dei mutui subprime' e quindi 'crisi del credito', assunse poi la forma di 'Grande Recessione', espressione molto usata nella pubblicistica anglosassone ma poco nell'Europa continentale, la quale pure sperimentava una contrazione dell'attività produttiva più pronunciata di quanto non lo fosse negli Stati Uniti.

Le origini 'lontane'<sup>2</sup> della crisi hanno ormai una spiegazione largamente condivisa, sulla quale occorre spendere non più di poche parole. Sembra di poter dire che la coincidenza di quattro eventi sia alla base della crisi:

1. Finanziamento crescente dei disavanzi correnti del governo statunitense da parte delle economie emergenti e della Cina in particolare, circa 1994-2007;
2. Deregolamentazione del settore dell'intermediazione finanziaria mediante la progressiva eliminazione delle regole fissate nel 1933 mediante il Glass-Steagall Act (circa 1990-1999);
3. L'emergere di metodologie per la distribuzione e la valutazione del rischio del tutto nuove e largamente incomprese, e comunque non regolamentate, dal regolatore (circa fine anni ottanta);
4. La politica monetaria fortemente espansiva adottata a partire dalla cosiddetta 'crisi delle dotcom' e continuata per diversi anni per ragioni che vanno dalla scelta delle autorità monetarie di reagire al 9/11 con forti immissioni di liquidità, a quella di tenere i tassi di interesse bassi per favorire l'espansione dell'edilizia popolare e la finanziabilità di acquisti di immobili residenziali, scelta avviata dal governo Clinton e proseguita poi dal governo Bush (circa 2001-2007).

### ***1.a. Finanziamento crescente dei disavanzi correnti del governo statunitense da parte delle economie emergenti e della Cina in particolare, circa 1997-2007***

Questa spiegazione dell'origine della crisi ha a che vedere con le mutate condizioni in cui avviene il finanziamento delle attività produttive e del consumo privato a livello mondiale. Generalmente presentata sotto la denominazione 'squilibri globali', chi sostiene questa tesi ritiene che l'emergere della Cina e di gran parte dei paesi del sudest asiatico come

---

<sup>1</sup> Questa periodizzazione è più valida per l'Europa che per gli Stati Uniti, dove la crisi di Bear Sterns si era manifestata già in primavera.

<sup>2</sup> Per radice 'lontane' qui non si intende il ciclo secolare cui si è fatto riferimento in premessa, ma il periodo di circa venti anni precedenti il 2007.

risparmiatori a partire dalla crisi del 1997 sia la ragione fondamentale per l'aumento del volume di fondi intermediabili globalmente disponibili. Il meccanismo mediante il quale i paesi del sudest asiatico, e la Cina in particolare, divennero finanziatori progressivamente più importanti della carenza di risparmio (pubblico e privato, delle imprese come dei consumatori) statunitense, è da ricondursi ai saldi attivi di bilancia commerciale di quei paesi. Sorpresi a corto di riserve valutarie durante la grande fuga dei capitali nel 1997-1998, quei paesi cominciarono da allora a convertire sistematicamente i saldi di bilancia commerciale in titoli del debito pubblico statunitense da detenersi in riserva presso le proprie banche centrali.

Il finanziamento dall'estero di una parte cospicua del debito statunitense consentiva elevata domanda di quel debito, e quindi rendimenti bassi rispetto al resto del mondo; comunque più bassi di quelli che avrebbe avuto in assenza di tale finanziamento.

L'implicazione profonda è che, a parità di tutte le altre condizioni, tanto il settore privato che quello pubblico statunitensi possono risparmiare meno, o spendere di più, di quanto non sarebbe stato possibile altrimenti. Ed ecco dunque il modo in cui gli Stati Uniti possono mantenere quel ruolo di 'consumatore di ultima istanza' che avevano assunto già dopo la seconda guerra mondiale e il trattato di Bretton Woods.

***1.b. Deregolamentazione del settore dell'intermediazione finanziaria mediante la progressiva eliminazione delle regole fissate nel 1933 mediante il Glass-Steagall Act (circa 1990-1999)***

All'uscita dalla Grande Depressione, il problema del governo delle banche si pose con grande urgenza: occorreva mettere rimedio ai problemi di *governance* che si erano evidenziati durante la crisi, in particolare rafforzando il sistema di prevenzione di crisi sistemiche del settore dell'intermediazione finanziaria e proteggendo risparmiatori e imprese dai rischi associati ad operazioni finanziarie dalle quali si pensava fosse bene essi venissero isolati.

La strategia, cristallizzata infine nel Glass-Steagall Act (1934), fu di separare quanto più nettamente possibile le banche commerciali dalle banche di investimento. Le differenze sostanziali tra le due tipologie possono essere sintetizzate come segue. Le banche commerciali:

1. hanno il diritto di raccogliere depositi. Questi verranno utilizzati come riserve presso la banca centrale, a fronte delle quali le commerciali ottengono il diritto di erogare prestiti per ammontari regolati dal tasso di riserva obbligatoria, sotto il controllo della banca centrale, e da ogni ulteriore normativa da quest'ultima erogata;
2. possono ricorrere alla banca centrale quando il mercato interbancario non sia in grado, o non ritenga di, soddisfare la loro domanda di credito: per questa ragione la banca centrale assume il ruolo di 'prestatore di ultima istanza';
3. non possono investire né fondi propri né i fondi dei propri clienti.

Peraltro, le banche di investimento:

4. non possono raccogliere depositi, e non possono detenere riserve presso la banca centrale; La loro raccolta avviene mediante l'emissione di debito da piazzarsi sul mercato aperto;
5. sono libere di investire tanto i fondi dei propri clienti che i fondi propri;
6. non possono ricorrere alla banca centrale in quanto prestatore di ultima istanza.

Separazioni tanto nette funzionarono bene per alcuni decenni ma, con il passar del tempo, entrambi i tipi di banca cominciarono a sentire la demarcazione come troppo stringente, e venne avviata un'attività di lobbying a favore della sua progressiva abolizione. Per semplificare: alle banche di investimento avrebbe fatto piacere avere la possibilità di ricorrere alla banca centrale nel caso in cui il mercato avesse negato loro la liquidità che ritenevano di raccogliere; e alle commerciali dava fastidio il non poter investire, quantomeno i fondi propri. Per decenni si cercò dunque, da una parte e dall'altra, di vedersi attribuire almeno alcuni dei privilegi tipicamente attribuiti all'altro tipo di banca. Questo processo ebbe conclusione alla fine del 1999, in coincidenza con la fine della seconda presidenza Clinton, con il passaggio del Gramm-Rudman Act.

***1.c. L'emergere di metodologie per la distribuzione e la valutazione del rischio del tutto nuove e largamente incomprese, e comunque non regolamentate, dal regolatore (circa fine anni ottanta)***

Nella finanza vecchio stile, gli intermediari finanziari emettono credito a fronte di una promessa di pagamento a date e condizioni certe. Il titolo di credito viene trattenuto dalla banca che lo eroga per tutto il tempo della sua durata, e il pagamento del debito assume la forma di un flusso di liquidità che, più o meno per lungo tempo a seconda delle condizioni contrattuali, passa dal debitore alla banca creditrice. E' questo, il modello che riceverà il nome di 'originate to hold': la banca dà origine al rischio, e se lo tiene in portafoglio fino a scadenza.

La finanza nuovo stile nasce da un quesito: per quale ragione la banca creditrice dovrebbe tenersi il rischio per tutta la sua vita attesa? Non sarebbe possibile realizzare profitti maggiori rivendendo quel rischio, liberandosene e raccogliendo liquidità da impiegare per l'emissione di altri crediti? La risposta non è ovvia, ma il quesito comincerebbe a essere trattabile se e quando diventasse possibile dare un prezzo al rischio in oggetto, cioè andare sul mercato con un prezzo di offerta per il titolo che si vuol vendere. E' l'inizio del reclutamento di ingegneri, fisici e matematici nell'industria finanziaria, tutti dotati di forti competenze matematiche e quantitative –quelli che diverranno noti come 'the quant's'.

E' importante notare che il compito del 'quant' non sta nel trovare un 'prezzo di liquidazione' per un rischio che la banca ritiene divenuto inaccettabile o, quantomeno, non solo di questo si tratta; piuttosto, si tratta di un cambiamento epocale nel modo di concepire il credito, nel senso che qualunque titolo di credito è rivendibile al prezzo giusto,

cioè ad un prezzo che generi profitti maggiori di quelli che genererebbe il tenerlo in portafoglio per tutta la sua vita contrattuale.

Uno degli effetti importanti (e, secondo alcuni, perversi) di questo nuovo modo di pensare è il cambiamento nella relazione tra creditore e debitore. Nel modello 'originate to hold' il creditore ha il massimo interesse nella attività di valutazione del merito di credito del debitore, poiché in generale non vi è alternativa a quest'ultimo in quanto erogatore del flusso di cassa che garantirà il rimborso (profittevole) del prestito. Nel nuovo modello, noto come 'originate and distribute', compare un'alternativa al debitore come fonte del rimborso: il mercato, sul quale il rischio può essere rivenduto.

L'aneddotica relativa al modo in cui questa opportunità venne sfruttata sul mercato immobiliare è sterminata, e tutta mostra il punto che si vuole sottolineare qui: la 'reputazione' del debitore non è più oggetto di tanta preoccupazione per il creditore come lo era nel vecchio modello. Piuttosto, ciò che diventa di vitale importanza è erogare quanto più credito possibile, credito da cartolarizzare e rivendere sul mercato.

***1.d. La politica monetaria fortemente espansiva adottata a partire dalla cosiddetta 'crisi delle dotcom' e continuata per diversi anni per ragioni che vanno dalla scelta delle autorità monetarie di reagire al 9/11 con forti immissioni di liquidità, a quella di tenere i tassi di interesse bassi per favorire l'espansione dell'edilizia popolare e la finanziabilità di acquisti di immobili residenziali, una scelta avviata dal governo Clinton e proseguita poi dal governo Bush (circa 2001-2007)***

Il passo a cui avanzava il tipo di innovazione finanziaria sommariamente descritta *sub 1.1.c*, e la sua applicazione operativa, fu fortemente influenzato dal passo a cui procedeva il finanziamento del debito pubblico Usa da fonti estere e, altrettanto ovviamente, dalla caduta dei tassi di interesse determinata dalla politica monetaria espansiva del periodo 2000-2007. Ciò che si intende dire è che tanto più bassi sono i tassi di interesse di mercato, tanto più l'indebitamento appare appetibile, a parità di tutte le altre condizioni, a famiglie e imprese, e dunque tanto più rapidamente poteva crescere quella base di crediti su cui si poteva costruire la procedura del 'originate and distribute'.

Parallelamente, oltretutto, la caduta dei rendimenti sui titoli del debito pubblico spingeva da un lato le famiglie ad indebitarsi per l'acquisto e/o la ristrutturazione di un numero crescente di abitazioni, e dall'altro il mercato finanziario a ricercare di rendimenti più attraenti di quelli offerti appunto dai titoli del debito pubblico.

Alcuni hanno voluto vedere quantomeno una corresponsabilità della Banca centrale Usa nel crollo del mercato del credito iniziato nel 2007, sostenendo che in assenza di politiche monetarie tanto aggressivamente espansive la diffusione della cartolarizzazione e della crescita dei prodotti finanziari derivati non avrebbe raggiunto dimensioni tanto abnormi – e dunque un crollo sarebbe stato, al minimo, meno rovinoso. Chi scrive non ritiene sia il caso di emettere giudizi tanto negativi sulle misure di politica monetaria adottate dal 2000 in avanti. Cosa si vorrebbe avesse fatto la banca centrale? Stare alla finestra, non



immettere liquidità nel sistema, lasciare che si generasse un'ondata di vendite da parte di coloro che sarebbero stati in grado di rifinanziare i propri acquisti di titoli a causa di un costo di rifinanziamento troppo alto? E poi, con la crisi del 9/11, stessa cosa? O si sarebbe dovuto chiudere i mercati a tempo indeterminato, fino a che il panico fosse rientrato e il desiderio di vendere fosse scomparso?

Vi è chi ha sostenuto che l'espansione monetaria abbia assunto toni eccessivi dalla metà del 2002 circa quando, passata la grande paura generata dal 9/11 e scongiurata la possibilità di un crollo del mercato azionario, si sarebbe potuto cominciare ad adottare una politica monetaria progressivamente meno espansiva e, quindi, tassi di mercato meno bassi. Ma non è questa la sede in cui discutere questa ipotesi, in quanto qui ci limitiamo a descrivere il ruolo della politica monetaria nell'incentivare la domanda di crediti e, nel nuovo ordine finanziario, la creazione di masse importanti di derivati.

## **2. Agosto 2007-settembre 2009. Le reazioni della politica economica**

Quando, all'inizio di agosto 2007, la coscienza delle difficoltà in cui si trovavano le istituzioni finanziarie raggiunse i mezzi di comunicazione di massa, la reazione delle autorità di politica economica fu repentina e, agli occhi di chi scrive, corretta. A reagire immediatamente fu la Banca Centrale Europea, seguita poche ore più tardi da quella statunitense: correttamente, ad una crisi di natura finanziaria e di liquidità si doveva reagire fornendo agli intermediari finanziari liquidità. Si discusse sulla quantità, sulle forme, sul costo, ma la sostanza dell'intervento non venne mai veramente messa in discussione se non, in maniera anche massiccia, negli Stati Uniti, dove si andava sviluppando un movimento d'opinione che riusciva a trovar udienza in Congresso e che sosteneva che 'salvare le banche' non era la sola strategia possibile, e che almeno un'altra ne esisteva: 'salvare i mutuatari' e, con loro, l'economia reale.

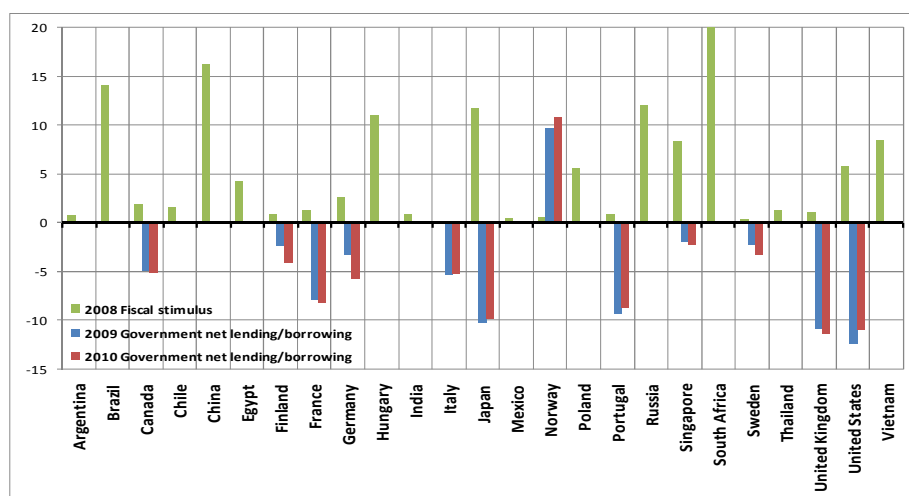
Nella prima fase della crisi, quella cioè in cui si scelse di salvare il sistema finanziario, la risposta della politica economica non poteva che essere di tipo (prevalentemente) monetario. Questo intervento prese inizialmente la forma di iniezioni di liquidità di dimensioni inaudite nel sistema bancario mondiale: erano poche le vestali dell'ortodossia monetaria che, di fronte al pericolo di un crollo puro e semplice del sistema bancario e finanziario, si preoccupavano dei potenziali effetti inflazionistici dell'espansione monetaria. Lo stesso Financial Times, tradizionalmente guardiano attento dell'ortodossia, abbandonava le posizioni tradizionali. Del resto inflazione non se ne vedeva e, scrivevamo e dicevamo già allora, non se ne sarebbe vista. E, a quattro anni dall'inizio di questo ciclo, non se ne vede.

Che la politica monetaria potesse essere sufficiente a salvare il sistema finanziario, lo credevano in molti; ma era chiaro a tutti che la Grande Recessione andava affrontata con i mezzi tipici della politica fiscale antirecessiva. Questo passaggio dalla politica monetaria

avvenne gradualmente. Inizialmente, a partire dalla primavera del 2008, il mix di politica economica si veniva arricchendo con dosi crescenti di interventi dell'autorità fiscale. Ma si trattava di un intervento fiscale di tipo particolare, niente affatto mirato allo stimolo della domanda di beni e servizi, cioè ad una azione anticiclica di stampo ortodossamente keynesiano. Piuttosto, si trattava di spesa pubblica per l'acquisto, il salvataggio, l'erogazione di sussidi a, e/o la nazionalizzazione di, imprese finanziarie in difficoltà che, per ragioni ancora largamente dibattute, vennero in parte 'salvate' ed in parte no. In quel periodo la coppia Bernanke (Banca centrale) - Paulson (Tesoro) sembrava inseparabile; insieme, essi venivano delineando misure di intervento sempre più originali, caratterizzate da interventi non ortodossi tanto del Tesoro che della Banca centrale. Assistemmo a cose fino ad allora inimmaginabili: la vendita di Bear Sterns e di Merrill Lynch, il rifiuto delle autorità di politica economica statunitense di adottare la stessa soluzione per Lehman Brothers, la fine delle banche di investimento, la nazionalizzazione di AIG, l'acquisto da parte della Banca centrale di titoli tossici.

Tuttavia, le misure di natura (prevalentemente) monetaria mostravano un'efficacia drammaticamente bassa quanto al tentativo di fermare, se non invertire, il processo che stava costruendo la Grande Recessione. E nel novembre 2008 il Governo cinese, uno dei primi tra i governi G20, deliberava una spesa straordinaria di 586 miliardi di dollari, da finanziarsi in disavanzo e indirizzata in prevalenza al potenziamento delle infrastrutture. Nel febbraio 2009, immediatamente dopo l'insediamento del Presidente Obama e del suo governo, il Congresso degli Stati Uniti approvava un aumento del deficit federale per 787 miliardi di dollari, parte destinata alla riduzione del carico fiscale sulle famiglie e sulle imprese, parte destinata a finanziare spesa per sanità, infrastrutture, energie rinnovabili. Anche in questo caso, pochissimi coloro che se la sentivano di mantenere posizioni da 'bilancio in pareggio' che pure avevano mantenuto per anni. Di nuovo, il Financial Times titolava che prima o poi si sarebbe dovuto tornare a politiche di bilancio più tradizionali ma, please, non ancora, o si sarebbe rischiato di schiacciare la ripresa nascente.

*Grafico 1. Stimolo fiscale in risposta alla crisi negli anni 2009 e 2010 (in % del PIL)*



Fonti: Gallagher, Kevin P., et al, *Survey of Stimulus and IMF Rescue Plans During the Global Financial Crisis*; FMI, WEO Database, aprile 2010.

Sapevamo che lo stimolo fiscale cui quasi tutti i governi al mondo contribuirono per rallentare e, sperabilmente, bloccare la Grande Recessione, era di dimensioni nuove e inaudite. Di conseguenza, perfino chi scrive riteneva che la ripresa ci sarebbe stata: lenta, ineguale, spumeggiante nei paesi emergenti e molto più debole in molti paesi ad alto reddito pro capite, senza inflazione, con tassi di disoccupazione ostinati e sostanzialmente fermi ai livelli del 2009 per molto tempo ancora. Ciò che non aveva previsto, invece, era l'attacco contro l'euro che si sarebbe scatenato a partire dall'autunno del 2009.

### **3. Ottobre 2009 - aprile 2010. La tragedia greca. Con una nota (lunga ma necessaria) sul concetto di 'debito pubblico' e contro l'uso della parola 'default'**

Dall'autunno 2009 la forma assunta dalla crisi è quella di una nuova percezione del rischio associato ai titoli del debito sovrano denominato in Euro. Poco importa che si trattasse di rischio vero o presunto, 'accertato' dai mercati o decretato dalle agenzie di rating: il nome del nuovo gioco è 'non fidarsi del debito sovrano'.

Dall'ottobre 2009 ad oggi la stampa tutta e gran parte dei commentatori ha fatto un uso indecoroso dei termini *deficit*, *debito*, *default*, il che ha contribuito a:

1. amplificare le fluttuazioni dei mercati dei titoli, fluttuazioni che tanto bene fanno agli intermediari finanziari quanto poco ne fanno all'economia reale, quella che produce ricchezza ex novo; e
2. diffondere una confusione assoluta circa il significato di termini che, pure, un significato lo hanno. Ad esempio, si è letto di governi 'sull'orlo del fallimento' e di paesi 'in default'. Ma ci si è mai chiesti se un governo possa fallire? Oppure, ci si è chiesto che cosa sia da intendersi per 'default'? E ancora, non esiste un termine in italiano che consenta a tutti di capire almeno un po' di che cosa si tratti?

E' opinione di chi scrive che una discussione quantomeno informata, se non rigorosa, delle vicende di questo periodo richieda che i termini vengano almeno brevemente definiti prima che ci si lanci in campagne di supporto a questa o quella teoria spacciata per 'verità'.

Deficit (o disavanzo). Il termine identifica la differenza tra le uscite e le entrate di un qualsivoglia soggetto economico nell'unità di tempo. Quando si parla di 'deficit pubblico' ci si riferisce dunque implicitamente al deficit 'corrente' delle pubbliche amministrazioni, aggregate al livello desiderato di complessità (deficit dei comuni, delle regioni, delle amministrazioni pubbliche, etc). Lo stesso vale per i disavanzi (o 'risparmi negativi') del settore privato.

Debito. Il termine identifica la somma algebrica di tutti i deficit accumulati nel tempo. Quando si parla di 'debito pubblico' ci si riferisce dunque implicitamente alla somma algebrica dei disavanzi correnti delle pubbliche amministrazioni, aggregate al livello di

complessità desiderata (deficit dei comuni, delle regioni, delle amministrazioni pubbliche, etc). Idem per il settore privato.

La ragione di questa rivisitazione dei termini adoperati ogni giorno dal grande pubblico così come dagli specialisti è la preoccupazione di chi scrive per il modo in cui essi vengono usati. In nuce: il 'debito pubblico' è diverso dal 'debito privato' nello stesso senso in cui il debito del soggetto privato A è diverso dal debito privato del soggetto B? Per chiarire il punto, chiediamoci: che cosa intendiamo dire quando affermiamo che una famiglia (un agente economico privato) si 'indebita'? Vogliamo semplicemente dire che questo agente ha sottoscritto una obbligazione con la quale si impegna a saldare il proprio debito nei modi e nei tempi concordati con la controparte. Si tratta di una transazione privata nella quale le parti entrano soltanto a condizione che ritengano la transazione profittevole. Ad esempio, un mutuo fondiario viene richiesto perché, oltre a mille altre ragioni, il mutuatario ritiene che il tasso di interesse che si applica alla transazione sia 'basso' e il collaterale che deve cedere in pegno alla banca sia 'ragionevole'. Allo stesso tempo, nel modello che abbiamo definito 'originate and hold', quello cioè in cui il credito posseduto da una banca non viene usato per la creazione di derivati ma trattenuto dalla banca fino a scadenza, la banca eroga il credito perché, oltre a mille altre ragioni, ritiene che il mutuatario sia 'un buon rischio.'

Quello di 'rischio' è dunque un criterio importante per la banca, così come lo è per qualunque altro prestatore di fondi. Quanto è rischioso dare a prestito? Dipende, ovviamente. Da quanto. Dall'orizzonte temporale entro il quale il prestito va rimborsato. E dal soggetto cui si estende il credito. Nelle loro transazioni con i privati, i funzionari di banca seguono delle procedure formalizzate per valutare il grado di rischio incorporato in un'operazione di prestito. In breve, essi valutano la probabilità che un determinato prenditore a prestito possa onorare gli impegni assunti con il contratto che le parti sottoscrivono. Variabili importanti in questo processo sono la ricchezza del mutuatario (cioè la somma algebrica di tutti i suoi risparmi e tutti i suoi possedimenti ad un dato momento), il suo reddito presente e futuro e, in ultima analisi, la capacità di onorare i termini del contratto. Questo processo porta a valutare il debitore potenziale come rischio primario (il meno rischioso secondo i parametri stabiliti dalla banca), secondario (un poco più rischioso), etc.

Per quanto illustrato in modo estremamente sommario, il processo di accertamento del rischio di un agente privato dovrebbe apparire per quello che è: una procedura relativamente standardizzata che porta alla decisione se concedere il prestito o meno e a che condizioni.

Ci si chieda ora se, e se si in che senso, il debito pubblico, cioè il debito associato alle promesse di rimborso di titoli emessi dalle pubbliche amministrazioni, sia comparabile al debito privato. La prima differenza che balza agli occhi ha a che fare con la asimmetria dei rapporti tra agenti. Nella contrattazione tra banca e mutuatario non troviamo altro che un rapporto tra privati: la banca decide se, e a che condizioni, erogare il credito. E' difficile

pensare ad una relazione di mercato nel senso nobile della parola 'mercato': certo, il prenditore a prestito farà il giro delle banche, di quelle poche che conosce e a cui ha accesso, e infine deciderà, sulla base di informazioni incomplete e frammentarie, con quale erogatore sottoscrivere il contratto di mutuo.

La relazione tra banche e debito pubblico è di tutt'altra natura. Sul mercato primario, le banche comprano titoli di debito pubblico mediante un'asta (l'asta del Tesoro), alla quale presentano offerte in busta chiusa. Questo mercato assomiglia molto al mercato come se lo erano immaginato i grandi economisti neoclassici, Walras in testa, un mercato cioè nel quale le 'scommesse' vengono espresse da tanti compratori potenziali i quali, tutti, posseggono le stesse informazioni sul debitore emittente. Si può provare ad esprimere lo stesso concetto in termini meno allusivi: mentre il rischio che la banca affronta nell'erogare il prestito ad un privato è probabilmente poco correlato al rischio rappresentato da altri soggetti privati, il comportamento delle banche di fronte al rischio sovrano può essere fortemente correlato con quello di altre banche. (Sarà forse il verificarsi di questo evento che si intende indicare quando si parla di 'attacco speculativo' contro il debito emesso da un governo?!).

Una seconda distinzione importante tra debito privato e debito pubblico è che quest'ultimo, nel quadro di riferimento cui siamo abituati a pensare, e cioè quello dello *stato nazione*, è debito *sovrano*. Il debito privato è contratto da un privato in quanto prenditore a prestito; il debito pubblico è contratto da un governo sovrano (per semplicità non discutiamo qui tutti i 'livelli' di sovranità che hanno il diritto di emettere debito in una democrazia rappresentativa). La percezione di chi compra titoli del debito sovrano è pertanto, in generale, che questo sia 'meno rischioso' di gran parte del debito privato. C'è una giustificazione a questa percezione?

Tralasciando gli aspetti puramente psicologici (il 'sovrano' non può fallire!), una ragione per cui il debito pubblico viene percepito come relativamente meno rischioso è che il governo sovrano può sempre decidere di ridurre il proprio debito, da un lato riducendo le proprie spese le quali, non essendo quelle di una famiglia, possono ovviamente essere ridotte a piacere (si spera che l'ironia venga apprezzata dal lettore) o, dall'altro, aumentando la pressione tributaria sui suoi residenti. Banalmente, si pensa che il deficit pubblico possa sempre essere ricondotto a pareggio, ed eventualmente a surplus, aumentando la pressione fiscale e, se tale politica è protratta nel tempo, può indurre una riduzione del debito grande a piacere.<sup>3</sup>

Ma il debito sovrano è tale anche perché il governo può ripudiarlo. A chi sia stato martellato per anni con il termine *default*, ormai diffusissimo, il suggerimento che al suo posto si cominci ad usare il concetto di ripudio del debito dovrebbe fare solo piacere. Perché è su questo piano che l'asimmetria tra debiti pubblici e debiti privati è massima: i privati falliscono, e il potere coercitivo e repressivo dello stato non solo può, ma deve

---

<sup>3</sup> Che cosa queste due politiche siano in grado di fare all'economia lo vediamo in questi giorni di agosto 2011, quando apprendiamo che, con grande sorpresa di molti, le stime sui tassi di crescita dell'economia europea sono state riviste al ribasso (sostanziale).

manifestarsi nei loro confronti. Gli stati sovrani, in italiano, ripudiano il debito: il che equivale a dire che essi posseggono la capacità coercitiva sufficiente a far 'accettare' ai possessori del proprio debito la cancellazione dei loro crediti nei suoi confronti.

Ma la differenza forse risolutiva tra debitore privato e debitore pubblico è nel fatto che, nel quadro dello stato nazione, quest'ultimo ha 'alle proprie spalle', come abbiamo letto da qualche parte, il prestatore di ultima istanza. Non è, questo, un concetto molto difficile, e sorprende come tanti incontrino difficoltà a carpirne il significato, profondo ma semplice. Forse la possibilità di osservare la Banca Centrale Europea in azione, mentre acquista titoli del debito italiano e di quello spagnolo, rende superflue spiegazioni tanto corrette quanto verbose.

Accertato che non esiste alcun senso logico in cui uno 'stato nazione' possa 'fallire', si assuma ora che un paese A sia membro di un'Unione Economica e Monetaria. Ovviamente lo sono anche i suoi residenti. Ciò cambia in qualche modo il rapporto tra la banca erogante il credito e l'agente economico privato che lo contrae? La risposta è chiaramente negativa. E per quanto riguarda il rapporto tra debito emesso dal governo del paese e le banche (nazionali o meno, poco importa)? La situazione è qui chiaramente diversa da quella discussa sopra, nella quale il debito veniva emesso per ipotesi da un governo sovrano. Ma il governo di un paese aderente per ipotesi all'Unione Economica e Monetaria, è ancora un governo sovrano?<sup>4</sup>.

Per cominciare, osserveremo che i governi nazionali dei diciassette paesi aderenti all'Unione Economica e Monetaria Europea godono ancora (purtroppo) del privilegio della sovranità in materia di imposizione fiscale ed emissione di debito (è essenzialmente questo che un economista capisce quando sente l'espressione 'l'Europa non ha un governo'). Si assuma che per qualsivoglia ragione la percezione che le banche (detentrici o meno di titoli di debito non importa, poiché sappiamo che esse possono vendere ciò che non posseggono) decidano di liberarsi di debito pubblico del nostro paese ipotetico. Il meccanismo di reazione del mercato sarà inizialmente assolutamente identica a quello che osserviamo in un paese che non appartenga all'UEM: vendita di titoli emessi dal governo del paese A in cambio di euro, vendita di euro in cambio della/e valuta/e dei paesi dei cui governi si intende acquistare il debito, vendita di valuta estera e acquisto di titoli del debito di un generico paese B (che può essere o meno membro dell'Unione, nel qual caso il cambio di valuta non è necessario).

Le conseguenze di questo movimento di capitale sono però assai diverse da quelle generate quando ad essere attaccato è il debito di un governo sovrano. Infatti:

1. Gli effetti di deprezzamento sulla valuta di A sono necessariamente assenti: se A non possiede una sua valuta nazionale, come è il caso nella UEM, allora la pressione al deprezzamento si scarica sulla valuta comune. Quesito: a quanto ammonteranno le

---

<sup>4</sup> Ad esempio: se gli accordi fossero tali che il governo di A non deve assorbire da solo lo shock inatteso della maggiore spesa derivante dal disastro, allora l'effetto sul suo profilo di rischio sarebbe minore di quanto non sarebbe nel caso in cui dovesse affrontare da solo la maggior spesa inattesa.

transazioni di valuta dovute a questa circostanza rispetto alle transazioni complessive di questa Unione con il resto del mondo? Un conto, per quanto approssimativo, è presto fatto: tanto più grande è la quota del debito del paese A sul totale del debito dei paesi dell'Unione, tanto maggiore sarà l'ammontare della transazione valutaria complessiva e, a parità di tutte le altre condizioni, tanto maggiore la pressione al deprezzamento dell'euro<sup>5</sup>. Ne consegue che A non potrà neanche godere in maniera apprezzabile del deprezzamento che gli avrebbe garantito, nel caso possedesse una struttura produttiva orientata all'esportazione, un certo guadagno artificiale di competitività di prezzo, come avveniva nell'ipotesi che non fosse membro dell'Unione.

2. Si assuma che, come è effettivamente il caso nell'UEM, i governi dei paesi membri siano vincolati (ovviamente con il proprio accordo) a non spendere in disavanzo, in ciascun anno fiscale, più di una certa porzione del proprio PIL. Quali strumenti ha il governo di A per difendersi dalle conseguenze del disastro che ha colpito il paese sulla propria credibilità di debitore di fronte alle banche? La risposta sembra ovvia: implementare una politica fiscale recessiva, adottando un qualche mix di tagli alle spese e aumento di prelievo a seconda delle preferenze del locale gruppo politico in quel momento al potere.
3. Ma che cosa avverrebbe se l'UEM fosse dotata di un meccanismo che prevedesse che, nel caso di attacco speculativo da parte 'dei mercati' contro il debito di quel governo, il debito stesso venisse acquistato, o garantito, da una entità comune? Il buon senso dei 'mercati' vuole che, assumendo che il paese in questione sia 'piccolo' rispetto all'Unione nel suo complesso, l'attacco speculativo non abbia luogo, poiché tutti sanno che non si verificherebbero le condizioni perché esso sia profittevole.

Finito. Abbiamo interpretato la storia della cosiddetta 'crisi greca.' E allora, perché la Grecia? Perché, come hanno sostenuto sapienti colleghi, ha 'falsificato i libri'? Ah, quanto fallace è la memoria umana, e quanto facilmente si dimentica il proprio operato (e quello francese, e quello...). La tragedia greca è, in fin dei conti, quella di un agente economico privato che, avendo preso a prestito e trovandosi in difficoltà, soltanto dopo molti mesi di sofferenza e di cure errate (leggi: recessione indotta) riceve il supporto di terze parti che ne 'garantiscono' la solvibilità. Il che va a dimostrare, ancora una volta, che all'origine della vicenda sta l'egoismo e l'arroganza dei governi nazionali. Della loro competenza non è il caso di discutere, perché non di essa si tratta.

Torniamo alla cronaca.

Le prime due fasi della crisi esplosa nel 2007 si erano dunque svolte grossomodo come il manuale richiedeva: banche centrali e governi di tutto il mondo si erano impegnati in una battaglia senza precedenti per salvare le banche prima, e poi per ridare al sistema reale,

---

<sup>5</sup> La proposizione è ovviamente valida nel caso opposto ma simmetrico: tanto più piccola è la quota del debito del paese A sul totale del debito dei paesi dell'Unione, tanto minore sarà l'ammontare della transazione valutaria complessiva e, a parità di tutte le altre condizioni, tanto minore la pressione al deprezzamento dell'euro.

quello della produzione, del consumo, degli investimenti, quegli stimoli che le banche avevano azzerato quando preferivano depositare in banca centrale la liquidità presa a prestito piuttosto che fornirla, con profitto, si intende, al sistema produttivo.

Come diretta conseguenza di ciò, la dimensione dei disavanzi correnti di quasi tutti i paesi al mondo cominciava a crescere nel 2008 per arrivare a livelli mai raggiunti prima. A mò di esempio: si ricorderà che nel 1992 il governo italiano esibiva un disavanzo corrente del 10,6% rispetto al prodotto interno lordo, e che questo numero veniva considerato il segno di un quasi-crollo: tanto è vero che la lira si svalutò in un batter d'occhi del 30% contro il marco tedesco, mentre il nostro governo (e, non capirò mai perché, il nostro paese) veniva additato al pubblico ludibrio. Oggi, quello stesso rapporto vale per il governo degli Stati Uniti.

Come ho argomentato già nel febbraio 2010<sup>6</sup>, la terza fase della crisi venne scatenata da un'azione della famosa agenzia di valutazione Fitch la quale, il 22 ottobre 2009, declassava il debito sovrano greco. Feci notare a quel tempo che i tempi dell'operazione erano quanto mai sospetti: soltanto il 5 ottobre precedente il presidente del Governo uscente avevo ammesso la vittoria della controparte, e il nuovo Governo non aveva avuto neanche il tempo materiale di porre mano alla verifica dello stato dei conti pubblici. Da quel momento, il dibattito ha preso una direzione che, alla luce dell'analisi teorica articolata poco sopra, ha dell'incredibile: quella della necessità che il Governo greco adottasse politiche fiscali disumanamente restrittive; che Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna dovessero seguire rapidamente la stessa strategia, o perché i loro disavanzi correnti, o i loro debiti, erano 'eccessivi,' o perché si riteneva che lo sarebbero stati in un futuro non troppo lontano.

L'uso del termine 'dibattito' è forse fuorviante: un 'dibattito' prevede una qualche sorta di equilibrio tra le voci in campo, se non per dimensione almeno per dignità dei dibattenti. La tesi che veniva imposta da media e professionisti di varie estrazioni è banalmente quella che le vestali dell'ortodossia erano venute sostenendo per decenni prima della crisi: un governo con un deficit corrente e/o un debito alto rispetto al prodotto interno lordo del paese che governa deve rapidamente 'rimettere ordine' nei propri conti, pena la perdita di credibilità del proprio ruolo di debitore e il dover sottostare a una domanda in caduta libera dei propri titoli di debito. In assenza di misure di risanamento efficaci e credibili, si verificherebbero presto prezzi bassi per il debito sovrano, rendimenti crescenti, deficit secondario fuori controllo, necessità di ridurre il deficit primario, ergo tagli alla spesa e/o aumento del prelievo.

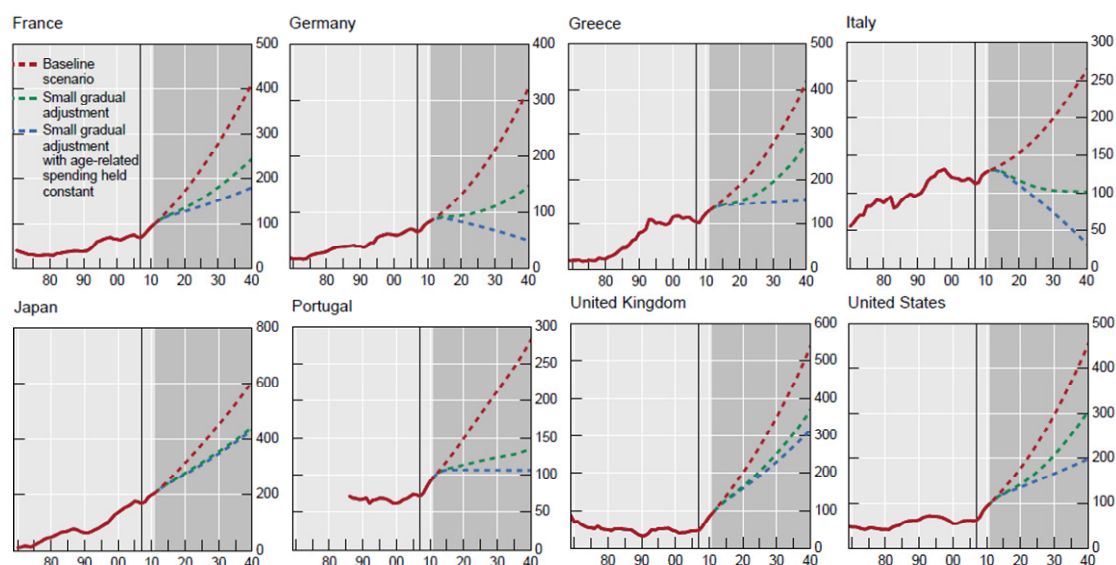
Ma poi, perché proprio il governo greco? Il grafico di seguito riportato mostra con chiarezza che il debito greco non presentava affatto caratteristiche diverse da quelli di tanti altri paesi. E la fonte non è certamente di parte.

---

<sup>6</sup> 'Greece 2010 is not Italy 1992 (but the UK may very well be)', [www.scenarieconomici.com](http://www.scenarieconomici.com), 23 febbraio 2010. Questa tesi ha trovato la sua prima presentazione pubblica, al di fuori di un'aula universitaria, il 21 dicembre 2009. Si veda <http://www.youtube.com/watch?v=vrt3NtuRxA>



Grafico 2. Proiezioni per i deficit e i debiti pubblici



Fonte: Cecchetti, S.G., Mohanty, M. S., and F. Zampolli, (2010): "The future of public debt: prospects and implications," BIS Working Paper 300.

Da dove, allora, la necessità di indurre una recessione che si sarebbe rivelata, come previsto, devastante per il paese? Chi scrive è tra coloro che approvarono la famosa manovra da 170.000 miliardi di lire adottata dal primo Governo Prodi, il cui scopo era ovviamente di creare le condizioni perché l'Italia potesse entrare a far parte dell'area euro. Scopo nobile, dunque, i cui benefici non è il caso di riassumere qui oggi, ma il cui costo non poteva essere, e non fu, nascosto: una recessione feroce. Ma applicare la stessa ricetta oggi sarebbe suicida, perché le condizioni sono cambiate drammaticamente e ciò che andava bene 13 anni or sono oggi non va più bene. Provo ad illustrare sinteticamente il punto centrale della mia argomentazione.

Trovo la posizione assunta dai governi europei semplicemente sbalorditiva. Per almeno due ragioni. La prima è che non capisco per quale ragione occorra indurre una recessione durissima quando lo stato dell'economia è già di per sé assai problematico – e non perché i greci, gli italiani o chissà chi altro abbiano vissuto al disopra dei propri mezzi, ma perché il sistema bancario e finanziario internazionale ha generato, e continua a generare, enormi profitti a spese dell'apparato produttivo e dei risparmiatori. La seconda è che considero errata l'idea, spesso sostenuta anche da economisti di valore, che la riduzione del disavanzo pubblico in rapporto al prodotto interno lordo farà guadagnare di reputazione ai governi in carica, quantomeno agli occhi di chi la reputazione la misura.

La teoria a fondamento della difesa delle politiche recessive è agevolmente riassumibile. Dal lato della domanda di beni e servizi, la prospettiva di debiti pubblici in via di riduzione determinerebbe un miglioramento delle aspettative di consumatori e imprese i quali, di conseguenza, attiverebbero piani di spesa (per consumi e investimenti) che avevano congelato quando dovevano finanziare la spesa pubblica. Dal lato dell'offerta, le condizioni fiscali più stringenti fanno presumibilmente aumentare l'offerta di lavoro, con ciò inducendo una caduta dei salari, e forse anche di competenze imprenditoriali.

Ovviamente, non vi è chi non veda gli effetti recessivi di queste politiche. Tuttavia provo a spiegare perché le politiche di austerità siano errate al limite del ridicolo, cominciando con un esempio numerico applicato al caso del governo italiano (ma lo stesso identico modo di ragionare vale per ogni governo al mondo). Supponiamo sia vero che nel 2009 in Italia il valore del PIL a prezzi correnti sia stato di €1520 miliardi, il deficit di €80,800 miliardi (5,3% del PIL) e il debito di € 1760 miliardi (fonte: Ministero del Tesoro). La cosiddetta 'manovra fiscale' attualmente (agosto 2011) in discussione prevede una riduzione del deficit di circa 45 milioni in tre anni (in realtà le ipotesi sono ancora molteplici e solo dopo la discussione in Parlamento sapremo esattamente di quanto si parla. Ma la scala sembra essere quella). Quesito: quanti anni servono per azzerare il debito a questa velocità? E soprattutto: visto che i governi di tutti i paesi dell'area euro sembrano condividere questa strategia, quale governo verrà premiato per primo e di più? Quello che avrà generato la recessione più dura?

A questo quesito ci si sente rispondere nei seguenti modi:

1. 'Ma se mai si comincia, mai si finisce.'
2. 'Spesso basta un segnale.'
3. 'Sì, però se tutti facessero il loro sforzo...'

Non ritengo di dover commentare.

#### **4. Aprile 2010-agosto 2011. Governi e debito. L'asimmetria tra Cina e Stati Uniti da un lato e UE-17 (Area Euro) dall'altro**

La lezione da trarsi da queste brevi considerazioni è chiara: la dimensione dei debiti sovrani è talmente grande che il nostro modo di pensare tradizionale non è più adeguato. Qual è esattamente il contributo che il governo Merkel pensava di offrire all'economia mondiale quando annunciò tagli alla spesa e maggior prelievo per un totale di 80 miliardi di euro? E a quanto sarebbe poi ammontato il 'guadagno di efficienza' che finalmente dovrebbe aver raggiunto il notoriamente inefficiente governo tedesco mediante il taglio di 15.000 posti di lavoro nelle pubbliche amministrazioni? E quale è stato il contributo alla crescita dell'economia europea fornito dal governo Cameron, con l'annunciato (nell'estate 2010) taglio alle spese per ben 6 miliardi di sterline?

I tassi di crescita previsti per i paesi della UE, e dell'UEM in particolare, non sono esaltanti. Per l'Italia, poi, la previsione di un tasso di crescita dello 0,6% è già storia, e proprio in questi giorni si parla di 'rallentamento della locomotiva tedesca' (16 agosto 2011). Dunque, crescita bassa o nulla. Garantito. E non vi è ragione di ritenere che le politiche recessive adottate da tanti governi insieme, abbia effetti altri da quelli desiderati.

La spiegazione teorica delle ragioni per cui le politiche adottate dai governi saranno drammaticamente recessive è, purtroppo, la solita. Se il governo nazionale riduce l'eccesso di spese sulle entrate, allora due cose debbono necessariamente verificarsi: o aumenta la

spesa privata, o aumentano le esportazioni nette, o aumentano entrambe. E' un problema contabile, deve essere così. Ma da dove verrebbe la domanda di esportazioni in questa fase? Tutta dai paesi emergenti? O si immagina un deprezzamento dell'euro tale da rilanciare la competitività di prezzo delle esportazioni europee? Ne dubito: in un mondo in cui le catene produttive sono fortemente integrate a livello globale, un deprezzamento dell'euro si traduce anche necessariamente in costi crescenti per l'approvvigionamento di semilavorati e beni intermedi acquisiti all'estero. E la domanda interna, da che cosa attingerebbe vigore? Certamente non da tassi di interesse in caduta, essendo essi già bassi al punto che molti parlano di 'trappola della liquidità'. In assenza di un aumento delle esportazioni nette o della spesa privata, l'equilibrio è raggiunto con una riduzione del reddito nazionale. Recessione, dunque.

A questo punto un quesito deve sorgere nella mente di chi sta seguendo questi pensieri tanto minoritari: e dove sono le misure di risanamento del deficit cinese? E di quello statunitense? Come mai mancano all'appello delle vestali del bilancio in pareggio proprio i due paesi con i debiti maggiori al mondo?

In realtà il 'problema del debito' non è affatto un problema 'del debito', formulazione questa che offre la certezza che esista un problema 'del debito' in quanto tale, un male in sé, una cosa brutta e brutta per tutti allo stesso modo e nello stesso senso. Esiste infatti, piuttosto, un problema 'dei debiti', ciascun governo con il suo, con le sue caratteristiche, con un suo quadro istituzionale che definisce i limiti entro cui può operare, con le sue forze e i suoi punti deboli, e, in particolare, ciascuno percepito in modo diverso dal sistema bancario che finanzia quei debiti e che da quei debiti deriva una parte importante dei propri profitti. È con questa ipotesi che voglio avviare questa riflessione alla conclusione.

Come scritto in apertura di paragrafo oggi la somma dei debiti sovrani è grande quanto mai prima. Ma chi può infatti finanziare tale mole di debiti? La Cina forse? La Cina e le altre economie emergenti che spesso accomuniamo ad essa hanno fatto per molti anni la loro parte nel finanziamento del debito Usa (pubblico e privato). Continueranno certamente a farlo, ma appare probabile che non lo faranno a tassi crescenti, avendo cominciato a dedicare attenzione alla necessità di soddisfare la domanda dei residenti piuttosto che quella dei loro clienti esteri (si veda il testo del dodicesimo piano quinquennale, adottato nella primavera 2011). L'Africa? Molto si è cominciato a parlare di Africa e delle sue potenzialità negli ultimi mesi, e chi scrive è tra coloro che vorrebbero vedere lo sviluppo sostenuto di cui alcuni parlano: ma, sperando che così sia, i governi africani saranno *emettitori* di debito, e *non sottoscrittori*. Gli Stati Uniti? Tutta la storia post-seconda guerra mondiale mostra che questo è un ruolo che nessuno ama negli Usa, non le imprese, non i consumatori, non i democratici né i repubblicani.

Non rimane, dunque, che la vecchia Europa, ricca abbastanza da poter sostenere quella caduta sostenuta dei redditi che consegue alle politiche recessive cosiddette 'di risanamento.' Queste politiche avranno, oltre agli effetti recessivi interni, anche effetti positivi importanti per il riequilibrio dell'economia mondiale: libereranno capitale finanziario fino ad ora assorbito dai governi europei e lo dirotteranno verso il finanziamento del

debito Usa, vuoi per il finanziamento della estensione dell'assistenza sanitaria, vuoi per il finanziamento della spesa privata, che sia per consumi o per investimenti.

Chi scrive ritiene che le politiche recessive adottate dai governi dei paesi dell'area euro genereranno benefici a imprese, consumatori e governo Usa nella misura in cui libereranno capitale finanziario che andrà ad alimentare le attività del paese consumatore di ultima istanza. In nome di quale Europa?

Tale risultato non è altro che una diretta conseguenza della crescente marginalità, politica ed economica, dell'Europa a beneficio dei due soggetti che dominano lo scenario macroeconomico internazionale: Cina e Stati Uniti. Questo rapporto di asimmetria emergeva già nell'autunno-inverno 2008 dall'implementazione delle politiche fiscali da parte dei governi di quasi tutti i paesi al mondo, da quelli statunitense e cinese *in primis*. Tali politiche erano da interpretarsi come il ritorno all'uso della politica fiscale come strumento di governo dell'economia, sia in senso quantitativo che qualitativo: si trattava, cioè, di misure atte da un lato a stimolare la domanda aggregata – dopo due decenni in cui il consenso politico e accademico aveva indicato la politica monetaria quale strumento appropriato per la stabilizzazione del ciclo economico – ma dall'altra a indirizzare anche la specializzazione produttiva dei rispettivi paesi, ovvero di una vera e propria politica industriale.

Tanto la dimensione quanto la composizione dei pacchetti di spesa cinese ed americano suggerivano una profonda complementarietà delle politiche industriali nei due paesi. Tale complementarietà è evidente alla luce della storia politica ed economica degli ultimi quattro decenni, caratterizzata dal rinsaldamento dell'asse economico sino-americano, basato sul trasferimento di capacità produttiva nel settore manifatturiero dagli Stati Uniti alla Cina e su una crescita dell'economia cinese fondata sulle esportazioni di merci verso gli Stati Uniti, favorita dalla stabilità del cambio e resa possibile dal riciclo dei surplus commerciali cinesi sul mercato finanziario statunitense.

Sulla base dei medesimi parametri, dimensione e composizione della spesa, mettevamo in evidenza a quel tempo il ruolo sempre più marginale dell'Unione Europea nella divisione internazionale del lavoro: da un lato la dimensione complessiva dei pacchetti di spesa varati dai governi dell'Unione Europea ammontava a circa un terzo di quelli cinese ed americano; dall'altro emergeva in modo palese la mancanza di coordinamento delle politiche fiscali all'interno dell'Unione e l'assenza di una visione condivisa per quanto riguarda la politica industriale.

## **5. La conclusione del dibattito sul ruolo dei governi per uscire dalla crisi e per il futuro**

A partire dalla seconda metà del 2009 l'economia mondiale cominciava a dare segnali di ripresa deboli ma incoraggianti. Ripresa discontinua, dai caratteri talvolta congiunturali e talvolta strutturali, in assenza totale di inflazione e di disoccupazione persistente,

sbilanciata a favore delle economie emergenti da un lato e degli Stati Uniti dall'altro. Ma pur sempre ripresa.

L'attacco ai debiti dei paesi dell'area euro e, quindi, all'euro stesso, ha inferto alla dinamica prevista un mutamento di rotta non da poco a causa delle politiche restrittive adottate dalle autorità di politica fiscale dei paesi dell'area. Le preoccupazioni circa un'eventuale insolvenza del governo greco e un possibile "contagio" ad altre economie dell'Area Euro hanno dominato il comportamento degli operatori finanziari, il discorso mediatico, ed inevitabilmente la scena politica. Ho già avuto modo di sottolineare nel precedente paragrafo il carattere globale, e non "greco," e nemmeno unicamente europeo, della questione, seria, della sostenibilità del debito pubblico delle principali economie avanzate<sup>7</sup>. In questa sede mi sembra opportuno toccare solamente alcuni punti fondamentali di tale questione, utili alla comprensione dello scenario macroeconomico futuro.

In primo luogo, la rinnovata attenzione verso la sostenibilità del debito pubblico non è una questione che ha colto di sorpresa – se non nei dettagli contingenti – gli analisti ed i responsabili della politica economica, ma rappresenta da un lato una delle conseguenze inevitabili delle politiche anti-crisi attuate dalla maggior parte dei governi nell'ultimo biennio, e dall'altro riporta in primo piano una tendenza macroeconomica di lungo periodo già nota e dibattuta negli anni precedenti la crisi.

In tutte le economie ad alto reddito pro capite, dove molto spesso il debito pubblico ammontava già prima della crisi a una quota ragguardevole del PIL, l'entità dei pacchetti di spesa fiscale in disavanzo e delle riduzioni della pressione fiscale è stata determinata anche sulla base di considerazioni sulla loro sostenibilità fiscale: ciò vale tanto per il governo americano e a maggior ragione per i governi europei, che hanno più volte invocato i vincoli del Patto di Stabilità a giustificazione della modesta entità delle proprie misure anti-crisi.

I timori attuali di una nuova recessione sono sempre più diffusi (previsioni JP Morgan, 19 agosto) sono la prova che la ripresa verso la quale l'economia mondiale era sembrata avviarsi era in realtà una lenta e fragile, accompagnata dalla persistenza di alti tassi di disoccupazione. Le economie nazionali, dunque, non possono ancora rinunciare al sostegno pubblico, nelle sue varie forme: politiche industriali e sociali a sostegno soprattutto dell'occupazione, e una politica monetaria ancora accomodante. Continua anche lo sforzo di ri-regolamentazione del sistema finanziario, seppur nei tempi e con gli inevitabili compromessi del processo legislativo.

Ma la fragilità della ripresa e anzi, la quasi certa stagnazione, suggerisce che non sussistano ancora le condizioni per una svolta restrittiva da parte dei governi. Ciò che invece la questione del debito sovrano riporta sicuramente in primo piano è una volta di più la gestione ed il coordinamento della politica fiscale, nell'Area Euro come a livello globale. Sembra dunque assai probabile che le pressioni per una almeno parziale monetizzazione del debito diventino irresistibili anche per quelle banche centrali che

---

<sup>7</sup> Si veda inoltre l'articolo apparso il 23 febbraio scorso su [www.scenarieconomici.com](http://www.scenarieconomici.com).

formalmente godono di più indipendenza dai governi nazionali. Dal che segue che si dovrebbe assistere ad una più elevata tolleranza per l'inflazione, e quindi, una volta di più, il protrarsi di una politica monetaria accomodante.

Il comportamento della Banca Centrale Europea dall'inizio di maggio offre un esempio di come si traduca nei fatti questo comportamento accomodante: primo, il 6 maggio scorso la BCE ha lasciato invariato il proprio tasso di riferimento, fermo all'1% dal 13 maggio 2009; secondo, lo stesso giorno la BCE ha modificato i propri standard qualitativi per i titoli di debito utilizzati come garanzia nelle sue operazioni di pronti contro termine, con lo scopo esplicito di permettere l'utilizzo dei titoli di debito emessi dal governo greco indipendentemente dal *rating* che questi avrebbero ricevuto dalle agenzie. Infine, il 10 maggio scorso, la BCE ha deciso di acquistare direttamente titoli del debito pubblico (oltre che privato), lo stesso giorno dell'annuncio, da parte dei governi europei, di misure senza precedenti volte a contenere il panico sui mercati del debito pubblico.

Inoltre, assumendo una prospettiva più di lungo periodo, la sostenibilità fiscale è già stata dibattuta, e terminata la recessione, tornerà ad essere ampiamente dibattuta, nel più ampio contesto delle tendenze demografiche in seno alle economie avanzate, dove il progressivo invecchiamento della popolazione è destinato a mettere in difficoltà le attuali strutture pensionistiche, sanitarie ed assistenziali, e dove occorreranno importanti riforme strutturali per permettere la sopravvivenza del *welfare state*.

Pertanto, alla luce di queste tendenze, e anche della fragilità dell'attuale condizione economica, sia nel breve che nel medio-lungo termine il ruolo dei governi nell'economia è destinato a restare in primo piano, e la questione del debito pubblico ad essere affrontata in maniera ben più complessa di un semplice ritorno all'austerità fiscale. I governi dovranno continuare a spendere e a finanziare tale spesa in disavanzo. Dovranno quindi sviluppare strategie di comunicazione che permettano di ancorare in maniera più efficace le aspettative degli operatori sui mercati – in analogia con le strategie già adottate con successo dalle banche centrali per quanto riguarda l'inflazione. Dovranno altresì migliorare il coordinamento delle politiche fiscali a livello internazionale: gli eventi delle ultime settimane hanno mostrato le conseguenze, per i paesi dell'Area Euro – ma potenzialmente per l'intera economia mondiale – della mancanza di iniziativa politica e dell'assenza di un più stretto coordinamento fra i paesi membri, oltre che del prevalere di interessi nazionali.

In assenza di soluzioni cooperative, non è da escludersi uno scenario di conflitto tra le varie economie – e tra gli Stati Uniti e le altre economie ad alto reddito pro capite *in primis*, con tutte le asimmetrie derivanti dalla posizione centrale dei primi nell'economia e nella finanza mondiale – per attrarre i capitali necessari a finanziare i propri *stock* di debito pubblico. È quindi tempo per l'Europa di proseguire sul suo cammino di integrazione politica ed economica, perché la ripresa e la stabilità dell'economia globale dipendono oggi crucialmente da un'Europa che spende, tassa e garantisce gli impegni assunti dai propri membri in maniera convincente e con voce univoca, e in grado di formulare politiche di crescita e di competitività internazionale abbastanza credibili da garantire la qualità del proprio debito.