

Dipartimento di Scienze Politiche - Università di Bari

Corso di Politiche Economiche Europee
Prof. Gianfranco Viesti

Modulo 13

La crisi internazionale e la crisi dell'euro

Parte Prima:
La crisi economica internazionale

Negli Stati Uniti nel corso del primo decennio del nuovo secolo, l'economia è caratterizzata da notevoli squilibri

- sul fronte internazionale, con un graduale e peresistente deficit corrente, finanziato da prestiti internazionali provenienti soprattutto dall'Asia

- Sul fronte interno, con livelli di risparmio sempre minori, elevati consumi e crescente indebitamento delle famiglie, in un quadro di sensibile e crescente disuguaglianza fra gli individui: l'1% delle famiglie diventa sempre più ricco grazie agli investimenti finanziari e alla crescita dei patrimoni

Liberalizzazione finanziaria

In molti paesi, specie anglosassoni a partire dagli Stati Uniti, vengono ridotte (o eliminate) nell'ultimo ventennio le regolamentazioni sulla finanza.

- Fiducia nell'autoregolamentazione dei mercati
- Si sviluppa un enorme mercato di titoli “derivati” e di titoli “assicurativi” a più alto rischio, con uno sviluppo senza precedenti del settore finanziario

**Questa situazione di grande instabilità
provoca, a partire dal 2008, una
gravissima crisi economica internazionale,
che dagli USA si propaga al resto del
mondo.**

La crisi dei mutui subprime

2007:

- Crisi dei mutui subprime (di bassa qualità, alto rischio) nel mercato immobiliare statunitense che si ripercuote su mercati finanziari, monetari e borsistici internazionali.
- Perché i mutui sono incorporati in titoli “derivati”
- E perché la finanza mondiale è interconnessa

2008:

- Le prospettive dell'economia mondiale iniziano a deteriorarsi a causa della crisi dei mutui subprime negli Stati Uniti e del rincaro dei prezzi delle materie prime.
- L'attività economica negli USA rallenta sensibilmente.

La crisi della finanza

- Forte caduta di valore di titoli “tossici”, basati sui mutui americani, o su loro derivati
- Fallimento di Lehman Brothers
- Le banche americane ed europee accusano forti perdite e riduzioni di patrimonio

La crisi nell'economia reale

2009

- La crisi si estende all'economia reale, influenzando le scelte di consumo, produzione e investimento
- In tutte le principali economie avanzate gli indicatori congiunturali sono negativi
 - L'economia mondiale va in recessione

Forte caduta della fiducia reciproca fra le banche americane ed europee:

- Si evita di prestare fondi a banche di cui si teme che possano “nascondere” rilevanti perdite
- Si blocca il mercato interbancario (prestiti fra banche a breve termine) e quindi aumentano le difficoltà e i rischi per il finanziamento nonostante il costo della raccolta (tassi di interesse) sia basso
- Gravi problemi di liquidità

Reazione delle politiche

- I governi adottano politiche fiscali espansive
- Governi e Banche Centrali intensificano le azioni volte a mantenere elevata l'offerta di liquidità, rafforzare le condizioni patrimoniali dei sistemi bancari, stimolare la ripresa dell'attività creditizia e della domanda aggregata

Reazione delle politiche

- Molti governi (USA, Regno Unito, Irlanda, Spagna, Belgio) intervengono con fondi pubblici per salvare le proprie banche
- Perché sono “too big to fail”, troppo grandi per fallire senza provocare rischi per l'intero sistema economico, per l'esperienza negativa di Lehman

Dopo il dissesto di Lehman Brothers (settembre del 2008), i governi dei paesi industriali hanno varato una serie di misure a sostegno di banche e di altre istituzioni finanziarie:

- iniezioni di capitale, garanzie sulle emissioni obbligazionarie, acquisti e garanzie su attività patrimoniali.

In particolare, sul finire del 2008:

- I Ministri delle Finanze e i Governatori delle Banche Centrali dei paesi del G7 si impegnano formalmente a sostenere le istituzioni finanziarie la cui eventuale insolvenza possa avere ripercussioni sistemiche e ad adottare tutte le misure necessarie per riattivare i mercati monetari e creditizi.

- I paesi dell'euro, d'intesa con la Commissione Europea e la BCE approvano un piano d'azione concertato. Il piano prevede che i singoli governi nazionali prendano misure coordinate per facilitare la provvista di fondi delle banche e per ricapitalizzarle (sottoscrizione da parte pubblica di azioni privilegiate e altri strumenti).

Nel 2009, con l'aggravarsi dei timori di crisi d'insolvenza si aggravano le preoccupazioni di un possibile collasso dei sistemi finanziari; gli indici azionari mondiali sono in pesante perdita.

- I governi e le Banche Centrali agiscono in modo coordinato a livello internazionale, assicurando la continuità dei flussi di finanziamento alle istituzioni finanziarie e all'economia, ampliando le garanzie sui depositi bancari e rafforzando in molti paesi la posizione patrimoniale delle banche in difficoltà.

- Le Banche Centrali (Stati Uniti, Giappone, Regno Unito) attuano operazioni monetarie “non convenzionali” allo scopo di aumentare l’offerta di moneta, influenzare i tassi d’interesse a lungo termine e garantire il funzionamento dei mercati del credito.

- I paesi membri del G20 decidono di espandere e istituzionalizzare il Financial Stability Forum (FSF), rinominato Financial Stability Board (FSB).
- La partecipazione al Board è allargata a tutti i paesi del G20, alla Spagna e alla Commissione europea.
- I Capi di Stato e di governo del G20 si impegnano a proseguire le iniziative di riforma della regolamentazione finanziaria internazionale.

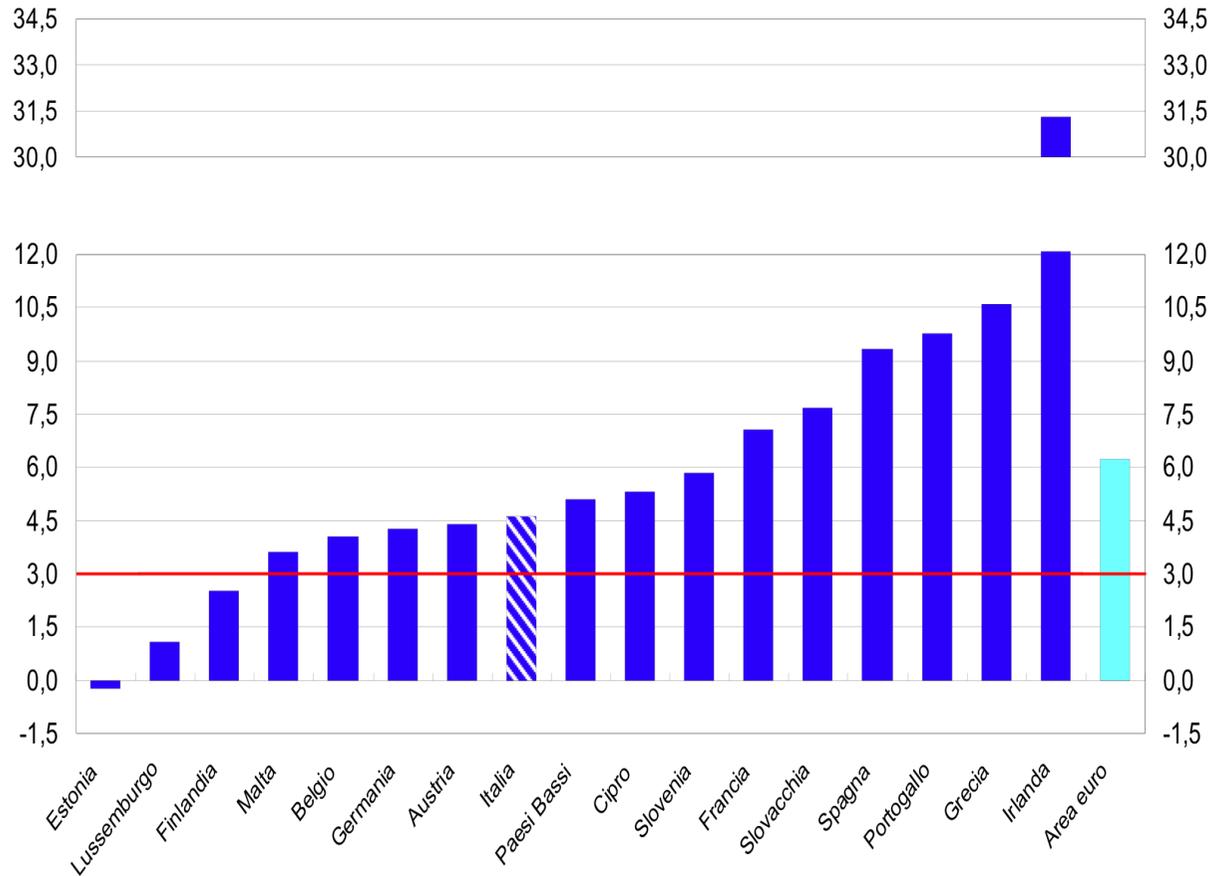
- Nel complesso, gli interventi hanno successo. Evitano il fallimento di banche caratterizzate da posizioni di liquidità precarie e da difficoltà di accesso ai finanziamenti esterni.
- Successivamente le condizioni dei mercati migliorano; i timori di insolvenza di intermediari si ridimensionano, comprimendo i premi per il rischio sulle passività bancarie e consentendo agli intermediari di tornare a finanziarsi sul mercato dei capitali.
- Tuttavia, le regolamentazioni internazionali (e americane) sono ancora molto insufficienti, e si teme che non sia ancora del tutto evitato il rischio del ripetersi di altre crisi finanziarie.

In Europa, tutti i paesi affrontano una profonda recessione nel corso del 2009. Ma anche grazie agli interventi di politica fiscale (assai minori in Italia) a partire dal 2010 la situazione economica inizia a migliorare.

- **La prima recessione inizia nel II trimestre del 2008 e termina alla fine del II trimestre 2009.**
 - La zona euro registra tassi di crescita positivi dal post-crisi in avanti. Ma con forti differenze tra i paesi Membri: la Germania ha una ripresa molto più forte rispetto ai paesi della “periferia”.
 - I governi sono però pesantemente intervenuti nel salvataggio del settore bancario e nel sostegno dell’economia, con deficit pubblici ben al di là del limite del 3%.

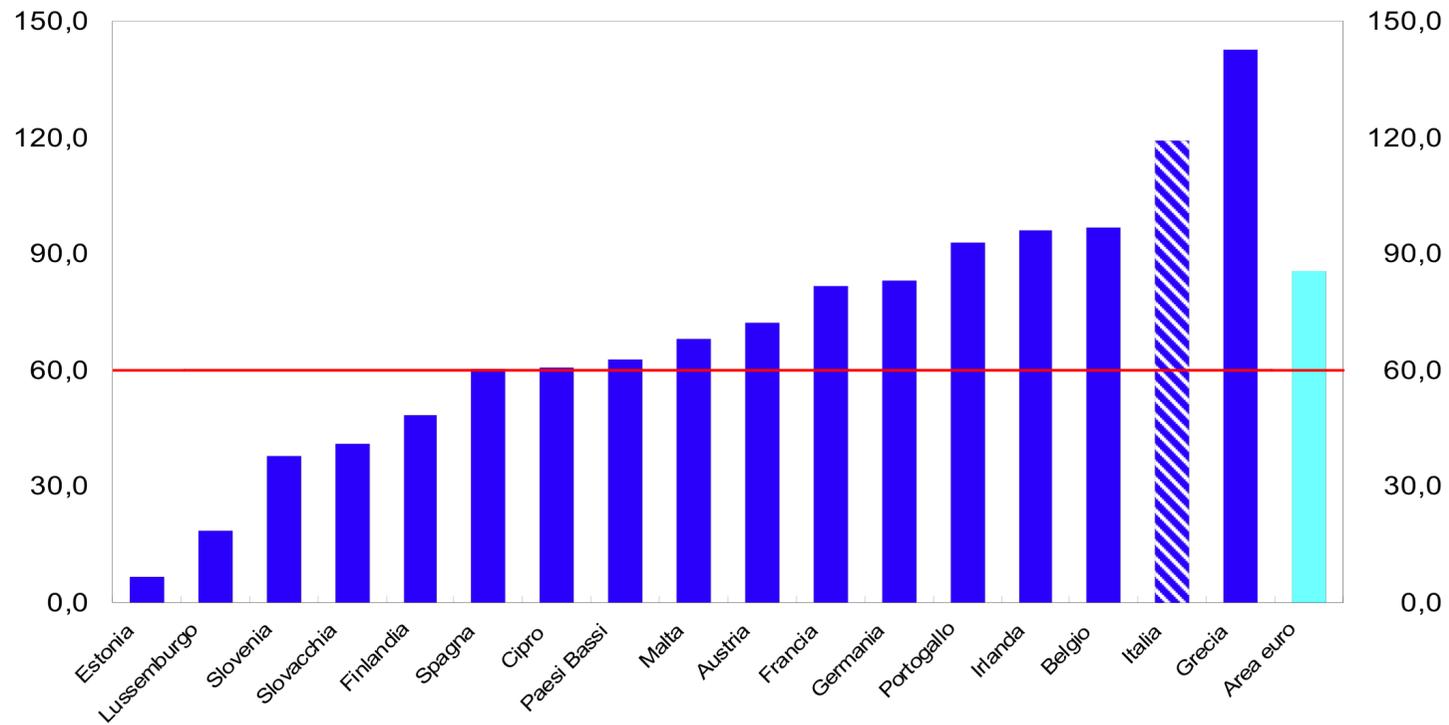
- Nel 2010 la media del deficit nell'area dell'euro tocca il 6%, con punte del 31% in Irlanda (enorme salvataggio bancario) e oltre il 9% in Spagna, Portogallo e Grecia
- Il debito si impenna in molti paesi
- Dal 2010 in tutta l'area euro si torna ad una forte austerità fiscale

**Indebitamento netto (+) o accreditamento netto (-)
nei paesi dell'area dell'euro nel 2010**
(in percentuale del PIL)



Fonte: Eurostat, comunicato stampa del 21 ottobre 2011.

Debito pubblico lordo nei paesi dell'area dell'euro nel 2010 (in percentuale del PIL)



Fonte: Eurostat, comunicato stampa del 21 ottobre 2011.

Parte Seconda
**Dalla crisi internazionale alla crisi
dell'euro**

Quando la congiuntura sembra migliorare, e la grande crisi essere ormai alle spalle, scoppia in Europa una seconda grande crisi.

- Essa non è più internazionale, ma fortemente concentrata nell'area euro. È intimamente legata alle scelte di politica economica che abbiamo visto nelle precedenti lezioni, sommate agli effetti della crisi internazionale.

La crisi di agosto 2011

Tra luglio e agosto 2011 aumentano le turbolenze in Europa in particolare su tre fronti:

- 1) mercato di Borsa: crolli continui degli indici
- 2) mercato dei titoli di Stato: forti spostamenti di fondi a danno dei paesi deboli e a favore della Germania (e degli USA)
- 3) mercato interbancario: recrudescenza della crisi di liquidità

La crisi si manifesta sotto forma di ripetuti, successivi ampliamenti dello spread (differenza nei tassi di interesse) dei titoli spagnoli e italiani rispetto al tasso sui titoli di stato (bund) tedeschi a lungo termine, che si aggiungono all'aumento dello spread di Grecia, Portogallo, Irlanda.

Timori di “rottura” dell'euro

La crisi internazionale è divenuta crisi dell'euro.

Vediamo che cosa accade e perché.

Perché la crisi finanziaria e la recessione internazionale diventano crisi della finanza pubblica in Europa e mettono a rischio lo stesso euro?

I motivi sono da ricercare, oltre che nell'eccezionalità della crisi economica, nelle specifiche debolezze dell'Eurozona.

I Trattati di Maastricht, Amsterdam e Lisbona non prevedono il rafforzamento del bilancio federale, al contrario sono basati su una difesa delle prerogative nazionali in materia di politica fiscale.

- Ci si era convinti che l'integrazione economica avrebbe progressivamente ridotto l'entità e la frequenza degli shock asimmetrici.

- La maggior preoccupazione era individuare vincoli alle politiche di bilancio dei paesi dell'Unione Monetaria (UM) in modo da evitare squilibri di finanza pubblica non fronteggiabili dalla BCE cui è fatto esplicito divieto di finanziare i debiti sovrani (clausola *no bail-out*).

Quindi, per 20 anni la politica di bilancio è stata sinonimo di disciplina fiscale e regole atte ad imporla ai governi nazionali.

Con la crisi finanziaria del 2008, lo stimolo fiscale torna a essere visto come l'unico strumento possibile per cercare di assorbire l'enorme shock negativo di domanda aggregata, provocato da:

- Crollo della ricchezza finanziaria privata
- Crollo della fiducia delle imprese
- Rischio di “*credit crunch*” (cioè forte contrazione del credito all'economia) innescato dall'illiquidità delle banche e dalla loro necessità di risanare i propri bilanci dopo che il valore di alcune attività finanziarie era precipitato

La crisi internazionale porta alla luce le fragilità e gli squilibri esistenti all'interno della zona euro.

Si tratta, di un duplice squilibrio:

- da un lato *nella competitività*, nella crescita e quindi nella bilancia commerciale
- dall'altro di *squilibri di bilancio pubblico*, che hanno origini diverse nei paesi dell'eurozona

1. Squilibri della Bilancia Commerciale

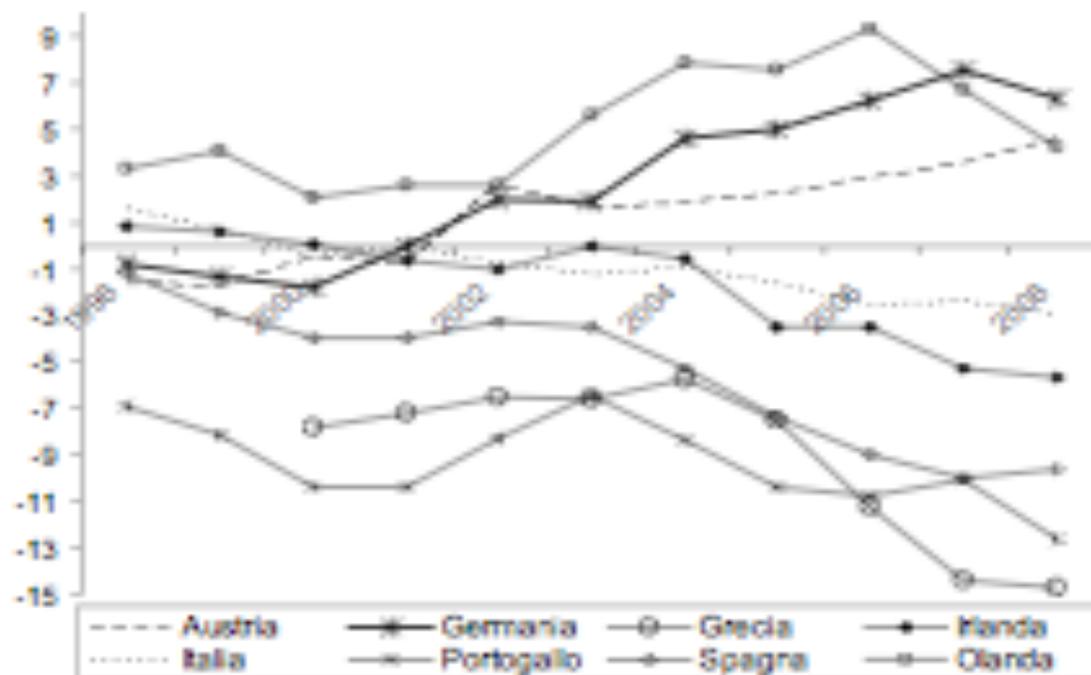
All'interno dell'Eurozona c'è una netta divisione tra Paesi stabilmente in deficit di bilancia commerciale e paesi in surplus.

Il conto delle partite correnti dei principali paesi dell'area euro mostra chiaramente che, tra il 1998 e il 2008, quelle di Germania, Olanda e Austria sono stabilmente in surplus, mentre quelle dei paesi periferici (Portogallo, Irlanda, Grecia e Spagna) e dell'Italia registrano sistematicamente dei disavanzi.

Nel decennio ci sono state divergenze nelle performances dei paesi dell'euro.

- In alcuni (Germania) è cresciuta più la produttività, i costi di produzione sono rimasti stabili e l'inflazione è stata minore, e quindi
 - sono aumentate le esportazioni
 - vi è stata una maggiore crescita economica

Saldo delle Partite Correnti (%PIL)



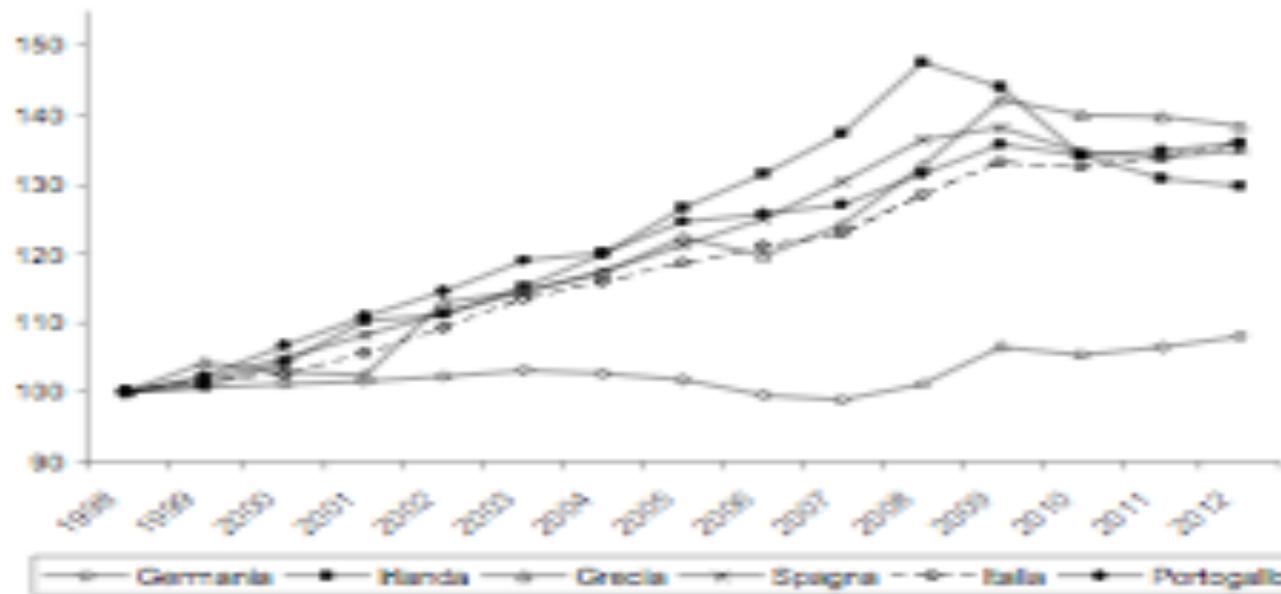
Fonte: OCSE

Perche la Germania (considerata “il malato d’Europa” a inizio secolo) ha aumentato tanto la sua competitività rispetto ai paesi della periferia dell’euro?

Più fattori:

- Una notevole moderazione salariale, grazie anche agli incisivi cambiamenti sul mercato del lavoro introdotti dai governi Schroeder ad inizio anni 2000 (Riforme Hartz)

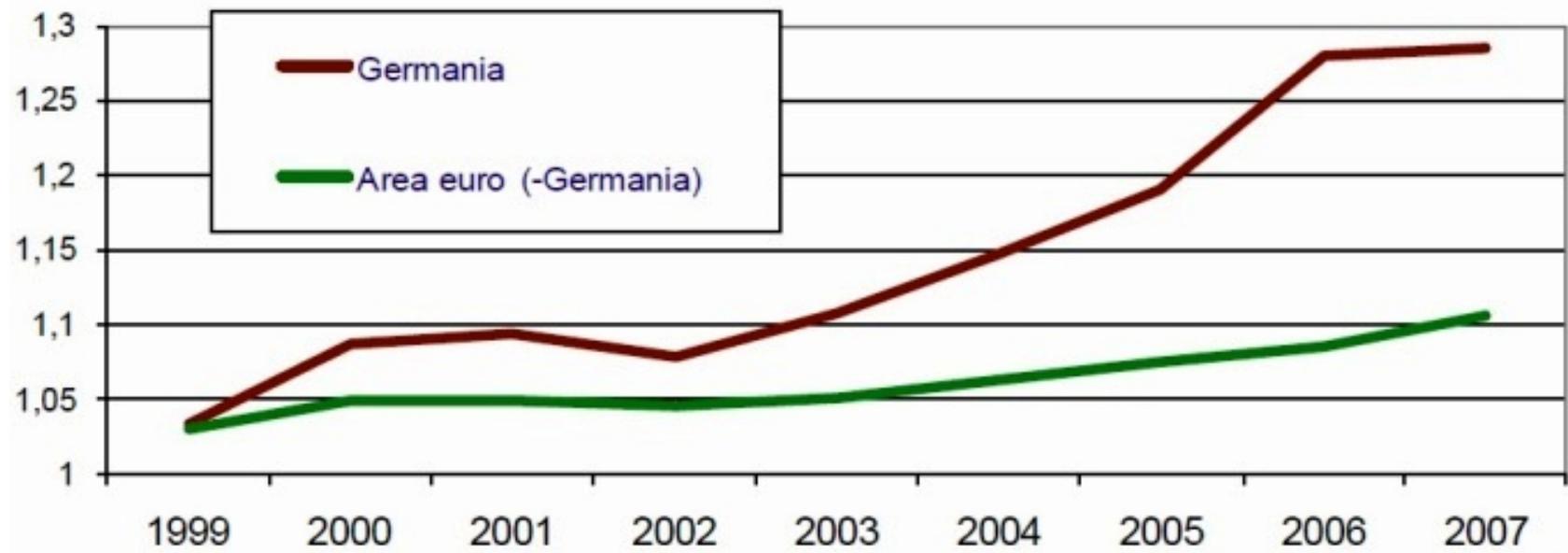
Costi Unitari del Lavoro (1998 = 100)



Fonte: Dati Eurostat.

- L'assenza prolungata di riallineamenti nel cambio, che con la rivalutazione del marco tolgono competitività di prezzo all'export tedesco (come invece avveniva negli anni 90)
- La grande forza tecnologica e innovativa dell'industria tedesca
- La sua riorganizzazione internazionale in Polonia, Ungheria, R. Ceca e Slovacchia, con produzioni a basso costo in paesi a bassi salari, bassa tassazione e senza l'euro

Fig. 2 Produttività totale fattori: manifattura / altri settori



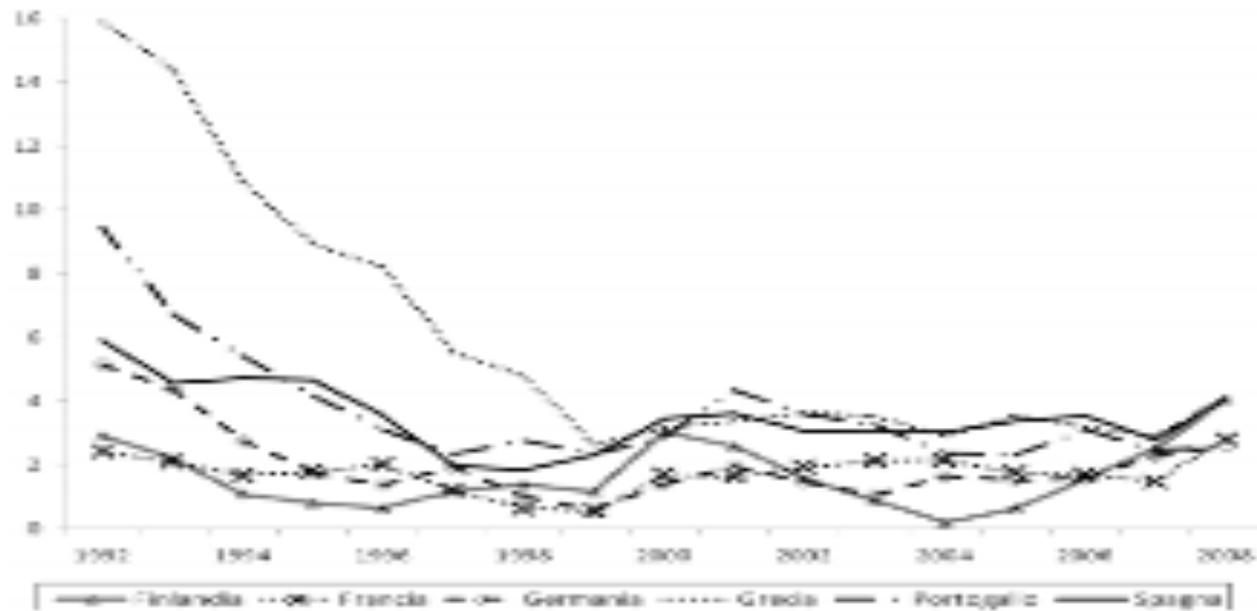
Fonte: elaborazioni su dati Euklems

Un deficit delle partite correnti indica mancanza di competitività unita all'eccessiva dinamica dei consumi interni.

- A partire dal 1998, cioè dalla fissazione irrevocabile dei tassi di cambio tra le valute dei paesi aderenti all'Euro, c'è stata una crescita dei costi di produzione nei paesi periferici e in Italia, mentre gli stessi costi sono rimasti sostanzialmente invariati in Germania, dove è anche molto aumentata la produttività.

Inoltre, i tassi d'inflazione nei paesi UME, sebbene si siano ridotti con l'introduzione dell'Euro, mostrano comunque differenze fra Stati membri, più alti nei paesi periferici.

Tassi d'inflazione nei paesi UME (1992 – 2008)



Fonte: OCSE

Ma questo comporta almeno due conseguenze:

- 1.** Nei paesi periferici crescevano gli incentivi a indebitarsi, poiché, dato il tasso d'interesse nominale fissato dalla BCE, il tasso d'interesse reale è minore nei paesi con tasso d'inflazione più alto.
- 2.** Nei paesi periferici le importazioni crescono mentre le esportazioni diminuiscono, poiché la maggior crescita dei costi e dei prezzi porta ad un apprezzamento del cambio reale che favorisce le prime (import) e scoraggia le seconde (export).

A questo deficit commerciale si fa fronte attraverso un surplus dei movimenti di capitale (la BP è sempre in pareggio!), sotto forma di prestiti.

- Sono banche dei paesi dell'Europa centro settentrionale, in particolare tedesche e francesi, a prestare ingenti risorse ai paesi della periferia, sia ai privati, sia ai Governi, acquistando titoli pubblici.

Sia i debitori, sia i creditori, accettano il rischio di questi prestiti, perché entrambi sono convinti che, i paesi che si indebitano saranno in grado di pagare regolarmente gli interessi (bassi, perché i tassi sono bassi) e di restituire il capitale.

Tuttavia, l'afflusso notevole di prestiti non determina un miglioramento del saldo della bilancia commerciale.

- Essi vengono utilizzati principalmente dal settore pubblico e dal settore immobiliare e non aumentano la competitività, diminuendo l'import o aumentando l'export.

I flussi annuali così si ripetono e si sommano, e si determina l'emergere di un rilevante debito con l'estero, privato e pubblico.

Vi è stato uno shock asimmetrico:

- Un aumento strutturale di competitività dell'economia tedesca (e dei paesi ad essa legati), rispetto a quella dei paesi periferici.

Come si riassorbe?

- Germania dovrebbe rivalutare: ma è impossibile con l'euro.
- Germania dovrebbe aumentare i salari e quindi i prezzi, e perdere gradatamente competitività: ma non lo fa perché teme l'instabilità e l'inflazione.
- Germania dovrebbe fare una politica fiscale espansiva per accrescere il proprio import, ma non vuole farla, anche per i vincoli del Patto di Stabilità.

E allora?

Come è possibile assorbire altrimenti questo shock?

- La mobilità del lavoro è irrilevante
- Far diminuire prezzi e salari è difficilissimo e molto costoso sul piano sociale
- Occorrerebbe un forte aumento di produttività. Ma non è certo facile ottenerlo

Si crea una diversa visione del problema che sarà molto rilevante in seguito

- In Germania si pensa: noi siamo bravi e virtuosi, tocca agli altri organizzarsi di conseguenza.

Ma è altrettanto vero che:

- Germania esporta tanto perché c'è l'euro che le garantisce competitività! con il marco avrebbe avuto forte rivalutazione.
- Germania guadagna anche finanziando con le proprie banche i paesi in deficit.

2. Squilibri di bilancio pubblico

- In paesi come *Spagna e Irlanda* è il settore privato a contribuire alla creazione di **ampi deficit pubblici**
 - In questi paesi l'instabilità finanziaria è stata il risultato di comportamenti viziosi delle banche e della finanza.

Una volta che il settore bancario è entrato in sofferenza, anche a seguito della crisi internazionale, il debito privato si è rivelato insostenibile, e il settore pubblico è dovuto intervenire.

- Questo ha portato a enormi deficit pubblici.

Es. Irlanda: nel 2007 il debito pubblico era pari al 25% PIL, nel 2010 ha raggiunto il 105% per effetto di una serie d'interventi straordinari del Governo per salvare il settore bancario.

Sia in Grecia che in Portogallo è stato invece il settore pubblico a generare direttamente squilibri considerevoli, con ampi deficit pubblici che contribuiscono a far crescere rapidamente il debito estero.

Es. Grecia: l'instabilità finanziaria è derivata dalla presenza di debito e deficit pubblici elevati, occultati grazie a comportamenti fraudolenti non monitorati dalle autorità sovranazionali competenti.

- Il maggior punto di debolezza per l'**Italia** è costituito dall'alto debito (e quindi dalla necessità di finanziarlo), più che dal deficit.

Durante la crisi i governi centrali dei paesi membri dell'UE sono intervenuti per sostenere l'economia e salvare le banche.

- Ma questo comportamento si è rivelato impossibile da continuare con l'aggravarsi della situazione dei conti pubblici. Infatti, le finanze pubbliche sono state messe in difficoltà e i tassi d'interesse sui titoli di Stato di questi paesi sono aumentati.

All'aumento degli interessi aumenta l'onere del servizio sul debito stesso, rendendo più difficile garantire la sostenibilità della finanza pubblica nel lungo periodo.

Circolo vizioso:

- I tassi crescono
- La condizione finanziaria pubblica diventa meno sostenibile
- Aumenta il premio per il rischio (sovrano) richiesto dal mercato
- I tassi aumentano nuovamente e si riparte

Dalla crisi finanziaria internazionale a quella dei titoli pubblici europei

Lo scoppio della bolla immobiliare e l'inizio della crisi dei *subprime* hanno innescato una serie di reazioni.

Nella situazione di modesta regolamentazione del settore finanziario, di perfetta mobilità e di grandissima velocità e volatilità i movimenti di capitale hanno reso insostenibili gli squilibri (commerciali e di bilancio pubblico) già esistenti all'interno della zona euro.

L'introduzione dell'euro ha portato inizialmente alla convergenza dei tassi d'interesse sui titoli di stato a lungo termine dei paesi membri.

- Con lo scoppio della crisi finanziaria, questo “periodo di grazia” ha avuto termine.
- In pochi mesi i tassi sui titoli di stato del debito pubblico dei diversi paesi UME tornano essere caratterizzati da una sostanziale e crescente divergenza (aumento dello “spread”).

Tutto comincia in Grecia.

- Si è scoperto, dopo le elezioni vinte dal PASOK (socialisti), che il deficit pubblico era molto più alto di quanto si pensasse, in presenza di un alto debito.

Al tempo stesso la crisi economica ha ridotto fortemente il PIL e quindi il gettito fiscale, facendo crescere il rapporto deficit/PIL e il rapporto debito/PIL

- La situazione comincia ad avvitarsi
- Per ridurre il deficit pubblico sono necessari aumenti delle tasse e riduzioni di spesa
- Ma queste misure deprimono sempre più l'attività economica e rendono più difficile raggiungere gli obiettivi di finanza pubblica (in % del PIL). Gravi ripercussioni sociali
- La modesta posizione competitiva (e il cambio) non consentono di aumentare l'export

- Si comincia a pensare che “la Grecia non ce la farà” a finanziare il debito in scadenza e a restituire il debito totale.
- Aumenta molto il rischio paese. Quindi si chiedono tassi di interesse sempre più alti sui titoli pubblici greci. Per la prima volta dall'introduzione dell'euro i tassi di interesse in un paese cominciano a divergere rispetto agli altri.
- Molti operatori speculano contro la Grecia e aggravano la situazione.

- Con tassi alti i prestatori guadagnano molto.
- Ma lo straordinario aumento dei tassi di interesse rende sempre più difficile raggiungere gli obiettivi di finanza pubblica.
- Al tempo stesso aumenta il rischio per le banche greche (che hanno molti titoli di stato greci) e quindi anche per loro diventa difficilissimo finanziarsi.
- La situazione si avvita e precipita.

Che succederà alla Grecia?

Si comincia a pensare che possa

- Restituire solo in parte il suo debito
- Uscire dall'euro
- Dichiarare “default” (fallimento), come l'Argentina

Ma si comincia a pensare che se questo evento, fino a ieri ritenuto impossibile, diviene possibile in Grecia, lo stesso può accadere in altri paesi europei.

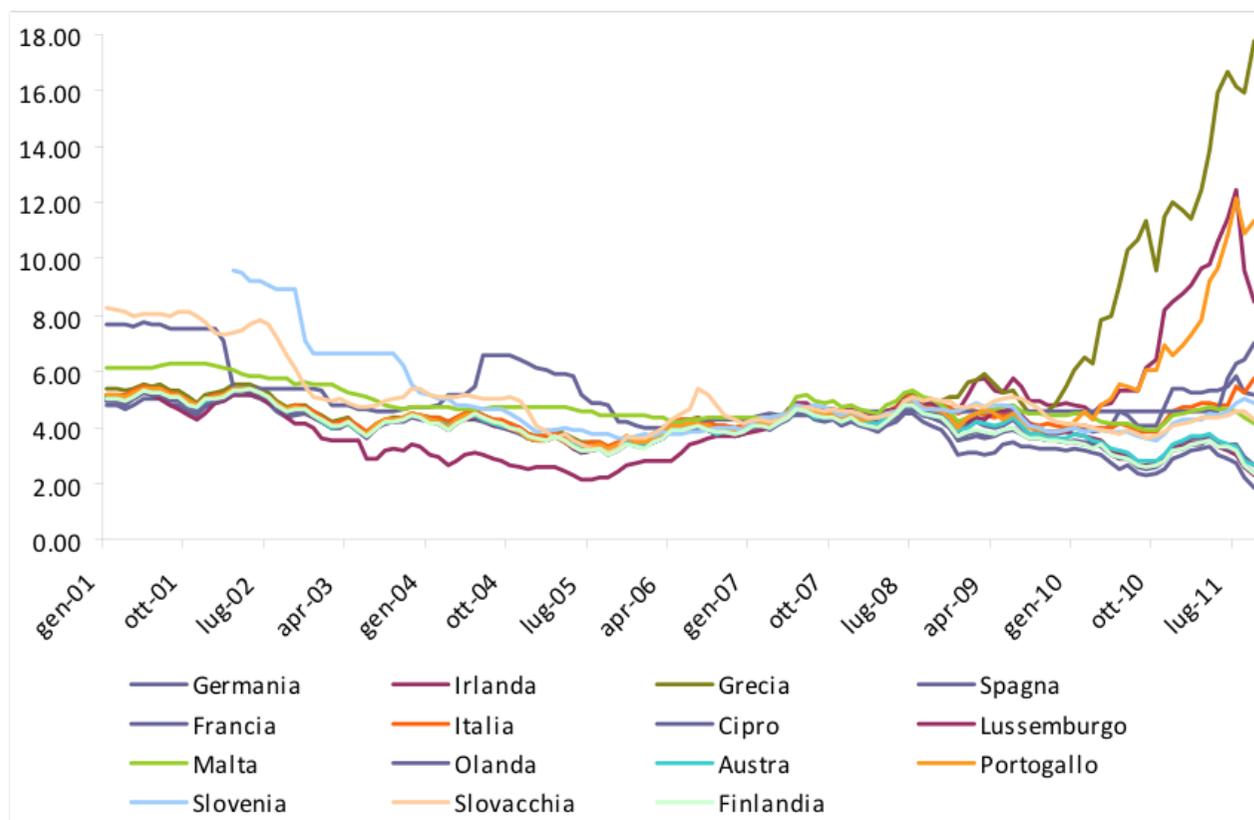
Quali?

- Quelli con deficit e/o debito pubblico più alto e minor crescita
- I paesi della periferia

I tassi aumentano prima in Grecia (inizio 2010) e poi in Portogallo e in Irlanda (metà 2010).

La crisi poi esplode nell'estate 2011, con il coinvolgimento di Spagna e Italia, economie più grandi e importanti.

Tassi d'interesse sui titoli di Stato (scadenza decennale)



Fonte: ECB.

Come nella crisi asiatica di fine anni 90, si ha quindi un fenomeno di contagio, indotto dalle aspettative:

- Sulla capacità del debitore di ripagare
- Sulla stabilità stessa del “tasso di cambio” (possibilità, prima ritenuta impossibile, di una uscita di un paese dall'euro)

Aumenta molto il rischio paese di altri paesi euro; quindi vengono chiesti tassi di interesse sui titoli pubblici sempre più alti; ma questo rende più precaria la finanza pubblica.

I mercati finanziari prendono anche coscienza delle implicazioni del divieto di interventi di salvataggio da parte della BCE dei paesi UE (no bail-out):

- i differenziali di rendimento tra titoli di stato dei paesi membri aumentano repentinamente
- peggiorano le condizioni di provvista all'ingrosso delle banche nei paesi UE in difficoltà
- si inaridiscono i collocamenti delle obbligazioni

I differenziali tra titoli di stato vengono quindi a dipendere da una doppia componente: nazionale e europea.

- **Componente nazionale** = > legate alle debolezze delle singole economie e finanze pubbliche (*rischio sostenibilità*)
- **Componente europea** = > incompletezza del disegno istituzionale dell'area e conseguenti timori di rottura dell'unione monetaria (*rischio di ridenominazione*)

Nazionale = rischio paese, legato alle difficoltà finanziarie pubbliche dei singoli Stati membri

Europea = rischio di “cambio”, legato alla possibilità di un ritorno alle valute nazionali (fortemente deprezzate)

- Se la rottura dell'euro fosse ritenuta impossibile, questa seconda componente sarebbe zero.

Il ruolo della componente “europea” è importante.

Nel 2011 la Banca d'Italia stima che, di un differenziale di tassi di interesse rispetto alla Germania che tocca il 5%, per l'Italia solo il 2% sia attribuibile ai problemi di finanza pubblica, e il 3% al rischio “europeo” di “ridenominazione”.

I paesi in difficoltà mettono in atto politiche fiscali fortemente restrittive per salvare i bilanci pubblici, anche seguendo le regole europee. Ma queste hanno gravi effetti sociali.

E, soprattutto, le politiche di austerità si avvitano su se stesse.

- La struttura fiscale deprime il PIL, e quindi mentre riduce il deficit, non riduce (anzi fa crescere) il rapporto deficit/PIL

Indebitamento netto e debito delle Amministrazioni pubbliche: risultati e previsioni
(in percentuale del PIL)

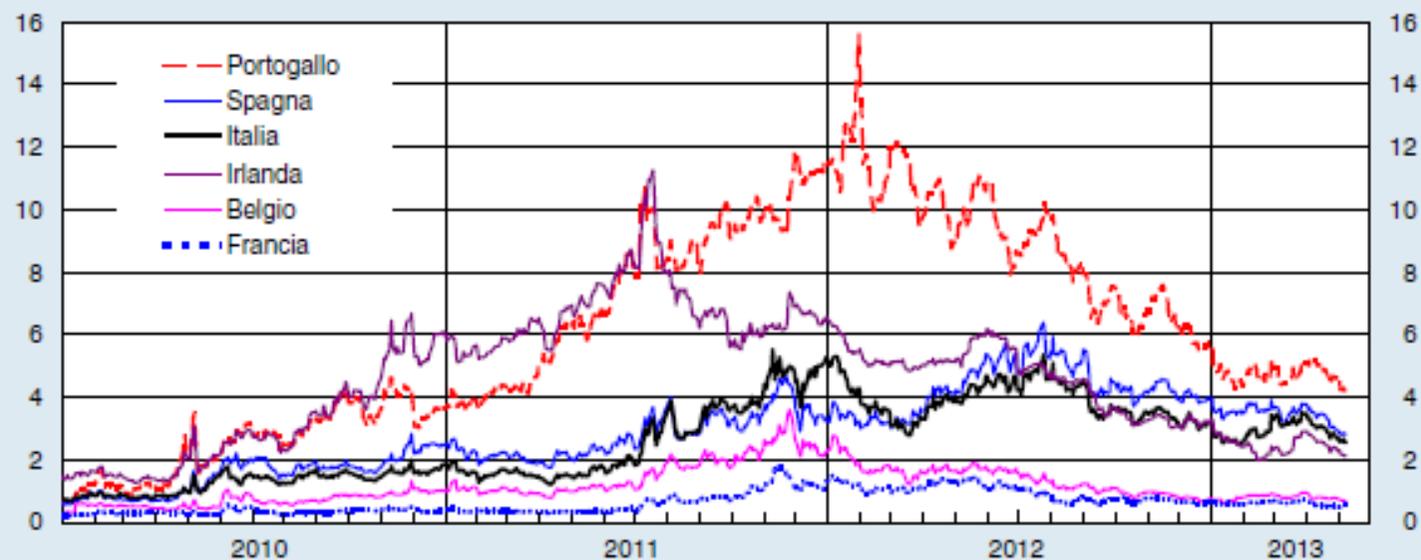
PAESI	Indebitamento netto				Debito (1)			
	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
Austria	2,5	2,5	2,2	1,8	72,5	73,4	73,8	73,7
Belgio	3,7	3,9	2,9	3,1	97,8	99,6	101,4	102,1
Cipro	6,3	6,3	6,5	8,4	71,1	85,8	109,5	124,0
Estonia	-1,2	0,3	0,3	-0,2	6,2	10,1	10,2	9,6
Finlandia	0,8	1,9	1,8	1,5	49,0	53,0	56,2	57,7
Francia	5,3	4,8	3,9	4,2	85,8	90,2	94,0	96,2
Germania	0,8	-0,2	0,2	0,0	80,4	81,9	81,1	78,6
Grecia	9,5	10,0	3,8	2,6	170,3	156,9	175,2	175,0
Irlanda	13,4	7,6	7,5	4,3	106,4	117,6	123,3	119,5
Italia	3,8	3,0	2,9	2,5	120,8	127,0	131,4	132,2
Lussemburgo	0,2	0,8	0,2	0,4	18,3	20,8	23,4	25,2
Malta	2,8	3,3	3,7	3,6	70,3	72,1	73,9	74,9
Paesi Bassi	4,5	4,1	3,6	3,6	65,5	71,2	74,6	75,8
Portogallo	4,4	6,4	5,5	4,0	108,3	123,6	123,0	124,3
Slovacchia	5,1	4,3	3,0	3,1	43,3	52,1	54,6	56,7
Slovenia	6,4	4,0	5,3	4,9	46,9	54,1	61,0	66,5
Spagna	9,4	10,6	6,5	7,0	69,3	84,2	91,3	96,8
Area euro	4,2	3,7	2,9	2,8	88,0	92,7	95,5	96,0

Fonte: Commissione europea, *Spring Forecast*, maggio 2013.

(1) Il debito include la quota di pertinenza di ciascun paese dei prestiti effettuati dall'EFSF, i prestiti bilaterali concessi ad altri paesi della UE e la quota di partecipazione al capitale dell'ESM.

Nonostante la stretta fiscale, la componente dello spread dovuta al rischio di denominazione non diminuisce e contribuisce ad aggravare la situazione.

Differenziali di interesse tra titoli di Stato decennali e il corrispondente titolo tedesco
(dati giornalieri; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream e Bloomberg.

Determinanti del peggioramento dell'economia italiana nel 2012

Stima Banca d'Italia

	%
Misure di finanza pubblica	-1.0
Spread	-1.5
Peggioramento ciclo internazionale	-0.5
Totale	-3.0

Fonte: I. Visco, 1.9.2013

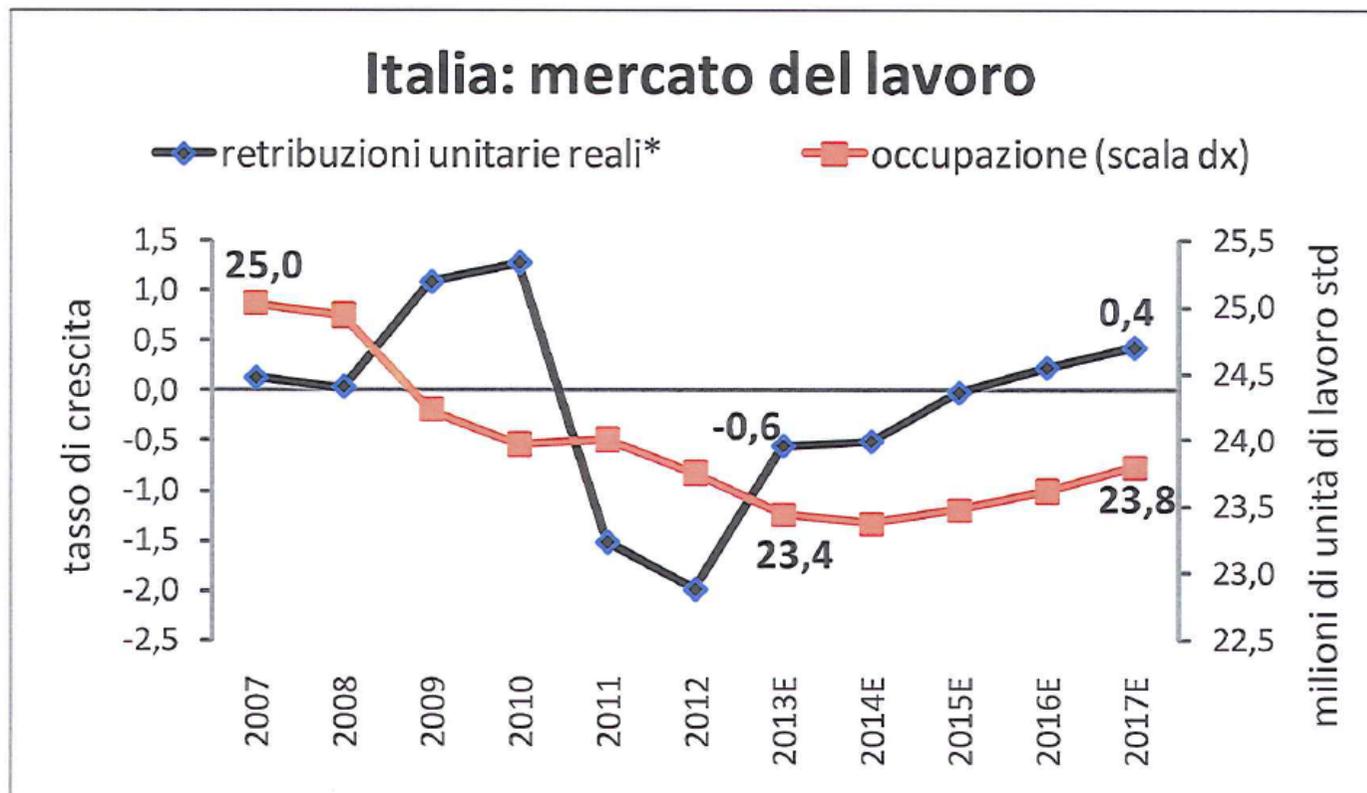
Quindi i paesi con un comportamento fiscale “virtuoso”, che fanno i “compiti a casa”, non vengono “premiati” dai mercati dei capitali, che continuano a temere la rottura dell’euro.

La stretta fiscale è accompagnata in Grecia, Spagna e Portogallo da significative riduzioni salariali, per riguadagnare competitività.

Come nel XIX secolo (gold standard) si reagisce a un deficit commerciale con recessione e inflazione.

La forte recessione, che segue quella del 2009, ha un impatto fortissimo nel mercato del lavoro, provocando un'impennata dei tassi di disoccupazione.

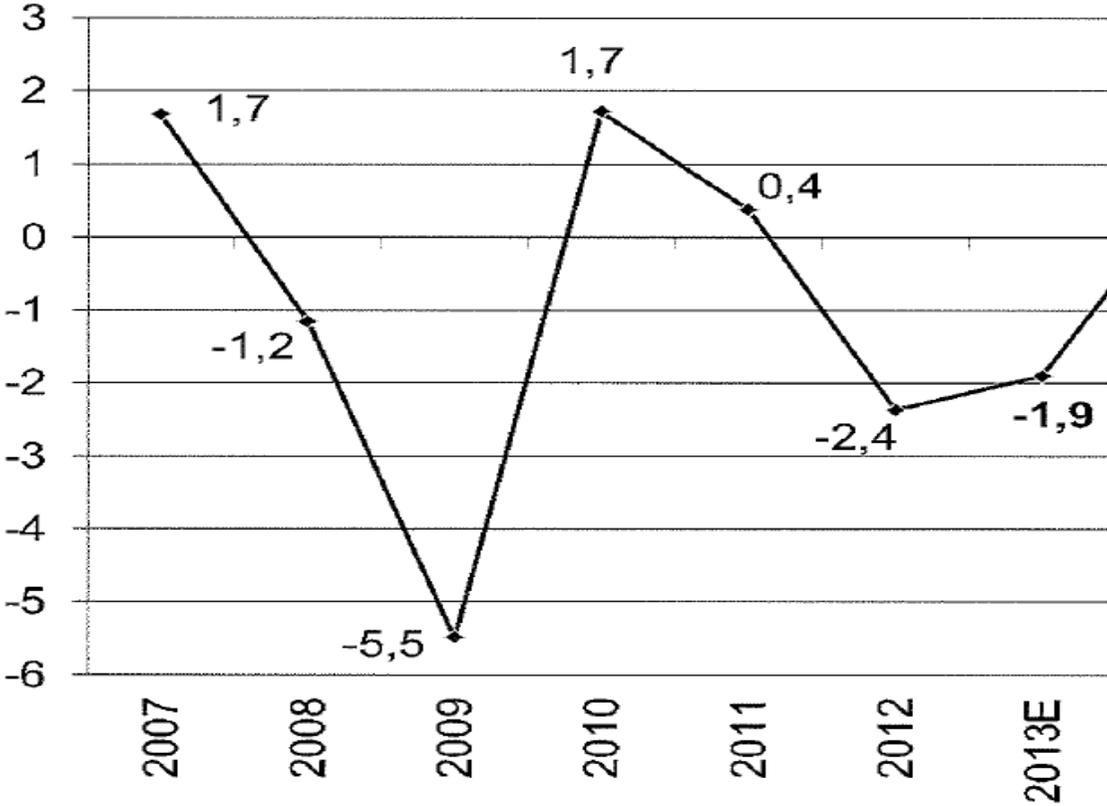
Sta provocando anche forti tensioni politiche in molti Stati membri.



* Deflazionate con l'indice dei prezzi al consumo.
Fonte: Istat e Consenso Cer-Prometeia-Ref.

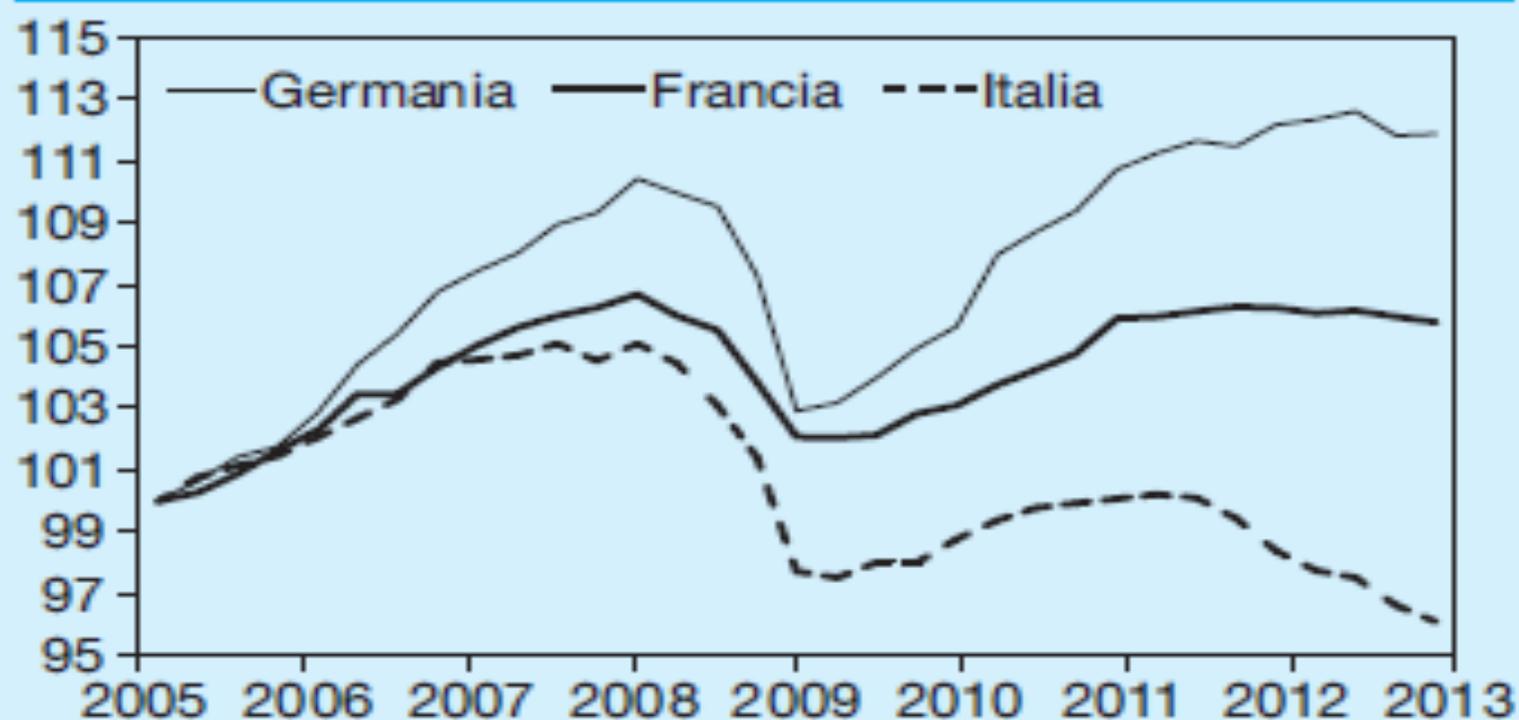
Questo accade naturalmente solo nei paesi della “periferia” europea, mentre nell’Europa centro settentrionale l’andamento dell’economia è decisamente migliore, con la Francia a metà strada.

Italia: tasso di crescita del PIL reale



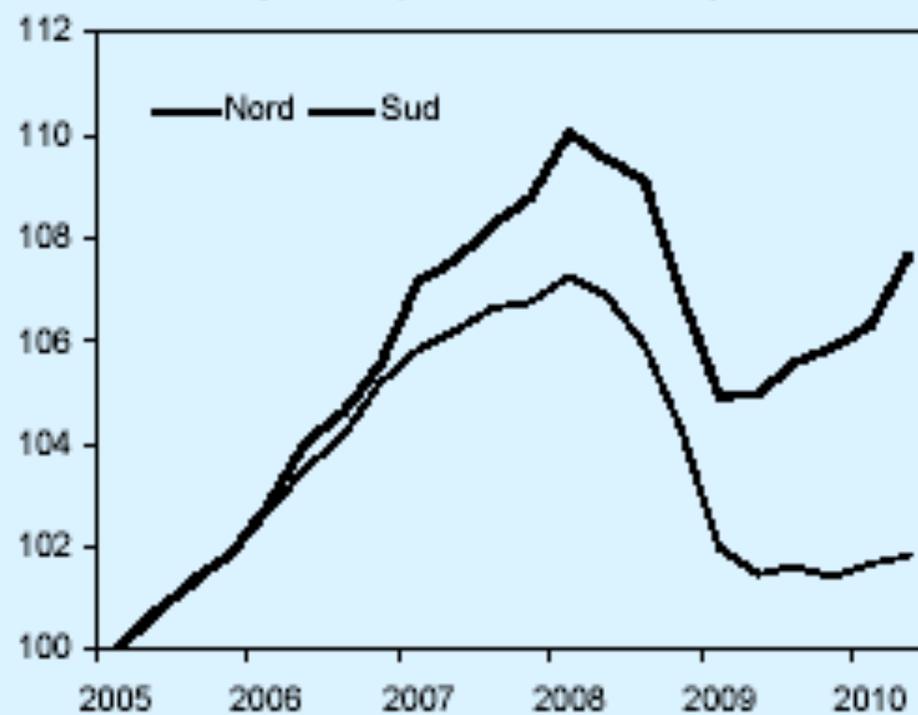
Fonte: Istat e Consenso Cer-Prometeia-Ref.

(PIL reale, indici 1° trim. 2005=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

Area Euro: si amplia il divario Nord - Sud
(PIL reale, indici 2005.Q1=100)



Il Sud comprende Grecia, Spagna, Italia, Cipro, Malta, Portogallo.
Fonte : elaborazioni CSC su dati Eurostat.

Nonostante l'alto deficit nel Regno Unito la situazione è migliore.

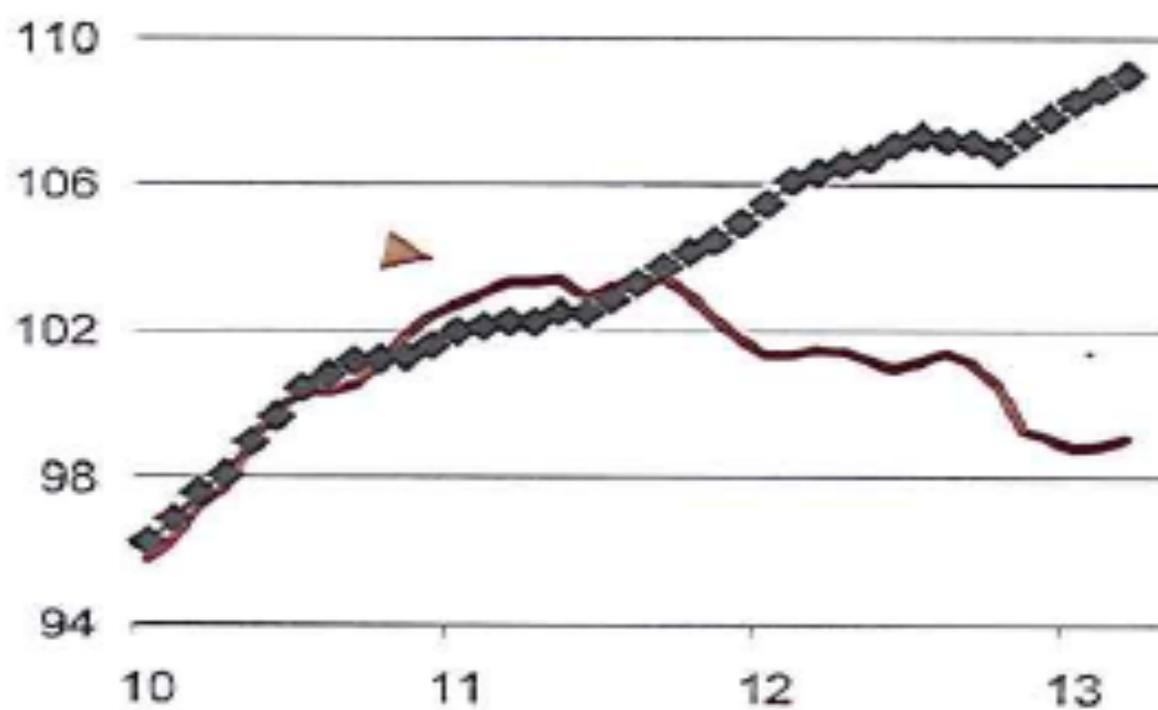
- Perché lì c'è, insieme alla moneta nazionale, una Banca centrale nazionale, che acquista tutti i titoli pubblici invenduti mantenendo anticipatamente bassi i tassi di interesse.

Né tantomeno negli Stati Uniti, pur in presenza di squilibri di bilancio almeno pari a quelli dei paesi periferici.

Anzi, negli Stati Uniti (origine della crisi), da metà 2011 la produzione cresce molto più rapidamente che nell'area euro.

Produzione industriale

— Area euro —◆— Usa



Indice 2010 = 100; m.m. 3 term.;
elaborazioni su dati Cpb

La circostanza che molti paesi europei mettano in atto contemporaneamente politiche fortemente restrittive ha un effetto particolarmente negativo:

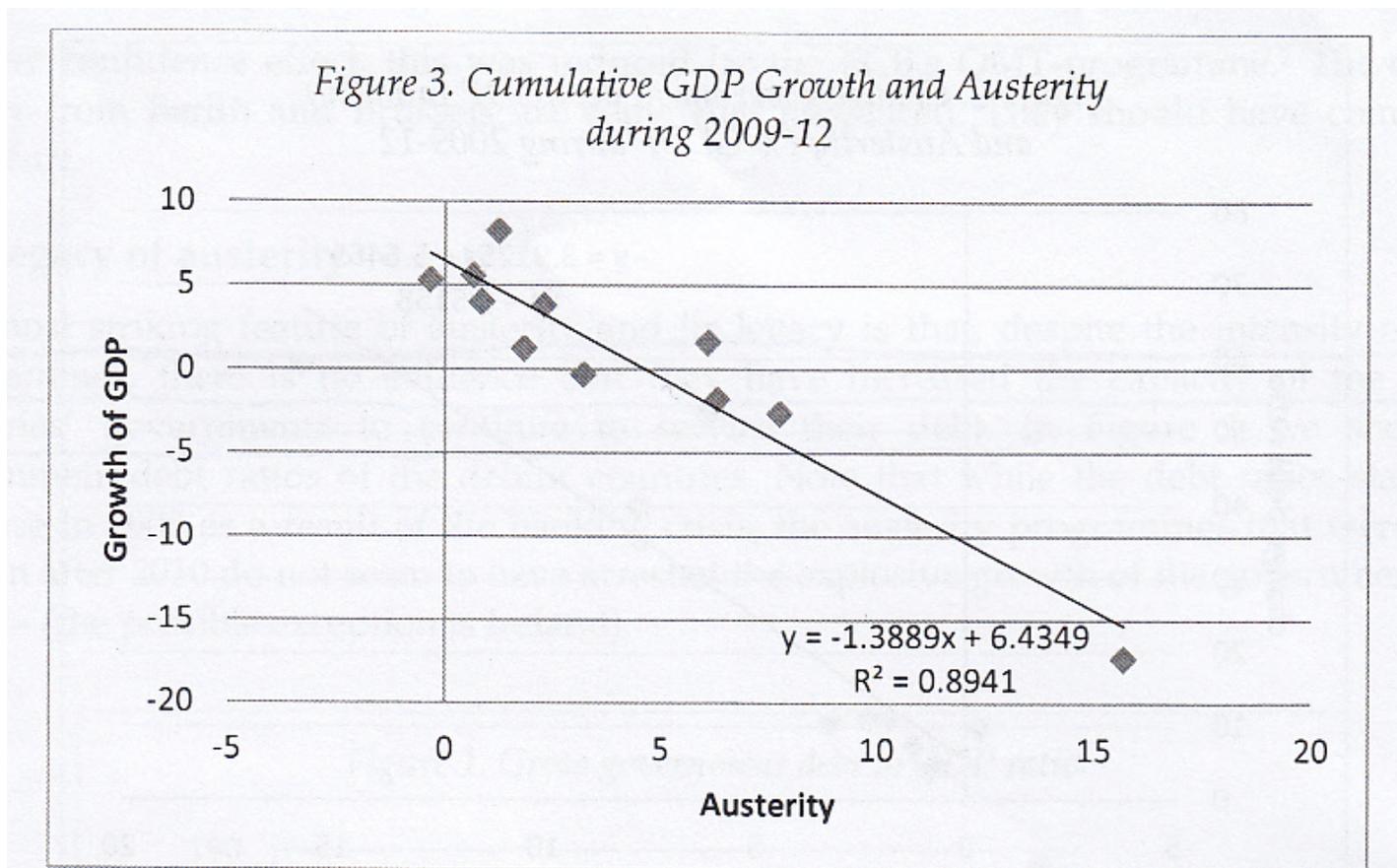
- ciascun paese deprime la domanda e quindi l'import rendendo difficile l'export dei paesi in difficoltà

L'effetto restrittivo di queste politiche viene inizialmente sottostimato

- Nel 2013 Il Fondo Monetario Internazionale pubblica un rapporto nel quale calcola l'impatto fortemente negativo dell'austerità, invitando i paesi europei a cambiare indirizzo.

Ma diviene evidente:

I paesi soggetti a politiche di forte austerità
hanno una forte recessione



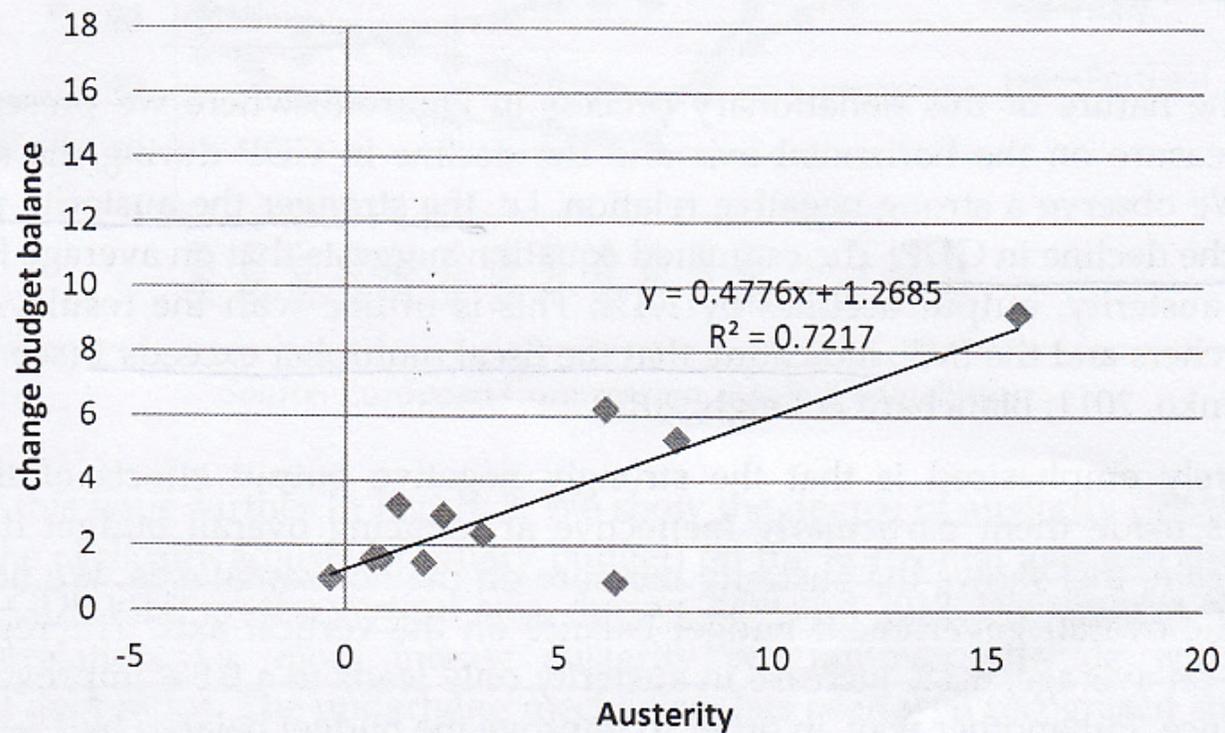
Sources: IMF, Fiscal Monitor Database, April 2013 and European Commission, AMECO.

Fonte: De Grauwe-Yi, Ceps Commentary 4.10.2013

Ma diviene evidente:

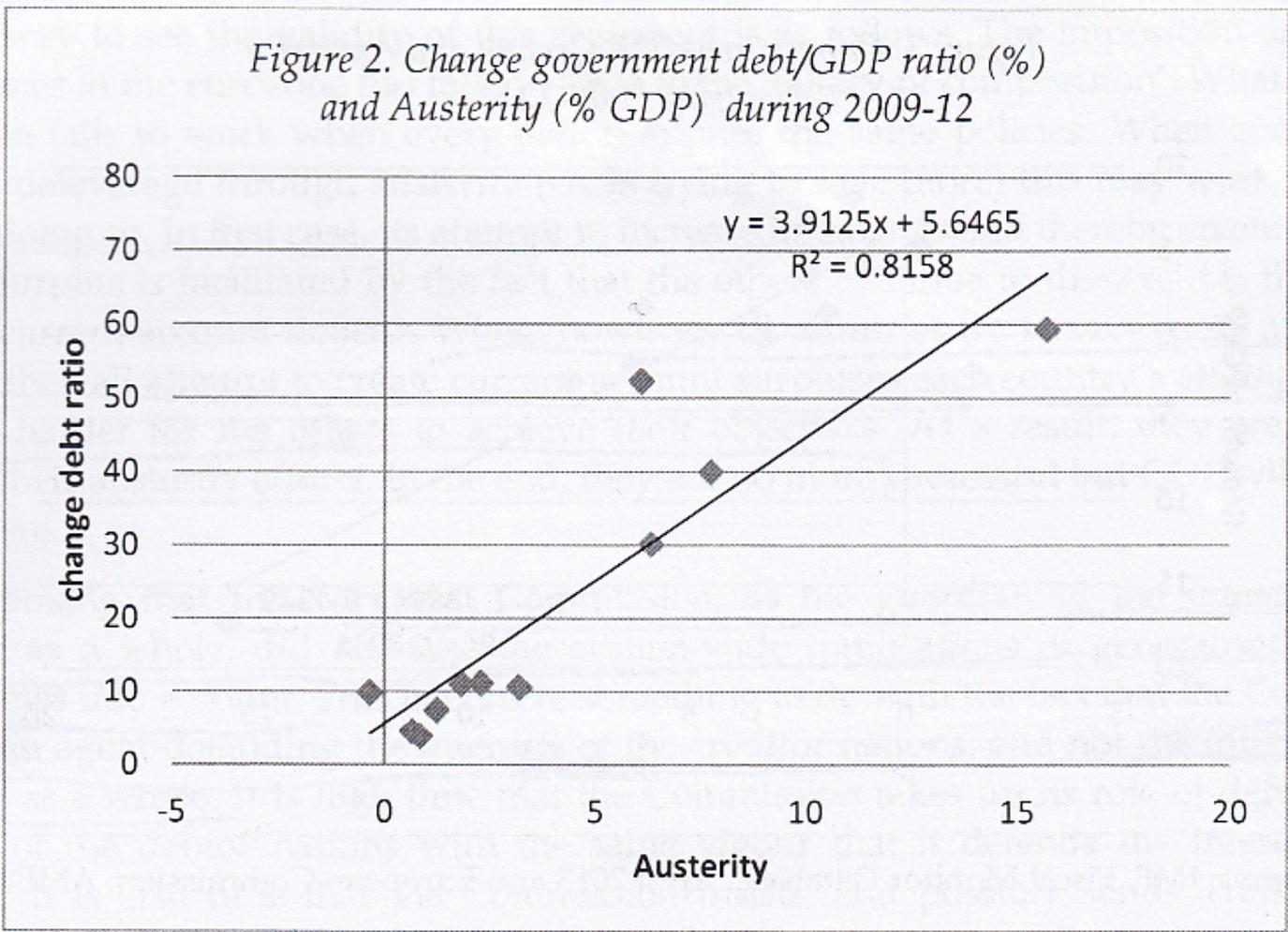
I paesi soggetti a politiche di forte austerità hanno un peggioramento (e non un miglioramento!) del deficit e del debito pubblico perché crolla il PIL

Figure 4. Change in Budget balance (%GDP) and Austerity during 2009-12



Source: IMF, Fiscal Monitor Database, April 2013.

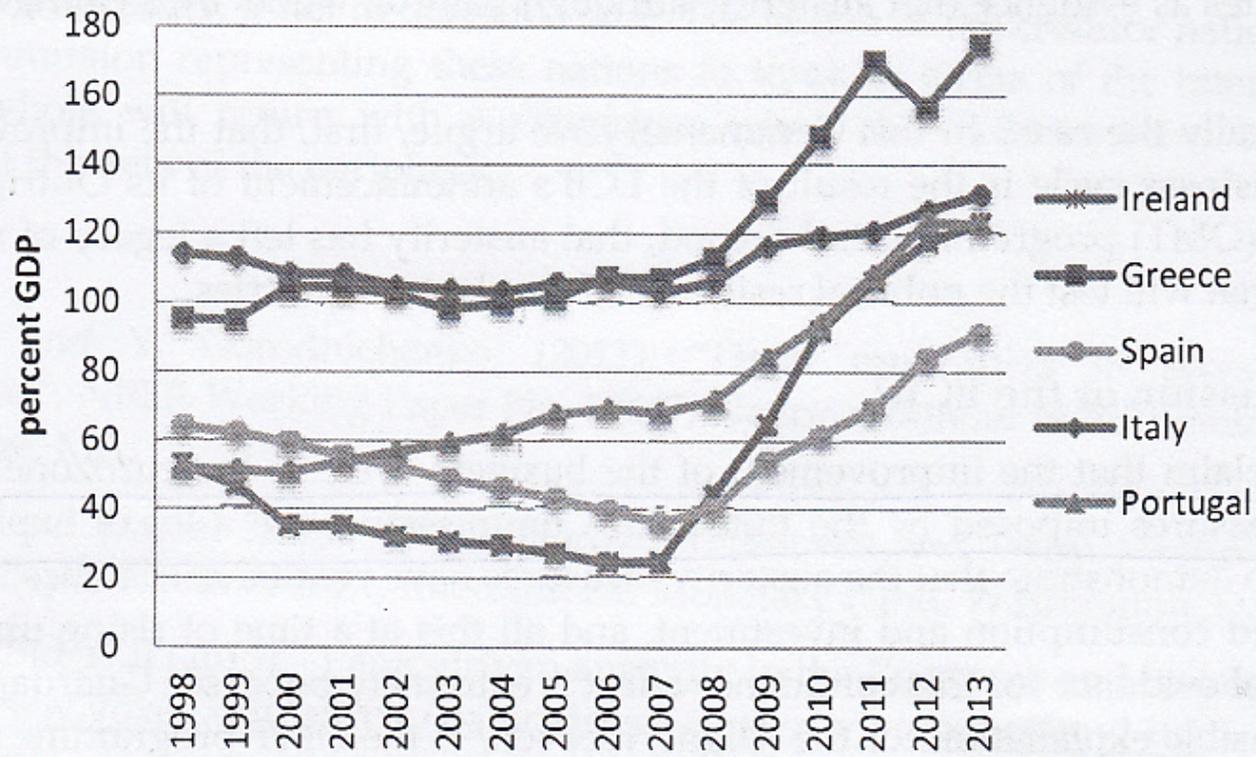
Fonte: De Grauwe-Yi, Ceps Commentary 4.10.2013



Source: IMF, Fiscal Monitor Database, April 2013.

Fonte: De Grauwe-Yi, Ceps Commentary 4.10.2013

Figure 1. Gross government debt to GDP ratio



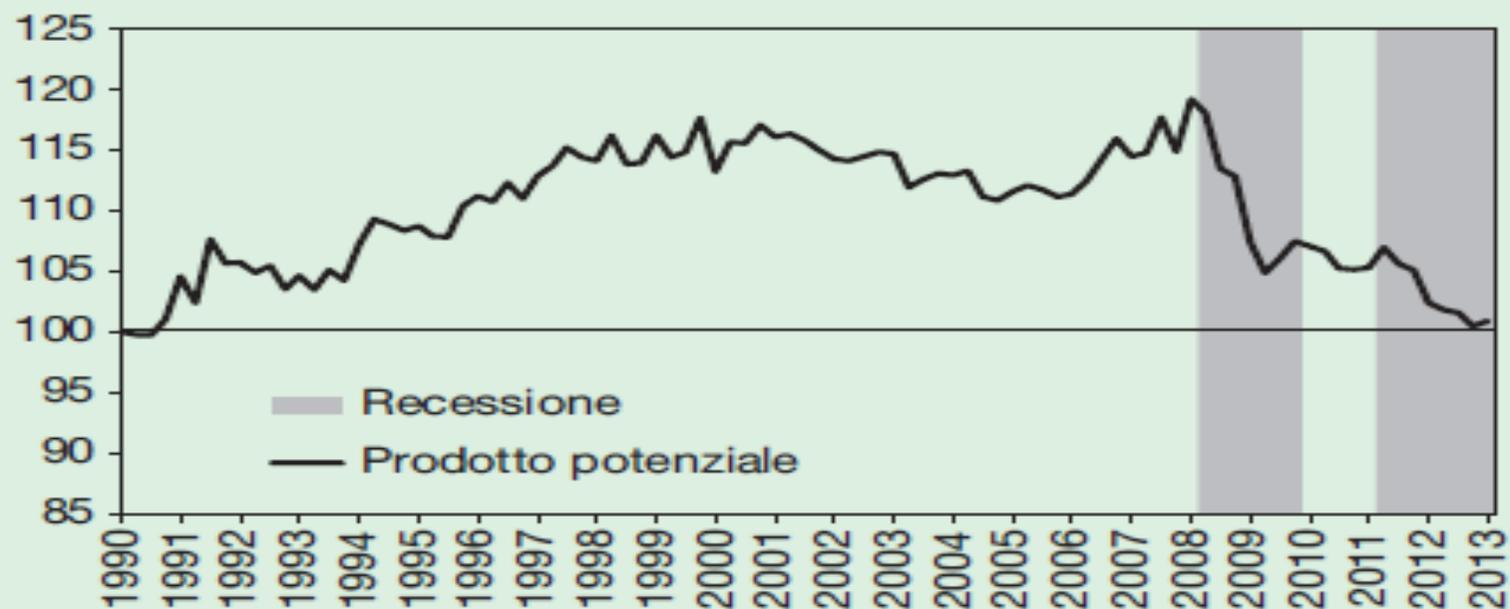
Source: European Commission, AMECO database.

Fonte: De Grauwe-Yi, Ceps Commentary 4.10.2013

Il crollo della domanda interna crea una forte contrazione della base industriale, specie in Italia.

Italia: il potenziale manifatturiero torna al 1990

(Indice trimestrale, 1° trim. 1990= 100, dati destagionalizzati)



Il potenziale manifatturiero è calcolato dividendo il valore della produzione per il grado di utilizzo degli impianti produttivi.

In evidenza le due recenti recessioni.

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT.

La crisi della finanza pubblica aggrava la situazione delle banche.

- Le banche erano già in una situazione difficile. Ora, aumenta il loro rischio perché hanno molti titoli pubblici. Aumenta molto per loro il costo di finanziarsi, perché crescono i tassi di interesse (il rischio paese sovrano vale anche per loro).
- Perdono molto valore in Borsa. Ma perdono valore, con le difficili prospettive di crescita, anche i titoli azionari non bancari.

- Quasi metà dei 6.500 mld di titoli di Stato emessi da Governi della zona euro mostra segnali di innalzamento del rischio di credito.
- Le banche che detengono quantità considerevoli di titoli di Stato ora divenuti più volatili e rischiosi sono in serie difficoltà sui mercati.

- Le banche si sono assunte rischi indiretti sul debito pubblico degli Stati prestando soldi a banche che detengono titoli di Stato a rischio.
- Le garanzie statali hanno perso implicitamente valore, si è ridotto il valore dei titoli di Stato usati come garanzia, sono aumentati i margini di garanzia e il declassamento del rating degli Stati si è portato dietro un declassamento del rating delle banche.

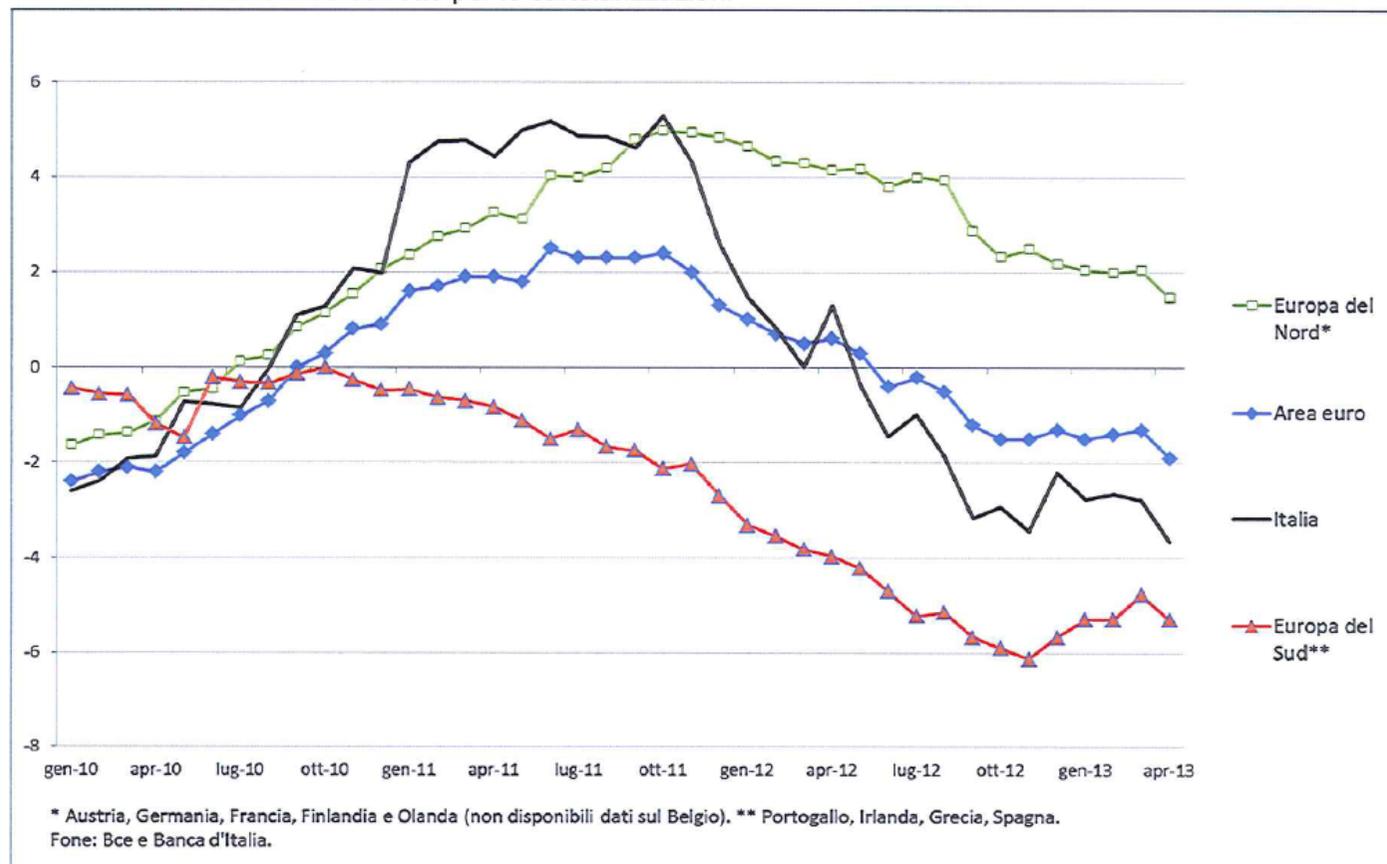
Si quindi una contrazione del credito bancario e un aumento dei tassi.

- L'aumento dei tassi bancari nei paesi periferici crea un ulteriore vantaggio competitivo per la Germania

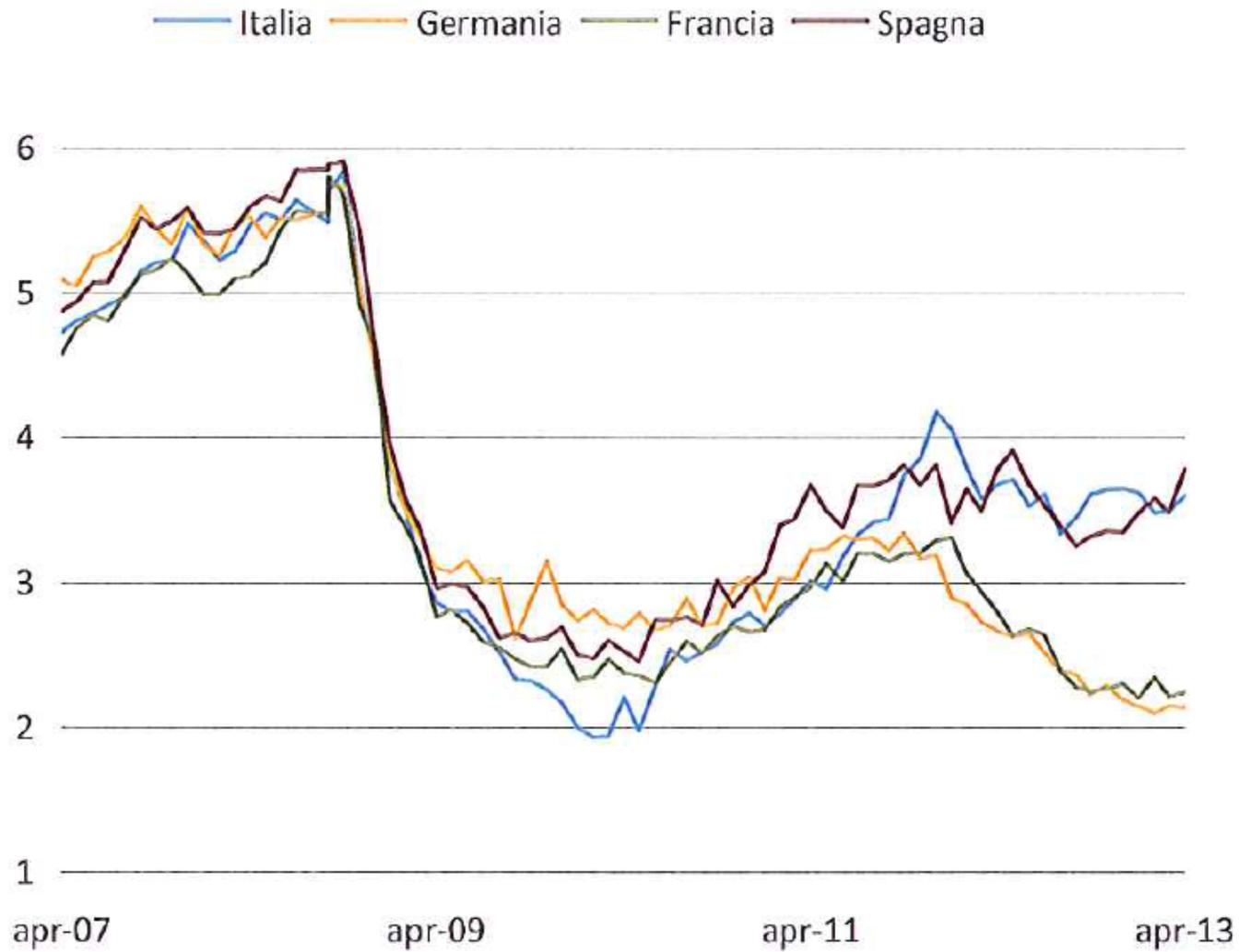
1) L'evoluzione del credito: un confronto europeo

Impieghi alle società non finanziarie

Variazioni su base annua corrette per le cartolarizzazioni



Tassi di interesse sugli impieghi alle imprese – nuove erogazioni



La crisi del debito pubblico si lega così strettamente alla crisi bancaria.

Dunque la crisi finanziaria e poi economica internazionale è diventata “crisi del debito sovrano”:

- tassi di interessi troppo alti sui titoli pubblici

Punto chiave:

- la crisi non ha in sé meccanismi automatici di aggiustamento

Il paradosso è che in Europa e nel mondo c'è una grande liquidità, ma questa non si dirige verso i titoli dei paesi coinvolti (pubblici e azionari) perché sono ritenuti troppo rischiosi.

Nell'estate 2013 si ha qualche timido segnale di ripresa, ma la situazione dei paesi periferici resta ancora molto grave.

Sono necessari moltissimi anni di ulteriore, forte austerità per ridurre il loro debito

Table 1. Number of years required for peripheral countries to halve their debt levels

	Debt-to-GDP ratio (%) in 2013	Number of years needed to halve the debt levels		
		Primary surplus		
		2%	3%	4%
Spain	100	25	16	12
Ireland/Portugal	120	30	20	15
Italy	130	32	21	16
Greece	180	50	30	22

Fonte: De Grauwe-Yi, Ceps Commentary 4.10.2013