

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI SIENA

**QUADERNI DEL DIPARTIMENTO
DI ECONOMIA POLITICA**

Sergio Cesaratto

Alle origini della crisi europea in corso: spunti critici
a margine di due rapporti della Commissione

n. 596 – Maggio 2010



Abstract - Due rapporti della Direzione per gli affari economici e finanziari della Commissione europea (European Commission 2009, 2010) forniscono un quadro ben documentato e condivisibile della genesi degli squilibri europei, sia commerciali che nei bilanci interni dei settori pubblici e privati, nel periodo 1999-2009. Dopo aver illustrato gli spunti principali di questi rapporti, il saggio avanza alcuni elementi interpretativi anche con riferimento al recente aggravamento della crisi finanziaria in Europa.

Jel Classification: N14, F1, F33

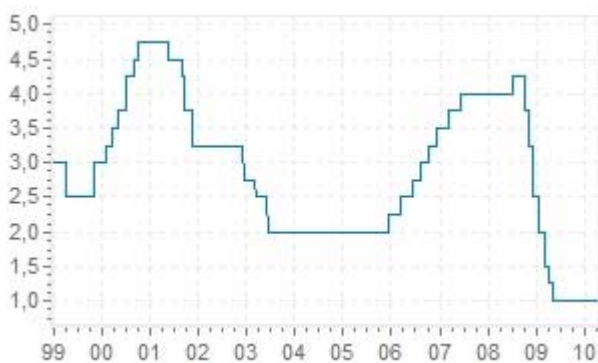
Sergio Cesaratto, Dipartimento di Economia Politica, Università degli Studi di Siena
e-mail: cesaratto@unisi.it

Un paio di rapporti della Direzione per gli affari economici e finanziari della Commissione europea (European Commission 2009, 2010) forniscono un quadro ben documentato e condivisibile della genesi degli squilibri europei, sia commerciali che nei bilanci interni dei settori pubblici e privati, nel periodo 1999-2009. Dopo aver illustrato gli spunti principali di questi rapporti, il saggio avanza alcuni elementi interpretativi anche con riferimento al recente aggravamento della crisi finanziaria in Europa. Ulteriori considerazioni a sostegno di questi elementi interpretativi sono contenute in Cesaratto (2010).

1. Sintesi interpretativa

Sebbene, come per le famiglie infelici di *Anna Karenina* ogni paese fa caso a sé, in sintesi il quadro interpretativo che si può trarre dai rapporti sembra il seguente. I più bassi tassi di interesse nominali¹ e il più agevole accesso ai flussi finanziari esteri a favore di alcune economie periferiche – segnatamente Spagna, Portogallo e Grecia² - che segue la creazione dell'UME determinano al contempo una crescita superiore alla media della domanda interna del gruppo di paesi UME considerato, guidata soprattutto da una bolla nel settore immobiliare, ma pure dal settore pubblico in Grecia e Portogallo, e da una crescita dei salari nominali anche superiore alla media conseguenza dell'accresciuta domanda di lavoro. La maggiore inflazione che ne consegue fa diminuire i tassi di interesse reali che in tal modo alimentano il processo. V'è dunque, da un lato, una apparente processo di “catching up” di questi paesi verso quelli più avanzati del gruppo. Dall'altro, tuttavia, la crescita dei salari nominali e il fatto che il tipo di crescita in atto – basata su consumi ed edilizia – non è certo tale da dar luogo a significativi aumenti di produttività, generano una perdita di competitività. Il disposto combinato di una crescita superiore alla media delle importazioni, e inferiore alla media delle esportazioni, genera persistenti disavanzi commerciali e un progressivo

¹ I tassi di interesse fissati dalla BCE sono scesi dal 2001 sino al 2006, per poi risalire lentamente fino al luglio 2008 (quando a crisi già manifesta essi venivano ancora una volta, assurdamente, a cresciuti per scoraggiare le rivendicazioni dei sindacati tedeschi), per poi ridiscendere sino al livello corrente dell'1% (aprile 2010).



² L'Irlanda appare esclusa nel gruppo di paesi dell'area euro considerati nei rapporti.

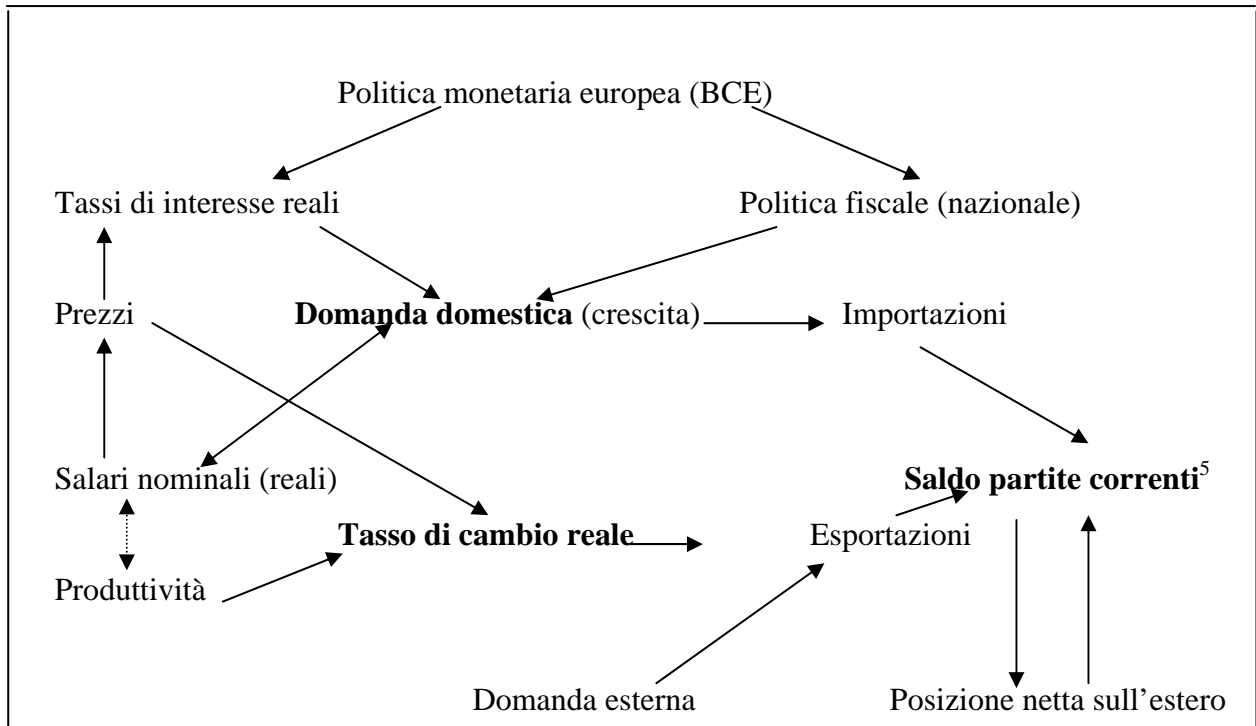
peggioramento della posizione finanziaria netta sull'estero di questi paesi. Nel caso italiano la debolezza della domanda interna compensa la debole performance delle esportazioni, che soffrono moltissimo della perdita di competitività di prezzo, sicché le partite correnti non peggiorano significativamente. Sebbene le famiglie felici dovrebbero assomigliarsi, anche nel caso dei paesi in avanzo (Germania, Paesi Bassi, Austria e Finlandia) ciascun paese fa storia a sé.³ Ci concentreremo dunque sulla Germania. In maniera simmetrica ai paesi in disavanzo corrente, quest'ultimo paese vede una strutturale debolezza della domanda interna dovuta principalmente alla debole dinamica dei salari nominali e, in associazione alla debole dinamica dei prezzi interni, ai tassi reali di interesse relativamente elevati. In aggiunta a ciò, la produttività in Germania aumenta.⁴ Anche qui il combinato disposto dei guadagni di competitività, che genera una dinamica delle esportazioni superiore alla media, e della debole dinamica delle importazioni, genera persistenti avanzi della bilancia commerciale verso l'area europea.

A differenza delle esperienze di passati episodi di squilibri commerciali relativi alle decadi 1970 e 1980, ciò che caratterizza quelli attuali è la loro persistenza (European Commission 2009: 19). E' evidente come la differenza sia costituita dalla possibilità di riallineamenti dei tassi di cambio nominali, possibile allora e impossibile oggi. Anche la dimensione dei disavanzi di parte corrente rispetto al GDP appare cospicua confrontata con altri paesi in disavanzo come gli USA, Australia e Nuova Zelanda (ibid: 22).

Allo scopo di esaminare in dettaglio i dati presentati dai due rapporti, ordiniamo in uno schema a freccette gli elementi dello schema interpretativo, valido, *mutatis mutandis*, sia per i paesi in disavanzo che per quelli in surplus.

³ Meritevoli di approfondimento futuro sono i casi dei Paesi Bassi, i quali perdono competitività pur mostrando avanzi di partite correnti, e della Polonia, che è fuori dell'UME, lodata per aver mantenuto tassi di crescita positivi negli ultimi due difficili anni, forse non causalmente accompagnati da una svalutazione del 40% della moneta

⁴ Come segnalava De Cecco "grazie ad un deciso intervento delle autorità pubbliche, d' accordo e in collaborazione con la leadership industriale del paese, ... la Germania sta compiendo, a modo suo, e cioè silenziosamente e gradualmente, ma inesorabilmente, quell' adeguamento della sua gigantesca struttura industriale alle innovazioni scientifiche degli ultimi decenni", tutto questo "mentre i prefati guru angloamericani e i loro scimmionti nostrani dicono peste e corna della 'politica industriale'" (Affari & Finanza, 11 giugno 2007).



2. Esame dei dati: l'andamento divergente delle partite correnti

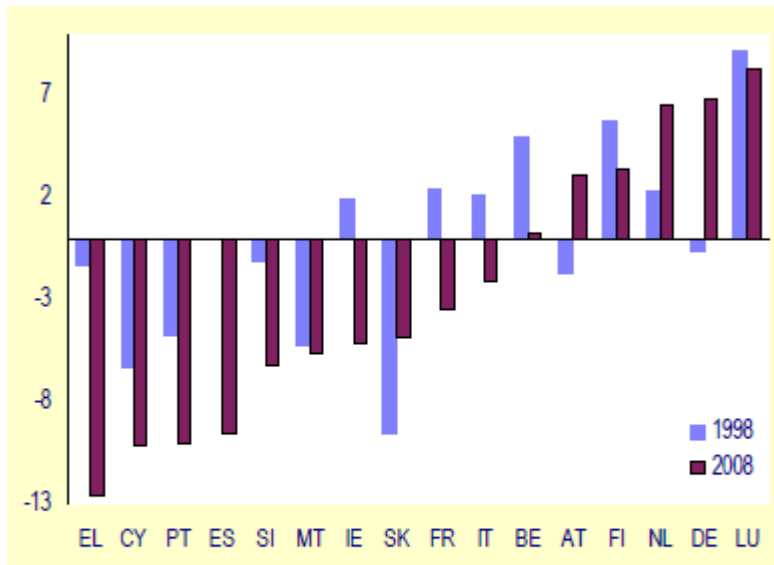
La figura 1 confronta il saldo delle partite correnti nell'area dell'Euro 1998-2007 (in % del Pil).⁶ Si vede il netto peggioramento per un cospicuo gruppo di paesi a fronte degli avanzi maturati per un più piccolo gruppo, in particolare Germania e Olanda.⁷

⁵ Dovremmo specificare 'saldo commerciale', ma i dati dei rapporti UE si riferiscono ai saldi correnti, forse per tener conto dei redditi netti dall'estero che conseguono dalla posizione netta sull'estero del paese.

⁶ In calce a queste note v'è la lista delle abbreviazioni-paese.

⁷ Il rapporto 2009 considera il periodo 1999-2008 mentre quello 2010 il periodo 1998-2007. Nel rapporto più recente si intende probabilmente sottolineare gli squilibri maturati in anni più "normali", mentre la crisi esplosa nel 2008 ha portato a una leggera correzione degli squilibri che non è tuttavia di natura strutturale. Poiché le differenze non sono così significative, consideriamo in genere il periodo 1999-2008 in quanto i grafici ci sembrano più chiari.

Figura 1 – Current account positions, euro-area Member States (in % of GDP – 1999 to 2008)

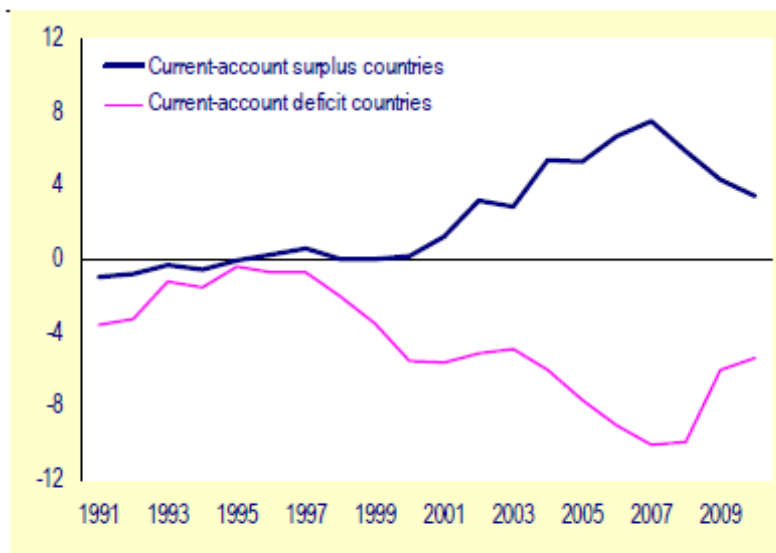


(1) Net lending and borrowing from national accounts for all Member States except LU (bal. of current transactions).

Source: Commission services.

La simmetria fra i paesi in avanzo e quelli in disavanzo è mostrata dalla figura 2:

Figura 2 – Current account positions, euro-area surplus and deficit countries (1991-2010, in % of GDP)(1)



(1) Surplus countries include DE, LU, NL, AT, FI. Deficit countries include IE, EL, ES, CY, PT. Data for 2010 are based on the Commission's autumn forecast.

Source: Commission services.

Le due determinanti prossime del saldo corrente sono il tasso di cambio reale, che influenza esportazioni e importazioni, e la domanda, domestica - che governa le importazioni, ed esterna - che influenza le esportazioni. Significativamente i rapporti considerano il primo fattore (dal lato dell'offerta, per così dire) meno importante del secondo (il lato della domanda). Cominciamo dunque col primo fattore.

3. Il lato dell'offerta

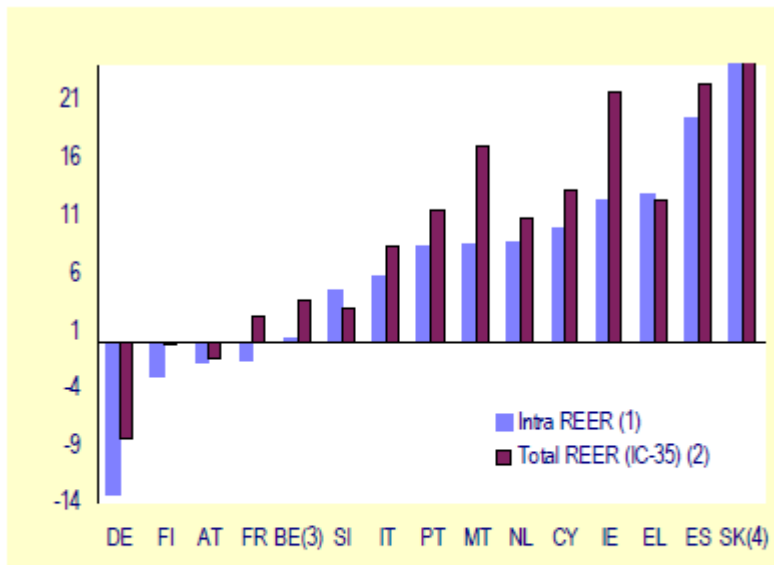
L'indicatore di competitività utilizzato nei rapporti è il tasso di cambio reale (*Real effective exchange rate-REER* o *Trade-weighted currency index*) definito come $REER = \frac{eP_d}{P_e}$, dove P_d

indica i prezzi interni e P_e i prezzi esteri pesati secondo l'importanza relativa di ciascun partner nel commercio estero del paese esaminato. Ovviamente, qualora si esaminino esclusivamente paesi dell'area dell'Euro, $e = 1$.

La figura 3 mostra il differenziale di competitività fra la Germania e gran parte degli altri partner accumulatosi dalla creazione dell'UME. Tale divario non è episodico, vale per qualunque deflatore di prezzo impiegato,⁸ e riguarda sia il mercato infra-area che quello esterno (European Commission 2009: 19; 2010: 7).

⁸ I possibili deflatori (o indice dei prezzi) impiegati sono: prezzi al consumo, deflatore del Pil, deflatore dei beni e servizi esportati, costo del lavoro per unità prodotta, costo del lavoro per unità prodotta nel settore manifatturiero.

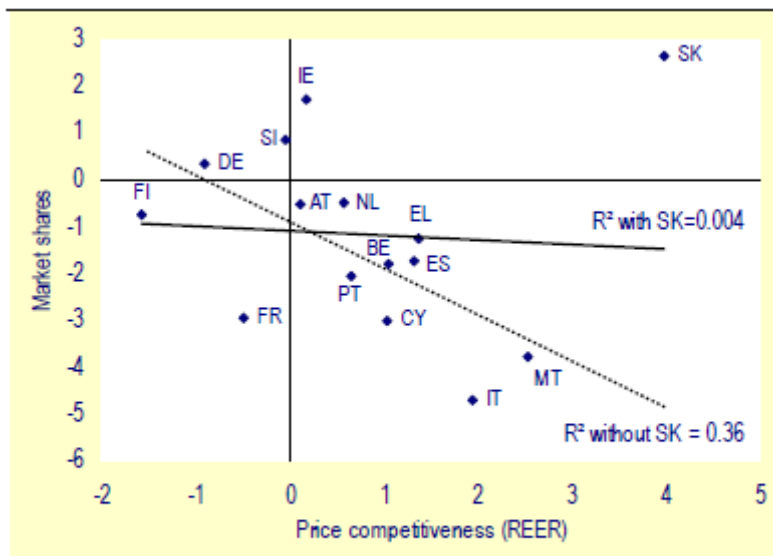
Figura 3 - Changes in REER (intra and total), euro-area Member States (in % - 1998 to 2008)



- (1) REER (GDP deflator) against other EA countries (EA 16).
 (2) REER (GDP deflator) against other industrial countries (35).
 (3) Belgium + Luxembourg.
 (4) SK is off scale. True rise in REER is 68% (intra), 61% (IC35).
 Source: Commission services.

La competitività di prezzo, indicata dai mutamenti del REER, è il fattore principale nello spiegare il mutamento delle quote di mercato, come mostra la figura 4.

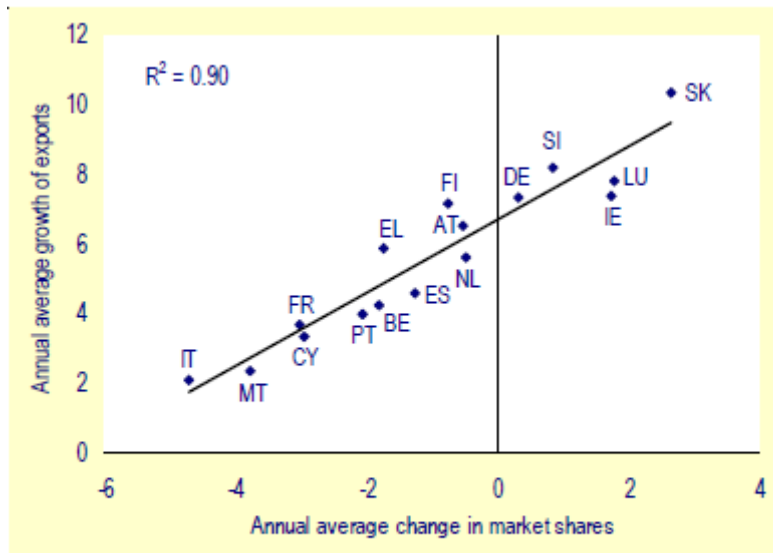
Figura 4 – Price competitiveness and market shares, euro-area countries (average annual % change, REER based on export prices, 1999-2008)



Source: Commission services.

D'altro canto, il mutamento delle quote di mercato è associato ai tassi di crescita delle esportazioni: i paesi in avanzo mostrano tassi di crescita delle esportazioni e, associato a ciò, guadagni di quote di mercato superiori dei paesi in disavanzo, come mostra la figura 5:

Figura 5 – Market shares and export growth, euro-area countries



Source: Commission services.

Nel complesso, solo il 40% delle differenze nelle variazioni delle quote di mercato sarebbero però spiegate dai mutamenti del REER (European Commission 2010: 24). Fattori non di prezzo sono anche rilevanti. L'importanza di questi fattori muta a seconda dei paesi, com'è ben noto: per esempio la competitività di prezzo è più importante per l'Italia e meno per la Germania. Per tutti i paesi, è in realtà la domanda la principale determinante della crescita delle esportazioni, ma, data quest'ultima, la competitività di prezzo e la tecnologia fanno la differenza. La tabella 1 – dove sono stimate le cosiddette “export demand equations” - mostra che se la competitività reale dell'Italia fosse evoluta in linea con quella tedesca, le esportazioni italiane sarebbero anche cresciute in linea con quelle tedesche.

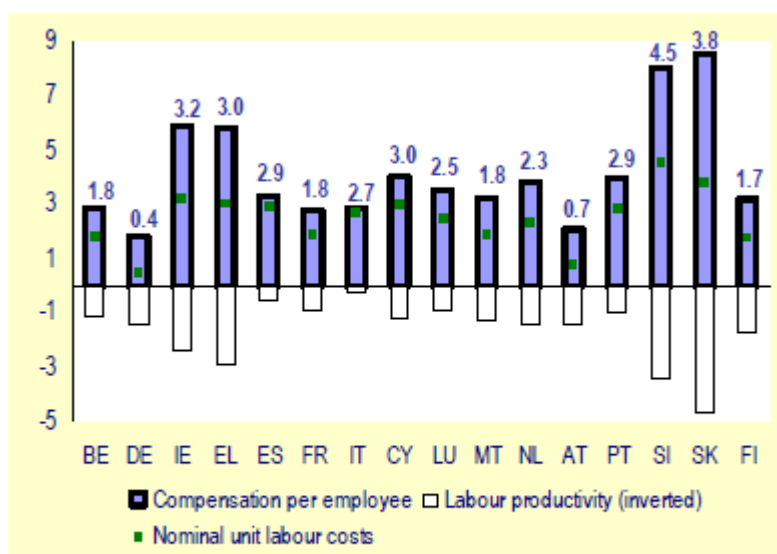
Tabella 1 – Contribution of trade determinants to export growth, euro-area Member States (1999-2008, average annual growth in %)

	Total export growth	REER	Foreign demand	Unexplained
DE	7.3	0.5	6.4	0.4
ES	4.5	-1.9	7.4	-0.9
FR	3.5	0.8	5.3	-2.6
IT	2.2	-4.6	6.7	0.2
AT	6.4	-0.3	6.7	-0.1

Source: Commission services.

L'andamento del costo del lavoro per unità di prodotto (Clup) è alle spalle del divergente andamento del REER. La figura 6 mostra come la variazione media annuale del Clup (nominal unit labour costs) sul periodo 1999-2008 vada dallo 0,4% della Germania, a oltre il 2,5% in Italia e Spagna. Tradotto in termini di REER calcolato utilizzando il Clup, si tratta di un deprezzamento reale cumulato della Germania dell'ordine del 15% a fronte di un apprezzamento per gli altri del 10-15% (European Commission 2010: 24). Ciò che è interessante è lo sganciamento in Germania della dinamica del costo del lavoro dal ciclo: "The decline in unit labour costs in Germany which prevale in 1999-03 continued its downward path during the 2004-08 period, due to persistent wage moderation in spite of an improvement in the country's cyclical position relative to the rest of the euro area" (European Commission 2009: 25).

Figura 6 – Compensation per employee, labour productivity and nominal unit labour costs (1999-2008) (average annual changes in %)

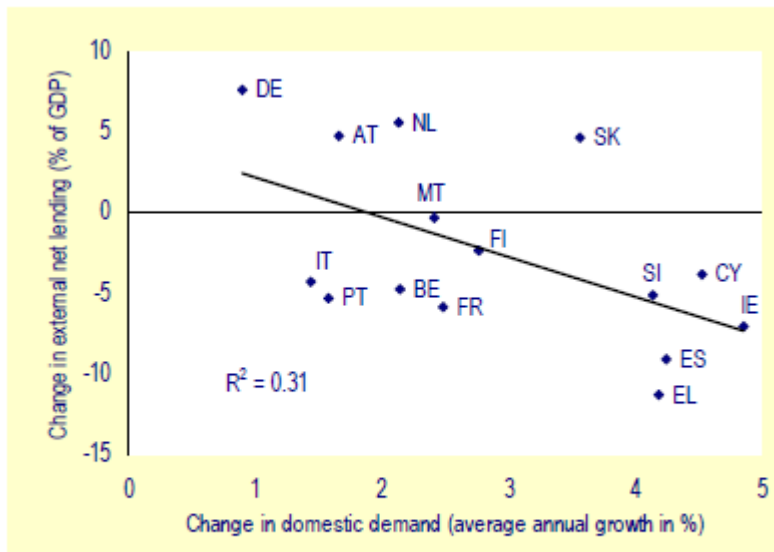


Source: Commission services.

4. Il lato della domanda

L'andamento divergente nelle partite correnti è tuttavia attribuito in "larga misura" alle "considerevoli e persistenti differenze nella forza della domanda interna fra i paesi membri" (European Commission 2010: 8), come rivela la figura 7:

Figura 7 – Domestic demand and the current account, euro-area Member States (1998-2008)

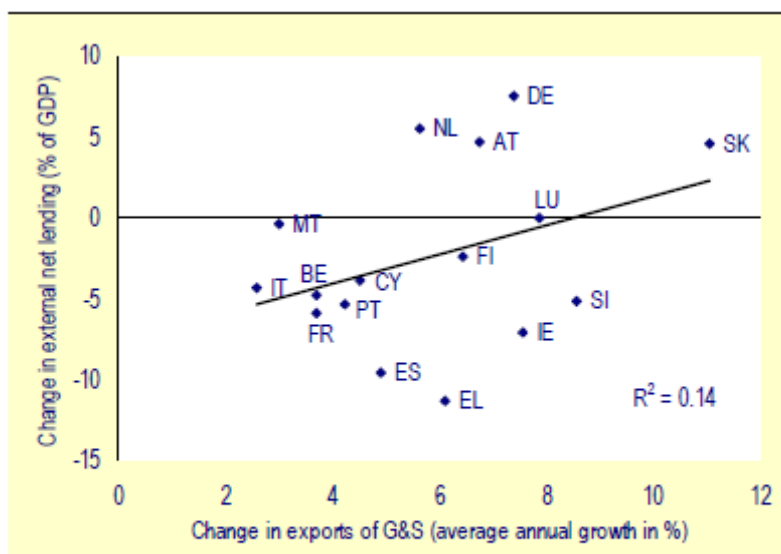


Source: Commission services.

Al riguardo, il rapporto (2009: 26-7) commenta: “According to conventional wisdom, external factors such as price competitiveness are seen as major drivers of current accounts. However, a large part of the divergence in the current account in the euro area since late 1990s can be traced back to domestic demand...Stronger relative demand pressure in a Member State will tend to fuel import demand and depress the current account ...The analysis suggests that changes in domestic demand could account for as much as 40-50% of the differences in current accounts observed in the euro-area since the launch of the euro”. Quello che i rapporti sembrano suggerire è che gli effetti del diverso andamento della domanda interna si siano fatti sentire con riguardo alle importazioni (deboli nei paesi in avanzo, forti nei paesi in disavanzo), piuttosto che alle esportazioni (forti nei paesi in avanzo, ma non necessariamente deboli nei paesi in disavanzo), dunque una asimmetria fra paesi che esportano molto e importano poco e paesi che magari esportano molto, ma importano ancor di più.⁹ Al riguardo la figura 8 mostra una debole correlazione ($R^2 = 0.14$) fra la dinamica delle esportazioni e il disavanzo corrente:

⁹ L'Italia pare assomigliare alla Germania per la scarsa dinamica delle importazioni, ma non le somiglia più per la dinamica delle esportazioni.

Figura 8 – Exports and the current account, euro-area Member States (1998-2008)



Source: Commission services.

La principale spiegazione della divergenza nei saldi correnti andrebbe dunque ricercata, secondo i rapporti, dal lato della divergenza negli andamenti della domanda interna a ciascun paese e della conseguente dinamica delle importazioni: nei paesi in avanzo “[the w]eakness in domestic demand has been the central driver of the downshift in imports and increasing current account surpluses” (European Commission 2010: 18). Poiché in una regione chiusa le esportazioni di un paese sono le importazioni di un altro, una idea di come può sorgere la asimmetria può essere fornita dalle relazioni Spagna-Germania. Nel 2007 (Eurostat 2009) le esportazioni spagnole verso la Germania contavano per il 14,4% sul totale delle esportazioni spagnole, mentre le importazioni dalla Germania per il 23% sul complesso delle importazioni (e così il disavanzo verso la Germania pesava per il 49,3% sul totale).¹⁰ Si può dire cioè che la relativa buona performance esportatrice della Spagna si rivolge verso mercati differenti dalla Germania, mentre quest’ultima trova un importante mercato nella Spagna.

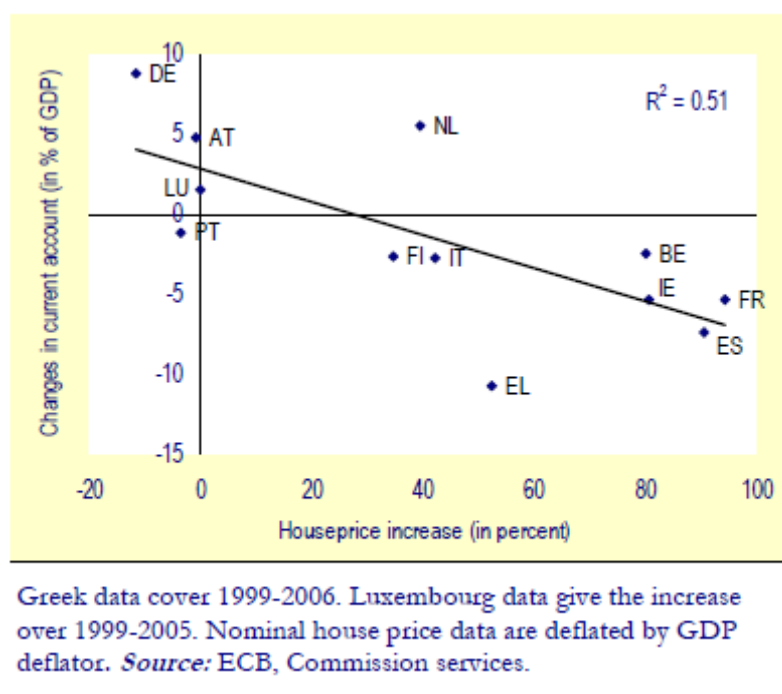
Il rapporto (2009: 27) suggerisce inoltre una particolare scansione temporale per alcuni paesi, segnatamente Spagna e Grecia: “the deterioration in current accounts in the late 1990s preceded – rather than followed – a deterioration in exports performance by several years. This suggests a pattern where strong domestic demand first drives the current account down and is associated with a progressive weakening of competitiveness, which later weighs on export performance”. Si osservi come la maggior crescita relativa della domanda interna induce da un lato un aumento delle importazioni, e generando una perdita di competitività di prezzo in seguito alla

¹⁰ Le esportazioni tedesche verso la Spagna rappresentavano il 7,7% del totale, e le importazioni il 4,4%, con un avanzo verso la Spagna pari al 21,1% dell’avanzo tedesco complessivo.

più veloce dinamica di salari nominali e prezzi, una minor crescita delle esportazioni. In un certo senso, dei due fattori causativi dei disavanzi (avanzi) correnti ne rimane uno solo: l'andamento della domanda interna.

L'accesso al mercato internazionale dei capitali, a tassi più favorevoli in seguito all'adesione all'UME, ha determinato bolle immobiliari in taluni paesi, e un aumento della spesa pubblica in altri. La più elevata inflazione, conducendo tassi reali più bassi, ha a sua volta costituito uno stimolo all'indebitamento. La figura 9 mostra la correlazione ($R^2 = 0.51$) fra variazione del prezzo delle abitazioni e disavanzi correnti nel periodo in esame:

Figura 9 – Changes in real house prices and current accounts, euro-area Member States (1999-2007)



Così “[h]ousing markets have played a pivotal role in the divergence of external positions across eur-area ...over the past decade.” (2010, p.11).

Un secondo elemento influenza la domanda interna dei paesi: la distribuzione del reddito. Al riguardo, segnala il rapporto (2010: 19) “the share of wages [in GDP] has been falling significantly in the euro area as a whole. However, the fall has been more marked in Germany and Austria than in the euro area as a whole...Wage share developments are broadly in line with disposable income developments which, in turn, have led to weak consumption and domestic demand thereby resulting into current account surpluses”. In aggiunta sarebbe aumentata la propensione al risparmio delle famiglie tedesche, fra l'altro intimorite dal problema pensionistico. Il grosso del risparmio tedesco

appare tuttavia dovuto al settore delle imprese, e ciò è attribuito, oltre a una debole dinamica degli investimenti, proprio alla debole dinamica salariale e dunque agli elevati profitti: “the greatest lever to increase savings in the corporate sector is via moderate wage compensation” (ibid).

Richiamandosi a Kalecki, si potrebbe affermare che la moderazione salariale si è tradotta in un elevato ammontare di profitti che hanno trovato realizzazione (nel senso della realizzazione del sovrappiù di Marx) in un avanzo commerciale (contabilmente pari al risparmio nazionale).¹¹

Il settore pubblico è un'altra determinante della domanda interna. I rapporti non approfondiscono particolarmente questo aspetto. Nei riguardi dei paesi in avanzo corrente rilevano tuttavia che il bilancio pubblico è stato impiegato in maniera anti-ciclica: nella fase bassa del ciclo 2000-2003 i disavanzi di questi paesi si sono ampliati, mentre con la ripresa delle esportazioni nel periodo 2004-2007 vi è una riduzione dei disavanzi, anche dovuta alle maggiori entrate fiscali sui profitti realizzati dalle esportazioni (“The increasing fiscal consolidation can be linked to the world trade boom as rising exports meant higher sales and greater corporate profitability, leading to buoyant (corporate) tax revenues” (European Commission 2010: 20, fn 19). Non v'è invece una analisi della politica fiscale nei paesi in disavanzo.

5. Flussi di capitale, crescita e partite correnti: è sbagliata la realtà o la teoria?

“Thanks to the euro and the EU financial integration – afferma il rapporto (2009: 34) -, converging economies in the euro area generally benefited from large capital inflows over the past decade”. Secondo la teoria convenzionale i disavanzi correnti nei paesi in corso di “catching up” sono un fatto naturale: i capitali muoverebbero dai paesi avanzati, dove v'è un elevato rapporto capitale-lavoro e un basso rendimento marginale del capitale, verso i paesi inseguitori dove v'è la situazione opposta (per esempio Blanchard e Giavazzi 2002). Le attese di crescita renderebbero persino razionale per le famiglie indebitarsi ora, potendo restituire il debito quando i redditi pro-capite saranno più elevati, il cosiddetto “consumption smoothing” (European Commission 2009: 28). Peccato tuttavia che, così prosegue la citazione, “foreign capital was not always channelled to the most productive uses and therefore not always very conducive to growth... Consumption obviously has no impact on production potential”. Così “[t]he estimates suggests that the euro has allowed catching-up Member States to tap International capital market more successfully... In most catching-up Member States, the ensuing reduction in interest rates entailed an economic boom

¹¹ Si supponga che i lavoratori consumino tutto il monte salari W e i capitalisti risparmino tutti i loro profitti P , dunque: $C = W$, $Y - W = P = S$, si ottiene che: $Y = C + I + (X - M) = W + I + (X - M)$, ovvero: $Y - W = P = S = I + (X - M)$. V. per esempio Kalecki (1971).

driven by buoyant domestic demand. Demand pressures led to the emergence of significant current account deficits alongside increased inflation pressures. In addition, the financial integration effect of the euro was reinforced by diverging inflation and real interest rates. Indeed, the booming economies of the euro area received further stimulus as their above-average inflation rate led to lower interest rates in the face of virtually identical nominal interest rates across the euro area. The combination of further demand stimuli from falling real interest rates and the progressive appreciation of the real exchange rate fostered further increases in the current account deficit. Conversely, countries with below-average inflation rates, in particular Germany, faced relatively high interest rates. High real interest rates reduced domestic demand and imports while gains in competitiveness enhanced the export performance, with both effects driving the current account upwards” (European Commission 2009: 31).

Spesso si fa moralismo da parte degli economisti conformisti circa la presunta dissipazione di risorse da parte dei paesi che hanno ricevuto flussi esterni di capitale.¹² Ma sembrerebbe la teoria ad essere errata: l’idea che qualcosa chiamato produttività marginale del capitale sarebbe più elevata nei paesi inseguitori, in cui v’è un rapporto relativamente più basso capitale-lavoro, attirando capitali dai paesi avanzati non ha solidi fondamenti teorici. La storia di decine di casi di liberalizzazioni finanziarie nei PVS ci ha inoltre insegnato che le liberalizzazioni finanziarie non hanno mai costituito la via dell’industrializzazione, e anzi hanno messo in crisi processi di crescita ben avviati in un contesto di “repressione finanziaria” come ben illustra la crisi asiatica del 1997-98..

In questa luce, il fatto che dal combinato disposto del quadro economico dell’area euro quale descritto nei paragrafi precedenti dovesse scaturire una situazione quale quella greca non sorprende.

¹² Un esempio per tutti è l’economista tedesco Michael Hüther nel dibattito ospitato dall’Economist sul tema se la Germania fosse troppo dipendente dalle esportazioni per la sua crescita. Al moralismo di Hüther, l’economista tedesco Heiner Flassbeck_ (ex consigliere di Lafontaine e ora all’Unctad) che gli si contrapponeva, ha così risposto: “A similar reasoning holds regarding Mr Hüther's (and the European Commission's recent) saving-investment philosophy. I am asking myself why Germany is fighting like a Cerberus to generate current-account surpluses and avoid a current-account deficit for the last 50 years if such a deficit means ‘to import capital and thus to create a potential for investment, so that opportunities for more growth and employment occur’. Who would doubt that Germany, in contrast to these lazy Mediterranean people, would be able to put the imported capital to productive use? On the other hand, why has East Germany, the region with the highest current-account deficit in the world, not managed to use the imported capital productively? Lesson: do not try to interpret identities in a causal way”. La risposta è impeccabile analiticamente e nel richiamare il fallimento “in casa” dei tedeschi nello sviluppo della Germania dell’est, che certamente ha ricevuto fiumi di capitali. Nelle votazioni la posizione di Hüther ha prevalso (col 60% dei voti). Ciò non sorprende, conformismo e moralismo non richiedono grandi fatiche mentali, e il moralismo soddisfa certi nostri sentimenti più bassi.

Le similitudini con la vicenda del “currency board” argentino sono sorprendenti: perdita di competitività delle esportazioni e bolla dei consumi, tranne che ora per la Grecia una svalutazione per uscirne sarebbe un evento più complicato (Boone e Johnson 2010). Gli apprendisti stregoni dell’UME, così come è stata concepita, hanno di che meditare.

6. Discussione

La tesi tedesca in difesa del proprio comportamento, a parte le retoriche moralistiche, si riferisce alla necessità di recuperare la competitività che il paese avrebbe perduto nell’ultimo decennio pre-euro. Nel dibattito sull’*Economist* (2010) l’economista Hüther ha prodotto il seguente grafico:



Evidentemente scegliendo opportunamente l’anno base, ciascuno potrà raccontare la storia che preferisce.¹³ Flassbeck ribatte tuttavia segnalando un “overshooting”, nel senso che se la moderazione salariale doveva servire a recuperare uno svantaggio, ebbene essa ha comunque finito per determinare un marcato vantaggio assoluto per la Germania. Questo economista segnala inoltre la violazione dei “patti impliciti” europei da parte della Germania: laddove questi prescrivevano un obiettivo comune di inflazione del 2%, la Germania avrebbe perseguito una inflazione al di sotto di tale soglia “by means of politically induced wage dumping.”¹⁴ E’ naturalmente opinabile che vi fosse tale patto implicito. Certo il “fine tuning” della Germania ricorda quanto il padre del miracolo

¹³ Il ripido aumento del Clup tedesco nell’ultimissimo periodo è dovuto alla riduzione della settimana lavorativa a cui, evidentemente, non ha corrisposto una proporzionale diminuzione dei costi del lavoro.

¹⁴ “With an inflation target of close to 2% (in EMU established by a decision of the ECB) the implicit contract is that nominal wages do not rise more than national productivity growth plus 2%”.

economico tedesco, il ministro delle finanze e poi cancelliere Erhard ebbe a dichiarare nel 1951 in una fase di ripresa internazionale e regime di cambi fissi: “A great opportunity for the future of German exports has arisen out of the current situation. If, namely, through internal discipline we are able to maintain the price level to a greater extent than other countries, our exports strength will increase in the long run and our currency will become stronger and more healthy, both internally and with respect to the dollar” (quoted by Holtfrerich, 1999: 345). E così il Presidente Vocke della Bank deutscher Lander (la banca centrale tedesca si chiamava così allora), ispiratore di questa politica, ebbe a dichiarare nel 1951: “you will see, with satisfaction, that we have consistently remained below them [the other countries’ inflation rate]. And this is our chance, that is decisive, for our currency and especially for our exports. Raising exports is vital for us, and this in turn depends maintaining a relative low price level and wage level ... As I have said, keeping the price level below that in other countries is the focal point of our efforts at the central bank, and it is a success of those efforts. That should be born in mind by those who say to us: your restrictive measures are too tight, are no longer necessary” (ibid). Questa sitanza di politica economica è stata definita “mercantilismo monetario” (o “mercantilismo monetarista”, Holtfrerich 2008: 45).¹⁵ La pressione politica sui sindacati e l’opinione pubblica, assieme a politiche sociali volte a creare consenso lungo le linee dell’economia sociale di mercato, è stato un elemento aggiuntivo della politica economica tedesca volta a mantenere la propria competitività.

La soluzione ragionevole agli squilibri regionali suggerita da molti è che la Germania sostenga di più la domanda interna fondamentalmente attraverso una più vivace dinamica salariale. Tuttavia non v’è molto da attendersi in questa direzione. La Germania guarda ben oltre i decadenti confini europei, alla sfida delle potenze economiche emergenti.¹⁶ A questo scopo essa non rinuncerà mai all’accoppiata vincente fra stabilità interna e competitività esterna.¹⁷

¹⁵ Holtfrerich è uno dei maggiori storici economici tedeschi; la sua tesi circa il “mercantilismo monetario” è espresso anche in Holtfrerich (1999) nel volume celebrativo della Bundesbank sui 50 anni del marco.

¹⁶ Come è stato notato: “And before anyone complains that the Germans are too dependent on exports to the South of Europe to do anything which makes selling these more difficult, please consider that domestic demand growth in all four Southern European members of the Eurozone is expected to be extremely weak over the next decade, while growth in emerging markets like India, China, Brazil and Indonesia is predicted to be massive. The markets are moving, so why not move with them?” (Hugh 2010).

¹⁷ Al riguardo del modello tedesco De Cecco ha osservato: “Questi sono i problemi dell’economia tedesca da più di un secolo: perché da tanto dura il modello di sviluppo introdotto dai prussiani dopo il 1870 e arrivato fino ad oggi, basato su esportazioni, investimenti e cultura. E’ un modello rischioso perché dipende quasi completamente dal resto del mondo. Ed è quindi naturale che esso detti formule dichiaratamente mercantiliste alla politica economica tedesca. La più nota di esse è la

V'era forse da parte di alcuni l'illusione che nell'ambito della moneta unica i problemi di bilancia dei pagamenti fossero risolti – sebbene rimanessero quelli relativi al debito pubblico (o eventualmente di quello privato) di ciascun paese. In questo modo si trascura tuttavia il fatto che la solvibilità delle istituzioni nazionali, pubbliche o private, è contabilmente legata alla bilancia dei pagamenti, al cosiddetto “risparmio estero”. Si consideri la ben nota equazione contabile:

$$(S - I) + (T - G) = (E - M) + R_n$$

Dove R_n sono i redditi netti dall'estero (li potremmo qui utilmente identificare con gli interessi passivi o attivi, a seconda della posizione netta del paese sull'estero). Le combinazioni sono molte. Il caso spagnolo è di un disavanzo corrente (lato destro negativo) riflesso in un disavanzo del settore privato maggiore che nel settore pubblico, il quale è però andato ampliandosi a causa della crisi; il caso greco è di un disavanzo corrente riflesso in un disavanzo del settore pubblico maggiore di quello privato; il caso tedesco consiste(va) di un avanzo corrente riflesso in un avanzo del settore privato e in un disavanzo di quello pubblico.¹⁸ Il problema per la Spagna è che con la crisi le sofferenze nel settore privato si accrescono, riflettendosi in sofferenze per il settore bancario che è il veicolo attraverso cui il settore privato si è indebitato con l'estero.¹⁹ La crisi aggrava anche i conti pubblici, quelli spagnoli ritenuti sinora sani, proprio quando lo stato potrebbe essere chiamato a soccorrere le banche private. Ecco dunque che si accresce lo *spread* fra titoli di stato spagnoli e tedeschi.²⁰ La situazione greca è ancor peggiore in quanto al fortissimo

condotta della politica monetaria volta a far da chiglia di stabilità ai comportamenti di industriali e sindacati e alla finanza pubblica. (Affari & Finanza, 11 giugno 2007). De Cecco nota come il modello si basi sulla reciproca alimentazione della crescita basata sulle esportazioni e della stabilità interna (si veda anche Cesaratto 2010).

¹⁸ Anche la composizione del lato destro non è irrilevante. Nel caso italiano la bilancia commerciale è in sostanziale equilibrio (sebbene al prezzo del ristagno, e in forte dipendenza dal ciclo internazionale), e il passivo corrente fortemente dovuto ai redditi netti dall'estero (dovuto a interessi netti negativi, rimesse degli immigrati, trasferimenti unilaterali). La situazione spagnola vede invece un fortissimo disavanzo commerciale, mentre quello dei redditi è dell'ordine di quello italiano. L'affidabilità finanziaria dell'Italia è dunque strutturalmente superiore a quella spagnola nel senso che la realizzazione di un avanzo corrente sarebbe per l'Italia doloroso ma a portata di mano, ma doloroso e difficilissimo per la Spagna.

¹⁹ Come nota il rapporto (2009: 36): “For the Member States concerned, the competitiveness problems and macroeconomic imbalances ... also tend to aggravate the exposure to the current financial turmoil, for several reasons, including the central role played by banks in the transmission of capital inflows into converging countries, a rise in short-term financing and the risk associated with high leverage. In countries with large current account deficits, the banking sector has acted as an intermediary, turning inflows of capital into household and corporate debt”.

²⁰ “While significant proportions of net external financial assets are related to the private sector, the public sector, to the extent that it is perceived as a lender of last resort, can be affected by private sector debt... sovereign bond spreads appear to relate negatively to net external financial asset positions” (European Commission 2009: 38).

indebitamento pubblico se ne somma uno significativo privato. Ha dunque avuto ragione chi aveva individuato nel disavanzo corrente, piuttosto che in quelli “interni”, l’indicatore a cui i mercati finanziari più guardano per giudicare il rischio paese (Brancaccio 2008)?

La questione sembra essere nei seguenti termini: significativi disavanzi esterni sono contabilmente associati con squilibri interni, dei settori pubblico o privato o di ambedue. Non viceversa, naturalmente. Il disavanzo pubblico tedesco è associato a un fortissimo avanzo delle partite correnti, e quello italiano con un disavanzo contenuto. In ambedue i paesi l’avanzo del settore privato compensa il disavanzo pubblico. Negli altri paesi europei periferici ambedue i settori interni sono in significativo disavanzo – dunque l’uno non può aiutare l’altro, per così dire – ciò che si traduce in un forte disavanzo esterno. V’è dunque in questi paesi un problema di solvibilità. Tradizionalmente questo problema è stato risolto con un forte aggiustamento interno accompagnato da una svalutazione della moneta che consente di compensare, attraverso una ripresa delle esportazioni, gli effetti negativi dell’aggiustamento sul prodotto nazionale. Ciò che Brancaccio sembra dunque suggerire è che, dunque, forti disavanzi correnti siano un indicatore di problemi di solvibilità che possono precludere, nel caso del’UME, a una uscita del paese dall’unione monetaria. Ciò farebbe crescere il rischio-paese e lo *spread* rispetto ai titoli ritenuti più sicuri.

L’alternativa all’uscita dalla moneta comune è una feroce deflazione interna, tramite tagli fiscali e riforme radicali del mercato del lavoro, che, si sostiene, potrebbe far riguadagnare la competitività perduta. Il gap di competitività da recuperare è per i paesi periferici dell’ordine delle due o tre decine di punti percentuali. Gli effetti dell’aggiustamento sull’output sarebbero disastrosi, e così sulla solvibilità del settore pubblico, delle imprese, delle famiglie. La diminuzione dei prezzi accrescerebbe al contempo il valore reale dei debiti, a fronte di entrate nominali in contrazione (Corsetti 2010). L’unico pavimento a una situazione che si arrotonderebbe verso il basso sarebbe una ripresa delle esportazioni, anch’essa improbabile laddove i principali partner europei adottassero misure simili.

Come s’è visto quel tanto (o poco a seconda dei paesi) di crescita che s’è vista in Europa altro non era che l’effetto di una espansione del credito immobiliare assai simile a ciò che è accaduto negli Stati Uniti. Qui come lì i problemi sono cominciati a sorgere già con l’aumento dei tassi di interesse nel 2006 per poi esplodere nell’estate del 2008. Nell’autunno 2009 la crisi del Dubai (toh, un’altra bolla edilizia) e il velato timore di una “exit strategy” dalla liquidità facile da parte di FED e BCE hanno ulteriormente scosso i mercati. La scoperta della manipolazione dei dati di bilancio greci, assecondata anche da grandi banche d’affari americane, ha fatto definitivamente chiamare il *bluff*.

Come sempre accade, se il debitore è in difficoltà lo è anche il creditore, le banche dei paesi in avanzo. Nessun prestito internazionale e nessun sacrificio nazionale potrà tuttavia “salvare” la Grecia (Calomiris 2010).²¹ L’unica possibilità, come in tutte le crisi debitorie, è una ristrutturazione del debito che ne abbuoni un po’ (si parla di un 30%) e dilazioni il resto. Ma senza la possibilità per questo paese di recuperare competitività attraverso una svalutazione il problema si porrà più in là. E la Grecia non potrà recuperare competitività attraverso una selvaggia deflazione interna, il cui costo sociale genererebbe una situazione politicamente insostenibile (a meno di un feroce ritorno dei colonnelli), senza peraltro risolvere la situazione, come sopra argomentato. E’ chiaro che gli apprendisti stregoni di una sì concepita UME possono generare mostri.²²

Aggiornamento

Come si è argomentato, le misure di sostegno alla Grecia non sono da considerarsi tali da risolvere i problemi di solvibilità di quel paese. Non può dunque sorprendere che nella seconda metà di aprile il rischio di contagio della crisi finanziaria si sia manifestato nei confronti di Portogallo e Spagna, quest’ultima la quarta economia dell’Eurozona, e addirittura oltre-Atlantico. Lo spavento, che ha questa volta coinvolto anche la cancelliera tedesca a cui persino Obama ha dovuto telefonare – la quale aveva rimandato per mesi una disamina chiara della situazione in attesa di importanti elezioni locali -, ha condotto al principio di maggio l’UE ad approvare, in collaborazione con il FMI, un pacchetto di eventuale sostegno finanziario alle economie periferiche di quasi un trilione di euro, una cifra che dà la dimensione del panico, ma non della consapevolezza della situazione che permane incredibilmente limitata. Nessuna effettiva discussione delle origini della situazione ha avuto luogo, anzi la Germania intende rafforzare i vincoli fiscali europei ritenendo – pervicacemente sostenuta in Italia dagli economisti bocconiani (*et hoc genus omne*) che imperversano su *Il Sole-24 Ore* – che le cause della crisi giacciono nella irresponsabilità fiscale.²³ I paesi europei, della periferia e non, stanno in effetti introducendo misure di restrizione fiscale che non potranno non incidere sulle già deboli prospettive di ripresa e nei fatti aggravare la crisi finanziaria europea. In questo contesto la cocciuta logica tedesca è quella dell’”io speriamo che me

²¹ La Germania lo sa, e forse per questo preferisce forse salvare direttamente le sue banche e non farlo indirettamente attraverso un impossibile salvataggio del paese ellenico.

²² “[T]he euro is one of the most exciting experiments in monetary history” scrivevano solo un anno fa un paio di giovanotti del European Commission-Directorate-General for Economic and Financial Affairs beffandosi dello scetticismo americano nei riguardi dell’UME in un saggio dal significativo titolo: “The euro: It can’t happen, It’s a bad idea, It won’t last. US economists on the EMU” (Jonung e Drea, 2009).

²³ Si vedano a tal riguardo le quanto mai opportune critiche di Krugman a Marco Pagano (*NYT*, 15/5/2010).

la cavo” nei mercati extra-europei, senonché di un contagio anche lì di una crisi finanziaria europea già si parla (“Europe’s Debt Crisis Casts a Shadow over China”, *NYT*, 17/5/2010).

L’unico aspetto positivo della situazione attuale è che alla BCE è stato riassegnato un compito essenziale per una banca centrale, quello di sostenere la stabilizzazione del mercato dei titoli pubblici. E’ la fine, per ora, di quella sciagurata indipendenza insegnata sui libri di testo che solo nascondeva il ruolo di cane da guardia dell’inflazione, ovvero delle richieste salariali, in particolare quelle dei sindacati tedeschi. La crisi è più che sufficiente, per ora, a svolgere tale ruolo e la banca può tornare, almeno temporaneamente, a un secondo e più importante compito di puntello all’economia.

Bibliografia

Blanchard, O. e Giavazzi F. (2002) ‘Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle?’, *Brookings Paper on Economic Activity*, 2: 147-209.

Boone P. e Simon Johnson S. (2010), Greece And The Fatal Flaw In An IMF Rescue (<http://baselinescenario.com/2010/04/06/greece-and-the-fatal-flaw-in-an-imf-rescue>)

Brancaccio E. (2008), Deficit commerciale, crisi di bilancio e politica deflazionistica, *Studi economici*, n.3.

Calomiris W.C. (2010), The Painful Arithmetic of Greek Debt Default (www.aei.org/article/101804)

Cesaratto S. (2010), Europe, German Mercantilism and the Current Crisis, *Quaderni del dipartimento di economia politica*, Università di Siena, n. 595 (www.econ-pol.unisi.it/dipartimento/it/quaderni), in corso di pubblicazione in Brancaccio E., Fontana G. (a cura di), *The Global Economic Crisis. New Perspectives on the Critique of Economic Theory and Policy*, Routledge, London, 2011.

Corsetti G. (2010), Il peccato originale dell’area euro, www.lavoce.info, 11/5/2010.

European Commission (2009), Competitiveness developments within the euro area, *Quarterly Report on the Euro Area*, vol.8, n.1.

European Commission (2010), The impact of the global crisis on competitiveness and current accounts divergences in the euro area, *Quarterly Report on the Euro Area*, vol.9, n.1.

Eurostat (2009), *Pocketbooks: External and Intra-European Trade- 2002-2007*, Bruxelles.

Holtfrerich C-L (1999), Monetary Policy under Fixed Exchange Rates (1948-70), in Baltensperger E. (a cura di), *Fifty Years of the Deutsche Mark. Central Bank and the Currency in Germany since 1948*, Deutsche Bundesbank, traduzione: New York: Oxford University Press.

Holtfrerich C-L (2008), Monetary Policy in Germany since 1948 – National Tradition, International Best Practice or Ideology, in Touffut J.P. (a cura di), *Central Banks as Economic Institutions*, Cheltenham: Edward Elgar.

Hugh E. (2010), Angela Calling (http://www.roubini.com/euro-monitor/258701/angela_calling)

Jonung L. e Drea E. (2009), The euro: It can't happen, It's a bad idea, It won't last. US economists on the EMU (www.ec.europa.eu/economy_finance/publications).

Kalecki, M. (1971) The Problem of Effective Demand with Tugan-Baranovski and Rosa Luxemburg, in ID, *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy*, Cambridge: Cambridge University Press.

Abbreviazioni

Name	Abbreviation
Belgium	BE
Bulgaria	BG
Czech Republic	CZ
Denmark	DK
Germany	DE
Estonia	EE
Greece	GR
Spain	ES
France	FR
Ireland	IE
Italy	IT
Cyprus	CY
Latvia	LV
Lithuania	LT
Luxembourg	LU
Hungary	HU
Malta	MT
Netherlands	NL
Austria	AT
Poland	PL
Portugal	PT
Romania	RO
Slovenia	SI
Slovakia	SK
Finland	FI
Sweden	SE
United Kingdom	UK