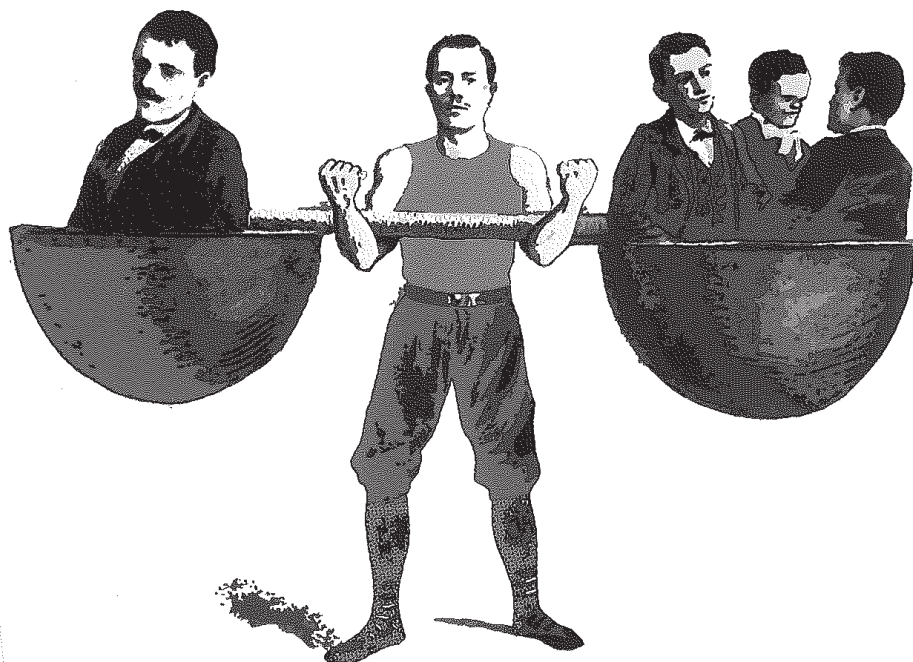


# MicroMega

3/20  
13

Carnevali / Petrini / Stiglitz / Gallegati / Pianta / Bogliacino / Raitano  
Corsi / Rampini / Reichlin / Cesaratto / Acocella / De Ioanna  
Guzzini / Giacché / Perazzoli / Lupi / Roncaglia / Pellizzetti / Mattei  
Pivetti / Franzini

almanacco di economia  
il ritorno dell'eguaglianza



## LA CRISI NASCE DALLA DISUGUAGLIANZA

*La crisi economica viene spesso descritta dai grandi media come un fenomeno meteorologico, un evento catastrofico e imprevisto che scende dal cielo. Le sue cause, in realtà, si sono accumulate nel corso degli ultimi decenni: dalla crescente disuguaglianza che ha favorito l'esplosione del debito privato negli Usa all'assenza di meccanismi in grado di riequilibrare le differenze di competitività nell'Eurozona. Guardarsi indietro serve: solo da una corretta diagnosi può derivare una corretta cura.*

ALESSANDRO GUZZINI

C'è un fattore comune alla crisi che attraversa le economie sviluppate: lo sviluppo abnorme del debito.

Il rapporto tra debito privato e pil, tra debito pubblico e pil e, in generale, tra debito totale e pil nelle economie sviluppate, e *in primis* in quelle anglosassoni, è a livelli storicamente elevatissimi.

Prendendo ad esempio l'economia americana il rapporto tra debito e pil è a livelli nettamente superiori a quelli registrati nel 1929, e la stessa cosa dicasi per molte altre economie, tra cui quella italiana, con poche eccezioni nei paesi sviluppati.

Questa enormità del debito è una delle cause scatenanti della crisi che stiamo vivendo, e al contempo una conseguenza inevitabile del meccanismo di crescita economica che abbiamo sperimentato negli ultimi trent'anni (e che si è interrotto nel 2007).

Infatti in un sistema di moneta *fiat* (ovvero con moneta a corso legale) come quello in uso in tutti i paesi sviluppati, in cui di fatto la creazione di moneta è appaltata a banche private e lo Stato per finanziarsi è obbligato ad emettere debito, la crescita della massa monetaria si identifica con la crescita dei prestiti, e quindi del debito stesso.

Ma quando, come accade ora, il debito raggiunge livelli eccessivi, che mettono a rischio la stabilità finanziaria di famiglie, imprese, e infine, di interi Stati, è evidente che siamo giunti a un punto critico in cui occorre un ripensamento dei meccanismi di funzionamento del sistema monetario, fiscale e finanziario.

Tale ripensamento, in verità, era già avvenuto in passato, negli anni Trenta, con l'avvento delle teorie keynesiane. In quel periodo di-

versi economisti avevano altresì riconosciuto come causa scatenante della crisi il funzionamento del sistema bancario a riserva frazionata, che attribuiva a istituti bancari privati il ruolo, essenziale per un'economia, di battere moneta.

E la crisi americana fu superata solo grazie al New Deal di Roosevelt, che, ispirandosi alle teorie economiche di Keynes, operò un piano di finanziamento in deficit dell'economia oltre che una ristrutturazione drastica del sistema bancario e finanziario e una rivisitazione altrettanto ampia del sistema fiscale.

In questo articolo quindi cercheremo di analizzare innanzitutto come mai vi sia stata negli ultimi trent'anni questa crescita abnorme del debito, che è salito a ritmi ben superiori rispetto al pil nominale e in quali direttrici si siano sviluppati principalmente gli squilibri finanziari.

Quindi analizzeremo la situazione e le politiche attuate dai principali paesi sviluppati e quali sembrano le vie più promettenti per il superamento della crisi.

Infine vedremo come il finanziamento monetario dei deficit pubblici potrebbe consentire una via di uscita alla crisi efficace e forse meno rischiosa di tante altre alternative.

### *Debito e pil*

Partiamo innanzitutto da alcune equazioni:

$$\text{Deficit privato} + \text{Deficit pubblico} = \text{Deficit estero}$$

$$\text{Pil} = V_m \times Q_m$$

La prima equazione ci dice che la somma del deficit del settore privato e del deficit del settore pubblico è pari al deficit con l'estero.

È un'equazione importante da tenere a mente perché il debito si può accumulare in diverse forme, può essere interno o verso l'estero, può riguardare il settore privato o quello pubblico. Come vedremo successivamente la crisi in vari paesi ha assunto forme diverse, e mentre alcuni paesi come il Giappone hanno accumulato soprattutto debito interno, altri, come la Grecia, si sono invece pesantemente indebitati verso l'estero: le conseguenze delle due situazioni sono molto differenti così come le possibili soluzioni.

La seconda equazione invece ci dice che il pil nominale è uguale al prodotto tra moneta e velocità di circolazione della moneta.

Può sembrare un concetto astratto, ma non lo è se pensiamo che ogni transazione che ha luogo nell'economia reale ha bisogno di moneta per avvenire, e che la crescita della produzione e quindi dei

consumi non può prescindere da una crescita della moneta, quantomeno se si ipotizza di mantenere un andamento dell'inflazione positivo e/o una velocità di circolazione della moneta costante.

Ora, come dicevamo in premessa, la moneta, nei sistemi monetari moderni, solo in minima parte è cartacea e quindi priva di interesse, per la massima parte (97 per cento in media) è composta da depositi bancari che generano un interesse.

Poiché ad ogni credito corrisponde un debito, è evidente che la crescita della moneta (M3 in termini tecnici) corrisponde a una crescita dei debiti.

La crescita del pil richiede quindi una crescita della moneta e, di conseguenza, del livello del debito nell'economia.

Ma perché la crescita dei debiti è stata in questi ultimi trent'anni molto superiore alla crescita del pil nominale?

### *Le cause del debito*

Si possono individuare diversi motivi a cui far risalire l'abnorme crescita del debito nei paesi sviluppati, che come abbiamo visto è aumentato in maniera più che proporzionale al pil, e proveremo ad elencarne alcuni.

*L'aumento delle disuguaglianze nella distribuzione dei redditi.* Molte economie sviluppate, e in particolare quella statunitense, hanno attuato negli ultimi trent'anni un piano di riduzione delle imposte sui redditi senza precedenti. Sempre prendendo ad esempio l'economia americana, l'imposizione massima sui redditi più elevati è scesa a livelli inferiori al 30 per cento.

Questo ha fatto sì che siano aumentate fortemente le disuguaglianze patrimoniali tra i cittadini americani più ricchi e quelli meno ricchi.

Il 20 per cento della popolazione americana detiene oltre il 90 per cento della ricchezza finanziaria.

Il debito privato quindi in gran parte è rappresentato da obbligazioni o depositi bancari dei cittadini ricchi che vanno a finanziare le passività dei cittadini meno abbienti. Lo stesso dicasi per il debito pubblico che in gran parte è posseduto dalle famiglie, e rappresenta quindi una parte consistente del loro patrimonio finanziario.

*Elevati tassi reali di interesse.* Un altro motivo che ha causato questo aumento sproporzionato del debito può essere ricondotto all'ele-



vato tasso di interesse reale praticato dalle principali Banche centrali fino al 2007.

Infatti se in tutto il periodo tra gli anni Cinquanta e Settanta, la maggior parte dei paesi sviluppati ha attuato politiche di repressione finanziaria, limitando ad esempio i tassi massimi praticabili dalle banche e attuando politiche monetarie inflazionistiche, a partire dall'inizio degli anni Ottanta con Volker in America, ma anche in Italia con la separazione della Banca d'Italia dal Tesoro, si è proceduto a politiche disinflazionistiche, mantenendo i tassi di interesse a livelli nettamente superiori rispetto al tasso di inflazione. Questo ha fatto sì che molti debitori (compresi i governi di molte nazioni) non fossero in grado di rimborsare gli interessi sul debito se non emettendo nuovo debito, in uno schema che ricorda molto da vicino quello descritto dall'economista Minsky.

*Preferenze degli investitori per strumenti di debito.* Un altro motivo a cui può essere ricondotta la crescita del debito è legato alla preferenza che molti investitori assegnano a questo strumento rispetto a strumenti di tipo azionario, che vengono percepiti come più rischiosi per via dell'aleatorietà dei rendimenti.

Viceversa la rischiosità degli strumenti obbligazionari viene sistematicamente sottovalutata, visto che sono pochi gli investitori in grado di valutare la sostenibilità del debito di un emittente pubblico e/o privato, e che la maggioranza degli investitori «naïf» continua a considerare i titoli obbligazionari come sicuri anche quando essi hanno dei rendimenti molto maggiori rispetto ai tassi *free risk* (e ciò avviene quando gli emittenti sono in condizioni di grave stress finanziario).

*Politiche fiscali e regolamentari favorevoli agli strumenti di debito.* Vi sono poi fattori prettamente tecnici che negli ultimi anni hanno incrementato ulteriormente la spinta verso il debito nei principali paesi sviluppati; uno di essi è il trattamento fiscale favorevole al debito rispetto all'*equity* (gli interessi sul debito sono deducibili dalle imposte sui redditi di impresa, mentre il costo del capitale azionario no). Un altro fattore che favorisce l'indebitamento è il minore assorbimento patrimoniale per banche e assicurazioni dei prestiti rispetto a investimenti di tipo partecipativo.

Occorre notare ad esempio che con Basilea l'assorbimento dei titoli di Stato ai fini della determinazione del patrimonio di vigilanza delle istituzioni bancarie è zero.

*Passaggio da sistemi pensionistici retribuitivi a sistemi contributivi.* Un altro fattore tecnico che incide sull'incremento del debito è il passaggio da sistemi pensionistici di tipo retributivo, in cui il reddito prelevato ai fini pensionistici viene trasferito immediatamente ai pensionati, a sistemi di tipo contributivo, in cui invece il reddito prelevato viene investito in fondi pensione pubblici o privati. Mentre in un sistema retributivo il reddito viene semplicemente trasferito da chi lavora a chi è in pensione, e rientra quindi immediatamente nel circuito del pil, in uno contributivo il reddito prelevato a fini pensionistici viene mediato da investimenti di tipo finanziario e in particolare di tipo obbligazionario (date le preferenze della maggior parte degli investitori).

*Debito pubblico.* A tutti questi meccanismi, che riguardano principalmente il debito privato, se ne aggiungono altri relativi al debito pubblico e a quello estero.

Per quanto riguarda il debito pubblico è opportuno ricordare che in un sistema in equilibrio a livello di deficit estero (come si trova grossomodo l'Eurozona o il Giappone) il deficit pubblico deve essere uguale al risparmio privato. Ciò significa che lo Stato si trova obbligato a condurre un deficit pubblico se la domanda aggregata del settore privato è insufficiente o qualora ci siano degli accumuli di risparmio nel settore privato che non riescono a rientrare nell'economia attraverso investimenti produttivi.

Di fatto lo Stato agisce da intermediario finanziario, prendendo i risparmi del settore privato tramite l'emissione di debito pubblico e trasformandoli in investimenti pubblici o in trasferimenti verso le fasce più povere della popolazione, che non sarebbero in grado di sostenere il proprio livello di consumo senza questo intervento redistributivo.

Occorre notare che questo meccanismo, quando avviene in un'economia in equilibrio nel suo complesso (ovvero in assenza di importanti deficit verso l'estero) è assolutamente necessario per compensare eventuali fluttuazioni nella domanda aggregata e/o per garantire un livello ottimale di investimenti nell'economia (ad esempio nelle infrastrutture e nei beni pubblici che non potrebbero essere finanziati altrimenti).

*Debito estero.* Diverso è invece il caso del deficit pubblico che avviene in paesi che presentano anche deficit verso l'estero. Questo secondo caso infatti è ben più pericoloso del primo, in quanto il paese che presenta i cosiddetti deficit gemelli si sta effettivamente

indebitando con i paesi esteri. Storicamente una tale situazione ha sempre condotto a crisi più o meno drammatiche in quanto la gestione di un rapporto debitorio tra Stati è molto più complessa e critica di quella di un debito all'interno di uno stesso Stato.

Il debito estero è ad esempio la prima causa della crisi greca, ma anche di innumerevoli crisi vissute negli ultimi cinquant'anni, come ad esempio quella asiatica o quella argentina degli anni Novanta.

La disuguaglianza in questo caso riguarda quindi i rapporti tra Stati, con gli Stati più «ricchi» che vanno a finanziare gli investimenti e/o spesso i consumi di quelli più «poveri».

Il deficit verso l'estero rappresenta in questo caso un'indicazione della scarsa competitività del sistema industriale di un paese, e infatti la causa frequente di questi squilibri risiede in un tasso di cambio che non riflette correttamente i rapporti di forza tra le diverse economie.

Ciò può avvenire per effetto di politiche precise come nel caso della Cina che ha attuato una politica mercantilistica, finalizzata al rafforzamento del proprio sistema industriale, che è stato agevolato in diversi modi, utilizzando dazi sull'import e incentivi all'export, ma anche intervenendo direttamente sul tasso di cambio, che è stato tenuto fisso per un lungo periodo di tempo a livelli artificialmente depressi rispetto al dollaro.

A questo riguardo vale la pena ricordare che la Cina per molti anni ha attuato controlli strettissimi sui capitali in ingresso e contemporaneamente investito in maniera sistematica il *surplus* commerciale in valuta estera attraverso interventi diretti della Banca centrale cinese sui titoli di Stato americani.

Il risultato di questa politica è stata la delocalizzazione progressiva dell'industria manifatturiera americana (e non solo) verso il territorio cinese, e parallelamente, dal punto di vista finanziario, la forte crescita del debito americano a cui ha fatto da contraltare uno straordinario accumulo di riserve valutarie in Cina.

In modo differente, ma con gli stessi obiettivi, la Germania ha utilizzato riforme fiscali (ad esempio riducendo le imposte sulle imprese e aumentando quelle sui consumi) e riforme del mercato del lavoro (incentivando politiche salariali deflazionistiche) al fine di acquisire una *leadership* indiscussa all'interno dell'Eurozona.

Gli squilibri commerciali tra paesi trovano in genere soluzione attraverso il riequilibrio del tasso di cambio valutario, cosa che ad esempio sta avvenendo tra Cina e Usa. La crisi dell'Eurozona è particolarmente difficile da superare proprio per la presenza della

moneta unica, che non consente di utilizzare la leva valutaria per ridurre gli squilibri competitivi tra i paesi che utilizzano l'euro.

Infine una causa non secondaria degli squilibri commerciali che si sono visti negli ultimi trent'anni deriva dalle politiche energetiche di molti paesi sviluppati, e in particolare dalla dipendenza dal petrolio: la bilancia commerciale di molte nazioni tra cui l'Italia ha avuto per molti anni come principale componente di deficit i prodotti energetici.

### *Situazione e politiche attuate*

Come detto in precedenza tutti i principali paesi sviluppati versano in una condizione simile:

- elevato livello di debito privato/pubblico;
- sistema finanziario che rimane soggetto a stress più o meno elevato;
- crescita economica sotto al livello potenziale;
- elevata disoccupazione.

Le differenze tra i vari paesi sono comunque sensibili e riflettono le diverse situazioni iniziali ma anche e soprattutto le diverse politiche attuate.

*La situazione degli Stati Uniti.* Gli Stati Uniti d'America sono stati forse il primo paese a soffrire le conseguenze della crisi finanziaria, tanto che in molti continuano ad attribuire la causa della crisi agli Usa ignorando la differenza tra causa scatenante e ragioni intrinseche (è la stessa differenza che c'è tra il detonatore e l'esplosivo vero e proprio: gli Usa possono aver fatto da detonatore per la crisi europea, ma gli elementi esplosivi erano già tutti presenti in Europa).

Gli Stati Uniti sono anche stati i più pragmatici nell'affrontare la crisi, e sono riusciti a ridurre la disoccupazione in modo consistente, riportando allo stesso tempo il pil a livelli pre-crisi.

In che cosa è consistita la risposta americana alla crisi ?

Le leve azionate dall'amministrazione americana sono state essenzialmente tre:

- ricapitalizzazione del sistema bancario/finanziario, attraverso il piano Tarp (che ha immesso forzatamente capitale nelle aziende bancarie) e gli aumenti di capitale successivi finanziati dal settore privato;

– manovre di supporto fiscale alla domanda interna mediante riduzione delle imposte sui redditi e aumento delle spese per welfare (in particolar modo con l'amministrazione Obama);  
 – finanziamento del deficit pubblico attraverso l'acquisto di titoli di Stato da parte della Banca centrale, la quale, con i vari piani di *quantitative easing*, ha ampliato la base monetaria di diverse migliaia di miliardi.

In pratica le tre direttrici di azione hanno avuto un duplice obiettivo: da un lato supportare la domanda interna attraverso il piano di stimolo fiscale, che agisce direttamente nel circolo del pil attraverso gli aumenti di spesa e l'incremento del reddito disponibile, e indirettamente attraverso l'effetto ricchezza creato dagli acquisti di titoli operati dalla Banca centrale, che hanno provocato un generale aumento dei prezzi delle attività finanziarie.

Dall'altro garantire un'adeguata offerta di moneta, direttamente attraverso l'ampliamento della base monetaria, e indirettamente tramite il rafforzamento del capitale di rischio bancario.

È importante osservare come l'azione della politica americana non abbia ostacolato, ma anzi incentivato, la necessaria correzione dei prezzi del settore immobiliare, che nel periodo pre-crisi erano fortemente disallineati rispetto al livello di reddito dei cittadini, e di conseguenza alla capacità di investimento della classe media.

Il problema maggiore che si presenta ora agli Usa è quello del livello di deficit pubblico e debito pubblico.

Tutto ciò è riflesso in maniera molto chiara nel dibattito attorno al *fiscal cliff* (ovvero la contemporanea entrata in funzione di tagli alla spesa e aumenti alle imposte).

I conservatori infatti, vorrebbero intervenire riducendo velocemente il deficit al fine di riportarlo in linea con i livelli di sostenibilità. I progressisti invece, vorrebbero ridurre il deficit gradualmente, incrementando in particolare la tassazione sui redditi più elevati.

Crediamo che la strada migliore per l'America sia quella di continuare con l'attuale politica di deficit fiscale e *quantitative easing* fino a quando la disoccupazione non sarà scesa a livelli pre-crisi.

In tutta probabilità buona parte del deficit pubblico potrebbe scomparire gradualmente man mano che l'economia ritornerà al livello potenziale.

Il debito pubblico non dovrebbe essere un problema, rimanendo come al momento i tassi di interesse reali negativi, e considerando che buona parte dell'incremento di debito è nelle mani della Federal Reserve americana.

Un'opzione che potrebbe essere presa in considerazione sarebbe quella di annullare il debito in mano alla Federal Reserve, al fine di tranquillizzare i mercati sulla sostenibilità finanziaria dello stesso e di stimolare investimenti produttivi invece che l'accumulo di titoli di Stato.

*La situazione del Giappone.* Il Giappone è probabilmente uno dei casi di studio maggiormente interessanti relativamente ai processi di *deleveraging*.

Da oltre vent'anni il Giappone combatte con le conseguenze dell'enorme bolla creditizia culminata negli anni Ottanta.

Nonostante l'importante deficit pubblico mantenuto dalle varie amministrazioni che si sono succedute alla guida del paese, e nonostante i numerosi piani di acquisto di titoli di Stato operati dalla Banca centrale giapponese, il tasso di inflazione si è mantenuto a livelli negativi, e l'economia è cresciuta a tassi modesti.

Diversi economisti comunque ritengono che il Giappone abbia fatto un buon lavoro nella gestione della propria economia come testimoniato dalla crescita del pil reale, e dal modesto livello di disoccupazione.

Il problema principale del Giappone è costituito dall'accumulo enorme di debito pubblico, il quale, però, è quasi interamente detenuto da cittadini e istituzioni giapponesi.

Alcuni studiosi hanno calcolato che per riportare con strumenti tradizionali, ovvero con manovre fiscali, il debito su una traiettoria sostenibile, occorrerebbe varare una manovra pari al 10 per cento del pil.

Una tale manovra con tutta probabilità causerebbe una recessione senza precedenti conducendo al collasso economico e finanziario del paese.

Quali strade ha quindi il Giappone per uscire da questa situazione? Il governo Abe, recentemente insediato alla guida del paese, ha avviato un'ambiziosa riforma della Banca centrale giapponese, che secondo i nuovi dettami dovrebbe perseguire un tasso di inflazione positivo pari ad almeno il 2 per cento.

Il tutto dovrebbe accompagnarsi a ingenti piani di riacquisto di debito pubblico da parte della Banca centrale.

Il rischio maggiore di una tale strategia potrebbe risiedere nel disancoramento improvviso delle aspettative di inflazione.

Infatti qualora i cittadini giapponesi dovessero perdere fiducia nella stabilità del proprio sistema finanziario e nella capacità della Banca centrale di tenere sotto controllo il valore della moneta, po-



trebbero in massa uscire dai titoli di Stato e investire in altri strumenti come valute estere o strumenti di tipo azionario.

Tutto ciò potrebbe causare un repentino aumento dei tassi di interesse sui titoli a più lunga scadenza, che con tutta probabilità verrebbe contrastato con nuovi acquisti di titoli di Stato da parte di una Banca centrale amica.

La conseguenza finale di tutto ciò potrebbe essere una brusca caduta del cambio e una forte impennata del tasso di inflazione.

Tutto ciò comunque potrebbe agevolare il paese nel superare la bolla sul debito, svalutando di fatto lo stock di debito accumulato in relazione a un pil nominale che subirebbe una crescita repentina.

Di fatto l'ondata inflattiva rappresenterebbe un'enorme manovra fiscale ai danni dei possessori dei titoli di Stato a vantaggio dei capitali di rischio e dei redditi da lavoro.

Lo Stato avrebbe tutti gli strumenti per eventualmente riportare il tasso di inflazione a livelli normali, tramite un aumento dei tassi di interesse e/o manovre fiscali restrittive, e ad ogni modo un tale scenario rappresenterebbe comunque il male minore rispetto a un'ipotesi di *default* sovrano da alcuni ventilato.

*La situazione dell'Europa.* Fra i grandi malati dell'economia mondiale, l'Europa, e in particolare l'Eurozona, rappresenta certamente il malato più grave al momento, o quantomeno quello che sta facendo la cura sbagliata.

I mali dell'Eurozona a nostro avviso sono essenzialmente due:

– i forti squilibri registrati nel livello di competitività delle diverse economie che in assenza della valvola di sfogo costituita dal tasso di cambio si sono accumulati in oltre dieci anni di euro;

– la carenza di domanda aggregata a livello comunitario, che non riesce a essere colmata, data l'assenza di un bilancio federale che possa finanziare in deficit l'economia, e per via della riluttanza della Banca centrale europea a intraprendere politiche di *quantitative easing*.

In particolare l'Europa, di fronte a questi problemi, ha attuato essenzialmente tre leve politiche:

– il varo di un patto fiscale (*fiscal compact*) che prevede il pareggio di bilancio a livello di singoli paesi partecipanti l'Eurozona, oltre che il rientro del debito pubblico a livelli considerati sostenibili (ovvero 60 per cento del pil) nell'arco di vent'anni;

– l'iniezione di liquidità nel sistema bancario europeo in misura quasi illimitata per evitare che le banche europee dei paesi periferici si trovassero illiquide a causa del deflusso di capitali avvenuto;

– la costruzione di una rete di sostegno ai tassi di interesse pagati dai paesi in crisi sul debito pubblico, tramite la creazione dei fondi «salva Stati» Efsf ed Esm (in grado di finanziare temporaneamente i fabbisogni dei paesi in crisi), e tramite l'ideazione dello schema Omt che prevede la possibilità di intervento illimitato della Bce a sostegno dei paesi in crisi che firmino dei protocolli di riforma e di *austerità* con l'Eurozona.

In pratica le misure messe in atto nell'Eurozona hanno impedito che la crisi finanziaria producesse nell'immediato una crisi di liquidità in grado di generare il *default* degli Stati in crisi e delle relative banche.

Allo stesso tempo però non è stato messo in funzione nessun meccanismo in grado di riportare in condizioni di normalità i livelli di domanda aggregata, né di facilitare il rientro delle posizioni di scarsa competitività dei paesi periferici.

Di fatto lo sforzo di aggiustamento è stato spinto interamente sui paesi in crisi, tramite la strategia della svalutazione interna, che prevede un recupero di competitività tramite la riduzione dei salari spinta dagli elevati livelli di disoccupazione e la riduzione della spesa pubblica.

La conseguenza di questa strategia è sotto gli occhi di tutti e si riflette nei livelli di disoccupazione che hanno raggiunto percentuali vicine al 30 per cento in molti paesi, nei livelli di produzione industriale che sono scesi in taluni casi ai livelli di venti o anche di trent'anni fa, e nell'instabilità finanziaria generata dalla spirale deflattiva che rischia di rendere insolventi gran parte degli Stati e delle banche dei paesi meridionali, ma che in ultima analisi, tramite i meccanismi di finanziamento della Banca centrale europea, potrebbe addirittura causare il *default* della Bce.

È purtroppo da questa situazione si fatica a vedere ancora una via d'uscita visto che la politica europea sembra ancora incapace di intravedere una soluzione differente rispetto alla strada disegnata dai tedeschi, e che molti politici ed economisti, anche italiani, sembrano voler ignorare le possibili vie alternative che potrebbero portare a una rapida soluzione della crisi.

Ma quali potrebbero essere queste strade e quali, quindi, le modifiche da attuare alle politiche europee?

Riteniamo che la soluzione della crisi europea richieda essenzialmente due radicali cambiamenti nella strategia di gestione della crisi:

– l'attuazione di politiche che provochino un aggiustamento simmetrico della competitività, e quindi un aumento, in termini asso-

luti, del livello salariale tedesco, piuttosto che una riduzione di quello dei paesi periferici;

– l'attuazione di politiche che aiutino a colmare il deficit di domanda aggregata a livello comunitario.

Entrambe queste leve necessitano però di un governo comune dell'Eurozona, in grado di definire politiche economiche e fiscali trasversali e/o di raccomandare/implementare misure specifiche ai singoli paesi membri.

Passiamo ora ad analizzare alcune possibili misure pratiche che potrebbero essere attuate:

*Politiche di aggiustamento simmetrico della competitività.* Una strategia efficace per affrontare la crisi non può prescindere da una diversa politica economica della Germania, principale paese creditore che ha registrato un bilancio pubblico addirittura in avanzo nel 2012.

Per ridurre il proprio avanzo commerciale, e aiutare quindi con il proprio import l'economia dei paesi periferici, la Germania dovrebbe attuare politiche in grado di aumentare gli investimenti e i consumi interni.

A questo riguardo tre sono le leve che la Germania dovrebbe azionare:

- l'attuazione di piani di spesa pubblica;
- la riduzione delle imposte sui consumi;
- l'introduzione di livelli salariali minimi.

Al contrario i paesi periferici dovrebbero agevolare in questa fase le politiche che possono portare a un aggiustamento del livello di costo dei fattori produttivi riducendo in particolare l'imposizione fiscale sul lavoro, favorendo una contrattazione più flessibile dei livelli salariali ed evitando di ostacolare il necessario aggiustamento del livello dei prezzi del mercato immobiliare.

*Politiche in grado di rilanciare il livello di domanda aggregata a livello comunitario.* Il vincolo di bilancio a livello di singolo Stato introdotto con il *fiscal compact* può essere sostenibile se e solo se si introduce a livello comunitario una capacità di spesa in deficit che possa essere usata in maniera intelligente per stimolare la domanda aggregata nei momenti in cui essa è insufficiente, evitando al contempo che si creino nuovamente situazioni di squilibrio tra singoli paesi dovute a scelte politiche asimmetriche.

In pratica occorre poter varare un bilancio federale in deficit, da finanziarsi con eurobond che potrebbero essere acquistati dalla Bce. Un budget anche di soli 3-4 punti percentuali di pil europeo

potrebbe fare la differenza e riportare l'economia europea sul terreno della crescita.

In questo modo si avrebbe la possibilità di iniettare moneta nel sistema finanziario e contemporaneamente si potrebbe incrementare la spesa per investimenti che attualmente si pone a livelli assolutamente modesti, a tutto beneficio della domanda aggregata e del pil europeo.

*Politiche rivolte al risanamento del sistema finanziario e alla riduzione della frammentazione del sistema stesso.* Un ultimo problema che è emerso in maniera importante nella crisi dell'Eurozona è la solvibilità del sistema finanziario nei paesi periferici.

Gli effetti della deflazione interna sui livelli di produzione, sui prezzi dell'immobiliare e sull'occupazione hanno provocato un tasso di sofferenza sui prestiti assolutamente elevato, con il risultato che molte banche sono risultate a tutti gli effetti insolventi.

La percezione dei rischi di insolvenza delle banche e del rischio di rottura dell'unità dell'Eurozona ha provocato un prosciugamento del mercato interbancario e, di conseguenza, un forte inasprimento delle condizioni di finanziamento di numerose banche.

Il tutto si è ripercosso con effetti perversi sulla disponibilità delle banche di concedere credito all'economia reale in un circolo vizioso che continua a peggiorare.

Il piano varato dall'Unione europea per la cosiddetta Unione bancaria appare ancora rallentato dall'ostilità mostrata dalla Germania e dagli altri paesi creditori.

Sarebbe invece assolutamente necessario poter procedere a una rapida ricapitalizzazione del sistema bancario al fine di consentire una ripresa dei flussi di finanziamento che sono condizione essenziale per una ripartenza degli investimenti e dei consumi di famiglie e imprese.

#### *Alcune proposte non convenzionali*

Fino a qui abbiamo visto diverse proposte che, in verità, sono già circolate, e in alcuni casi (vedi Unione bancaria) sono state già in parte approvate dall'Unione europea e/o dall'Eurogruppo.

Esistono però altre possibili soluzioni, che possiamo definire non convenzionali, ovvero non considerate dagli economisti *mainstream*, che però potrebbero agevolare in maniera importante l'uscita dalla crisi. Vediamone alcune.

*Finanziamento monetario dei deficit.* Come detto in premessa, in un sistema *fiat money* lo Stato e la Banca centrale hanno la possibilità di emettere moneta in quantità teoricamente illimitata. In situazioni di grave carenza di domanda aggregata e in un momento in cui le finanze pubbliche versano già in uno stato preoccupante, lo Stato può decidere di finanziare la spesa pubblica emettendo direttamente moneta (di fatto quanto sta accadendo in Giappone e in Usa attraverso le politiche di *quantitative easing*). Nella misura in cui la moneta immessa va a compensare la riduzione dell'indebitamento del settore privato, il tasso complessivo di inflazione può rimanere assolutamente sotto controllo.

Riteniamo che nell'Eurozona in questo momento sussistano tutte le condizioni per effettuare un piano di finanziamento monetario dei deficit pubblici: l'unico ostacolo permane l'ostilità tedesca verso tale tipo di approccio, oltre che la mancanza di un budget di spesa europeo.

*Politiche di regolamentazione del sistema bancario e finanziario.* Contrariamente a quanto attuato finora dalle autorità europee, occorrerebbe varare misure di tipo anticiclico relative ai coefficienti patrimoniali delle banche.

In pratica, invece di pretendere in un momento di crisi coefficienti sempre più elevati di patrimonializzazione, occorrerebbe allentare i requisiti lasciando che i *buffers* patrimoniali possano attuare la funzione di assorbimento delle perdite per cui essi esistono.

Allo stesso modo si potrebbe valutare di modificare i coefficienti di assorbimento di capitale nel settore bancario e assicurativo al fine di incentivare gli intermediari finanziari a investire anche in strumenti di tipo partecipativo e non solo in strumenti di debito.

Infine si potrebbero introdurre dei limiti massimi ai tassi attivi sui depositi bancari per evitare che le banche in crisi agiscano sulla leva del tasso per aumentare la raccolta, mettendo in moto in questo modo una spirale negativa che porta a un aumento del costo della raccolta per tutto il sistema e di conseguenza un aumento dei costi di finanziamento per famiglie e imprese.

*Modifiche al sistema pensionistico.* Come affermato nelle premesse i sistemi pensionistici di tipo contributivo vanno di fatto a incrementare il livello di debito dell'economia, sottraendo risorse al circuito del pil che possono essere reinvestite solo attraverso i canali finanziari, ovvero tramite l'investimento in titoli di debito o in titoli partecipativi.

In un momento di crisi della domanda aggregata come quello attuale occorrerebbe chiedersi se è davvero necessario adottare un sistema di questo tipo, che tra l'altro impone a un'intera generazione uno sforzo doppio (poiché essenzialmente la generazione attualmente al lavoro sta pagando le pensioni per sé attraverso il metodo contributivo e contemporaneamente per tutti coloro che sono andati in pensione in passato con il metodo retributivo).

Inoltre bisognerebbe capire che un sistema pensionistico può funzionare solo se il rapporto tra fascia della popolazione in età lavorativa e fascia di popolazione in pensione si mantiene entro certi rapporti.

Infatti se il rapporto tra lavoratori e pensionati scende sotto certi limiti anche un sistema di tipo contributivo diventa intrinsecamente instabile, per il semplice fatto che il debito pubblico in cui è tipicamente investito un piano pensionistico contributivo diventa privo di valore se non è sostenuto da una produzione industriale sufficiente e quindi da una fascia di popolazione in età lavorativa sufficientemente elevata.

### Conclusioni

È evidente che la crisi che attanaglia le economie sviluppate è complessa e che la manifestazione finanziaria della crisi, che in genere viene additata come causa, rappresenta in effetti solo un segno esteriore di problemi più profondi che riguardano il sistema monetario, quello fiscale e, guardando in particolare l'Europa, i meccanismi di *governance* dell'Eurozona.

In generale si può affermare che un carattere comune della crisi sia l'aver raggiunto un livello di debito nel sistema insostenibile, che ha reso quindi impraticabile il meccanismo di crescita dell'economia che ha caratterizzato tutto il periodo dagli anni Ottanta al 2007 per via dell'impossibilità del sistema bancario e finanziario di creare nuovo credito e quindi moneta in un sistema già finanziariamente instabile.

Per superare la crisi occorre quindi modificare alcuni paradigmi che hanno dominato il pensiero economico degli ultimi trent'anni, a partire dal ruolo delle Banche centrali e dello Stato nella gestione del sistema monetario e finanziario.

Alcuni paesi, in particolare gli Stati Uniti d'America, sembrano aver colto bene l'essenza dei problemi e li stanno affrontando con politiche pragmatiche e con risultati apprezzabili.



Altri invece, in particolare l'Europa, continuano a insistere con politiche miopi, ancorate a teorie economiche superate dalla storia, con risultati fortemente negativi sia in termini economici che di sostenibilità del debito.

È assolutamente necessario un ripensamento di tali politiche e l'implementazione di strategie differenti, come quelle illustrate nell'articolo, che possano risolvere i nodi della carenza di domanda aggregata, del necessario aggiustamento nei livelli di competitività e più in generale nella riduzione delle disuguaglianze esistenti tra paesi e all'interno degli stessi, di cui il debito è essenzialmente una manifestazione.

L'Europa è ancora in tempo per cambiare direzione, ma ogni ulteriore ritardo rischia di compromettere ulteriormente una situazione economica, finanziaria e sociale già alquanto fragile: ogni giorno che passa senza che vengano prese decisioni efficaci avvicina l'Europa a un pericoloso baratro.

## MicroMega

3/2013 - almanacco di economia

### la linea generale

La stella polare dell'eguaglianza  
**EMILIO CARNEVALI**

### il sasso nello stagno

Le giraffe di Keynes  
**ROBERTO PETRINI**

### saggio 1

Se l'1% detta legge  
**JOSEPH E. STIGLITZ**  
*in collaborazione con*  
**MAURO GALLEGATI**

### iceberg 1

*perché diseguali?*

L'Italia disuguale  
**MARIO PIANTA**

Un mondo sempre più disuguale  
**FRANCESCO BOGLIACINO**

Di padre in figlio: l'Italia feudale  
**MICHELE RAITANO**

La signora Cipputi sta ancora peggio  
**MARCELLA CORSI**

### nostra patria è il mondo intero

Diseguaglianze e paesi emergenti  
**FEDERICO RAMPINI**

### dialogo 1

Eguaglianza? Dipende  
**PIETRO REICHLIN**  
**SERGIO CESARATTO**

### iceberg 2

*l'eguaglianza possibile*

Redistribuire la ricchezza  
**NICOLA ACOCELLA**

È possibile una *spending review* di sinistra?  
**PAOLO DE IOANNA**

La crisi nasce dalla disuguaglianza  
**ALESSANDRO GUZZINI**

Apologia della banca pubblica  
**VLADIMIRO GIACCHÉ**

Reddito minimo garantito: ce lo chiede l'Europa!  
**GIOVANNI PERAZZOLI**

### saggio 2

Parametri morali e parametri economici  
**RAFFAELLO LUPI**

### iceberg 3

*commons*

Sinistra e diseguaglianza  
**ALESSANDRO RONCAGLIA**

Il collettivo: spunti per l'Altrapolitica  
**PIERFRANCO PELLIZZETTI**

### dialogo 2

La rivolta dei beni comuni  
**UGO MATTEI**  
**MASSIMO PIVETTI**

### saggio 3

La disuguaglianza? No problem!  
**MAURIZIO FRANZINI**

notizie sugli autori