

Analisi sulla crisi dei debiti sovrani dell' Europa meridionale.

Dalle cause alle soluzioni: la proposta degli Eurobond

Relatore: Prof. Michele Battisti

Candidato: Leonardo De Vizio (Mat. 067362)

Sin dall'inizio dell'integrazione economica europea, l'esigenza di un efficace coordinamento fra la politica fiscale degli Stati Membri era chiaro. Le risposte che le istituzioni europee hanno dato a questa necessità hanno evidenziato alcune inadeguatezze strutturali.

A livello europeo, la funzione di stabilizzazione delle finanze statali è stata fondata su due strumenti di controllo: i Criteri di Convergenza ed il Patto di Stabilità e Crescita.

I criteri di convergenza, espressi dal Trattato di Maastricht, sono i tre requisiti più importanti in vista dell'ammissione degli Stati Membri all'Unione Monetaria Europea. I criteri riguardano vari parametri macroeconomici come il tasso d'inflazione (che non deve superare di oltre 1 ½ punti percentuali quello dei tre Stati membri con il miglior dato), il rapporto debito/PIL (che non può superare il 60%) e deficit/PIL (che non può eccedere il 3%).

Il Patto per la stabilità e la crescita, invece, aveva il compito di sostenere ed integrare le norme del Trattato di Maastricht nel monitoraggio delle situazioni finanziarie degli Stati Membri. Il Patto tuttora presenta due compiti fondamentali: prevenire politiche di bilancio irresponsabili e dissuadere dal mancato rispetto delle direttive sovranazionali. La prima versione del Patto si è rivelata strutturalmente inadeguata, tanto da giustificare due riforme fra il 2005 ed il 2011.

Nel corso degli anni, gli Stati membri sono sempre stati riluttanti a sottoporre il loro operato al controllo assoluto delle istituzioni sovranazionali, così hanno conservato un ampio potere decisionale. Oltretutto la Governance europea si è spesso rivelata sterile, tanto da rendere possibile la violazione delle regole economiche. I governi, sin dall'adozione della moneta unica, hanno continuato a spendere troppo, registrando deficit eccessivi o debiti difficilmente sostenibili nel lungo periodo.

Le deficienze strutturali delle economie dei Paesi dell' Europa del Sud si riflettono in una complessiva carenza di competitività. Prima dell'esplosione della crisi del debito, Italia e Portogallo presentavano la più evidente incapacità di generare un tasso di crescita costante, mentre Spagna e Grecia manifestavano dati più positivi.

Questo limite diviene evidente quando si guardano i dati relativi al costo del lavoro e alla produttività marginale, fattori chiave per attrarre investimenti esterni. È facile scoprire che il costo unitario del lavoro è aumentato più nei Paesi dell'Europa meridionale che in quelli dell'Europa settentrionale. Questo aumento sistematico, però, non è coinciso con un innalzamento proporzionale della produttività marginale del

lavoro. Anzi, considerando i dati dal 1980 ad oggi, i salari nominali sono cresciuti più rapidamente della produttività del lavoro.

Altro fattore strutturale che genera difficoltà finanziaria è la cosiddetta “crisi della bilancia dei pagamenti”.

L'introduzione di una moneta unica europea ha favorito le esportazioni delle potenze industriali del nord Europa (come la Germania), che hanno tratto vantaggio dall'assenza di un tasso di cambio sfavorevole. Gli Stati meridionali, invece, sono stati così costretti ad un deficit costante nella bilancia dei pagamenti.

Altro rilevante termometro macroeconomico della mancanza di competitività e degli eccessivi costi del mercato del lavoro è il tasso di disoccupazione. Nell'Europa meridionale, la mancanza di occupazione è strutturalmente elevata per alcune categorie sociali (es. i giovani che vogliono entrare nel mercato del lavoro spagnolo) o per determinate aree geografiche meno sviluppate (es. il sud Italia).

Nei paesi mediterranei, la forza e l'influenza di alcuni gruppi di pressione spesso non ha consentito efficaci riforme del mercato del lavoro, perpetuando una condizione di rigidità strutturale dell'impiego. Le difficoltà ad entrare nel mercato del lavoro, oltretutto, hanno condizionato l'accrescimento della quota di disoccupazione complessiva, spesso al di sopra della media dell' Eurozona.

Fondamentale per comprendere la dimensione culturale della crisi dei debiti sovrani è la quantificazione dell'evasione fiscale. Nel 2007 l'economia sommersa europea ha raggiunto il suo massimo storico di € 2,2 miliardi. Mentre Spagna e Portogallo si trovano vicine alla media UE, i numeri sono rilevanti soprattutto nel caso greco ed italiano. In particolare, l'Italia registra un'economia sommersa pari a 338 miliardi di euro (il 22% del PIL) mentre, il sommerso incide sul del PIL ellenico fino al 25%, secondo dato più alto nella zona Euro.

Un ultimo fattore di inadeguatezza istituzionale è riscontrabile al livello europeo e si concretizza nella mancanza di competenze della Banca centrale europea. Le politiche monetarie sono dirette a mantenere il tasso d'inflazione annuale al di sotto, ma vicino, al 2%. Quindi, secondo l'ordinamento europeo, la BCE non potrebbe acquistare titoli di debito pubblico sul mercato primario o prestare direttamente alle istituzioni pubbliche degli Stati Membri. I Paesi della zona euro, così, non potrebbero contare sull'aiuto della banca centrale nel caso in cui i mercati perdessero la fiducia nella loro capacità di ripagare i propri titoli di debito. L'introduzione della moneta unica europea, poi, ha reso più basso il costo del denaro per gli Stati membri del Sud Europa, nonostante questi presentassero evidenti carenze macroeconomiche. Prima della crisi finanziaria mondiale, i rendimenti dei titoli degli Stati dell'Europa Meridionale erano innaturalmente contenuti. Questi Paesi, spesso aiutati da rating benevoli, hanno beneficiato dell'Euro per diminuire il costo del loro debito, fino a portarlo a livelli comparabili a quelli tedeschi.

Infine, nel panorama della crisi del debito pubblico nell'Europa del Sud è interessante notare come in Spagna le dinamiche scatenanti la crisi del debito siano differenti e risiedano nella bolla del mercato immobiliare. L'insostenibilità del debito accumulato dal settore privato ha costretto lo Stato iberico ad un intervento di salvataggio. Quando le banche si sono trovate senza la liquidità necessaria per rimborsare gli

investitori internazionali, lo Stato ha dovuto acquisire il debito bancario, sostituendolo, di fatto, con l'accumulo di debito pubblico. Inoltre, la crisi economica ha imposto interventi per innalzare la domanda aggregata attraverso l'utilizzo di politiche fiscali che stimolassero i consumi. In questo modo, però, il governo ha continuato ad aumentare la sua spesa, fino a renderla eccessiva.

Una volta analizzate le cause, è interessante riportare le reazioni di breve e lungo periodo che gli eventi verificatisi dal 2008 ad oggi hanno generato.

Negli ultimi anni gli Stati del Sud Europa sono stati costretti ad attuare piani d'austerità, basati su tagli alla spesa pubblica e l'aumento della tassazione, al fine di riuscire a ripagare i sempre crescenti interessi sul proprio debito sovrano. Le politiche di rigore fiscale adottate dai governi nazionali, però, sovente non hanno condotto ad una piena autosufficienza finanziaria, costringendo in molteplici casi alla richiesta di aiuti da parte delle istituzioni europee, come accaduto per il Portogallo e per la Grecia (due volte).

Gli strumenti di gestione della crisi varati a livello europeo, quindi, hanno l'obiettivo di ridurre il costo del denaro per i paesi con situazioni finanziarie incerte attraverso la creazione di un quadro coerente di strumenti istituzionali di salvaguardia. I due strumenti adottati temporaneamente dall'Unione Europea sono il fondo europeo di stabilità finanziaria (EFSF) ed il meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (EFSM). A causa del basso livello di fiducia, i mercati non forniscono più risorse agli Stati con situazioni finanziarie critiche. Quindi, lo scopo dei nuovi fondi di credito è fornire agli Stati membri ciò di cui più hanno bisogno: liquidità ed assistenza. Per garantirsi gli aiuti finanziari, però, i Paesi in difficoltà di bilancio devono adottare piani di risanamento del bilancio pubblico.

I principali compiti assegnati ai due istituti temporanei sono l'emissione di obbligazioni e altri titoli di debito, la concessione di prestiti ai Paesi in difficoltà, l'intervento nei mercati del debito primario e secondario, piuttosto che il finanziamento delle ricapitalizzazioni delle istituzioni finanziarie. Le strutture sono progettate per garantire i pagamenti anche in caso di insolvenza dei debitori, così da ottenere buone valutazioni da parte delle principali agenzie di rating.

In ultima istanza, però, la credibilità dell' Eurozone dipende soprattutto dall' attuazione di drastiche riforme strutturali. Gli interventi più rilevanti in questo campo riguardano l'istituzione del meccanismo europeo di stabilità (ESM), la sottoscrizione del trattato sulla stabilità, il coordinamento e la governance nell'Unione economica e monetaria (TSCG) e l'approvazione del "Six-Pack".

Le competenze del ESM ricalcano quelle dei due fondi temporanei, però la creazione di un organo con un orizzonte temporale più ampio istituzionalizza la funzione europea d'assistenza finanziaria precauzionale. Il TSCG, invece, risponde a tre esigenze fondamentali: garantire la stabilità economica, migliorare il coordinamento delle politiche fiscali nazionali ed implementare un assetto di governance più efficiente. La parte più influente del trattato è il cosiddetto "Fiscal Compact". Un' insieme di nuove norme che istituisce l'obbligo di convergere verso gli obiettivi di medio termine stabiliti nel nuovo Patto di stabilità e crescita, prevedendo l'utilizzo di meccanismi automatici in caso di squilibrio eccessivo e l'implementazione di

clausole di salvaguardia. La forza giuridica degli obblighi si fonda su norme costituzionali (o di eguale importanza) di diritto interno.

Il Six Pack, infine, è formato da un complesso di misure (cinque regolamenti ed una direttiva) col fine di garantire una sorveglianza macroeconomica più efficiente nell'area dell'Euro, istituendo a livello europeo poteri di prevenzione e correzione più significativi.

Accanto alle decisioni adottate dagli organi politici, la Banca centrale europea ha in parte modificato le proprie funzioni. La BCE ha annunciato pubblicamente l'inizio dell'acquisto di titoli del debito nazionale degli Stati europei con operazioni sul mercato secondario. Lo scopo è di agevolare una efficace trasmissione della politica monetaria, così da aiutare i governi a non peggiorare la propria situazione debitoria. Al giorno d'oggi, la BCE detiene gran parte titoli di stato dell' Europa meridionale, ma non è riuscita ad evitare un aumento dei rendimenti obbligazionari.

Nonostante queste misure, però, la fine della crisi dei debiti sovrani è ancora lontana. Nel corso dei mesi si sono avvicendate innumerevoli proposte per far fronte alle inefficienze strutturali nazionali e sovranazionale. Una delle proposte più significative, di certo, è l'introduzione degli Eurobond.

Il termine "Eurobond" si riferisce all'idea di un titolo di Stato emesso a nome di tutti gli Stati membri dell'Eurozona, che garantisca un grado di responsabilità più diffuso ed un aumento delle garanzie di solvibilità.

La prima proposta di " Union Bond " europeo fu fatta nei primi anni novanta da Jacques Delors, economista e politico francese. Normalmente, la formazione di un mercato obbligazionario comune è una logica conseguenza dell' introduzione di una moneta unica. Invece, la mancanza di questo processo nella zona Euro ha generato una disfunzione macroeconomica, rompendo il rapporto tra l'unione monetaria e il mercato del debito.

Le motivazioni più frequentemente a supporto della riforma degli Eurobond sono la relativa importanza dell'Euro sui mercati valutari internazionali e gli eccessivi tassi d'interesse pagati sui debiti pubblici nazionali. La variabile chiave per l'introduzione degli Eurobond, però, è la riduzione del rischio morale: l'opportunismo post-contrattuale, che può indurre i Paesi membri a perseguire i propri interessi a spese delle controparti, a causa dell'impossibilità, per quest'ultime, di verificare l'eventuale negligenza.

Le diverse proposte accademiche di Eurobond hanno cercato di diminuire il rischio di default ed aumentare la trasparenza fiscale, agganciandola a meccanismi tipici del mercato borsistico, come il mantenimento di una quantità di indebitamento proporzionata al reddito. Questo equilibrio potrebbe essere garantito dall' accesso limitato ai benefici che il comune mercato obbligazionario potrebbe generare.

Il dibattito pubblico riguardo la proposta di obbligazioni europee comuni si è riaperto dal 2009. Nel corso dei mesi, le proposte più interessanti e futuribili si sono rivelate la "Gross – Micossi", la "De Grauwe – Moesen" ,la "Tremonti – Junker" e, soprattutto, i Blue bond.

La questione ha poi assunto importanti risvolti politici quando la Commissione europea, con l'appoggio del

presidente Barroso, ha diffuso il “Green Paper” sulla possibilità di introdurre gli Stability Bonds.

L’eventualità che gli Stati del sud potessero sfruttare tassi d’interesse più favorevoli sul debito per incrementare la propria spesa e così perpetuare una gestione irresponsabile delle finanze pubbliche, ha generato la contrarietà della Germania.

Alla visione tedesca, invece, si è più volte contrapposto uno schieramento guidato dal presidente francese Hollande e costituito da tutti i leader degli Stati del sud Europa.