

# Il ruolo della Germania nella crisi europea

Vladimiro Giacché

Associazione Risorse  
Treviglio , 12 maggio 2016

# Struttura della presentazione

---

- La narrazione standard della crisi fase 1: 2007-2009. Finanza colpevole: una spiegazione convincente?
- La narrazione standard della crisi fase 2: 2010-2014. Debito pubblico eccessivo: una spiegazione convincente?
- Alla ricerca di una spiegazione alternativa: la crisi come effetto di una evoluzione strutturale
- Le leve della crescita nei paesi a capitalismo maturo dagli anni 1980: finanza e debito
- Il ruolo dell'euro nella crisi europea
- Il ruolo della Germania
- Possibili prospettive

# Davvero il punto di inizio è il 2007?

---

- ◉ La Grande Recessione inizia nel 2007, come crisi del mercato finanziario del debito (privato) Usa. Assume dimensioni globali e dopo il fallimento di Lehman Brothers (settembre 2008) sembra portare al collasso il sistema finanziario internazionale.
- ◉ Gli effetti della crisi sono devastanti in particolare per i paesi capitalistici avanzati: USA, UE e Giappone.
- ◉ A fronte di questo, le spiegazioni della crisi sono confuse, contraddittorie e incoerenti: effetto-Babele o effetto John Belushi.

# La crisi come ci è stata spiegata

---

- La crisi iniziata nel 2007 ci è stata spiegata così...
- **L'elenco dei suoi presunti colpevoli è molto più lungo delle scuse di John Belushi nella celebre scena del film Blues Brothers.**
  - Mutui *subprime*,
  - obbligazioni strutturate,
  - derivati sui crediti,
  - avidità dei banchieri,
  - società di rating colluse con le banche,
  - orientamento al profitto di breve termine,
  - creazione di veicoli finanziari fuori bilancio,
  - inefficacia del *risk-management*,
  - lacune regolamentari,
  - politica monetaria della Federal Reserve,
  - eccesso di consumo degli Stati Uniti,
  - eccesso di risparmio della Cina...
- Non sono mancate neppure motivazioni più metafisiche, come la “fragilità umana”, menzionata in un sorprendente articolo del «Financial Times».

# Il colpevole preferito

---

- **Con il passare del tempo l'attenzione si è però consolidata su un colpevole: “finanza”, “finanziarizzazione dell'economia”.**
- **Si è così giunti alla formula magica: “una crisi finanziaria che ha contagiato l'economia reale”**
- Spesso, a livello di divulgazione popolare, con un approccio moralistico si è fatto ricorso all'immagine dei “finanziari truffatori”
- **Narrazione tranquillizzante: la crisi ha un colpevole (esterno ai meccanismi di funzionamento del sistema economico). Individuato e punito, la crisi finirà.**

# Ma i conti non tornano...

---

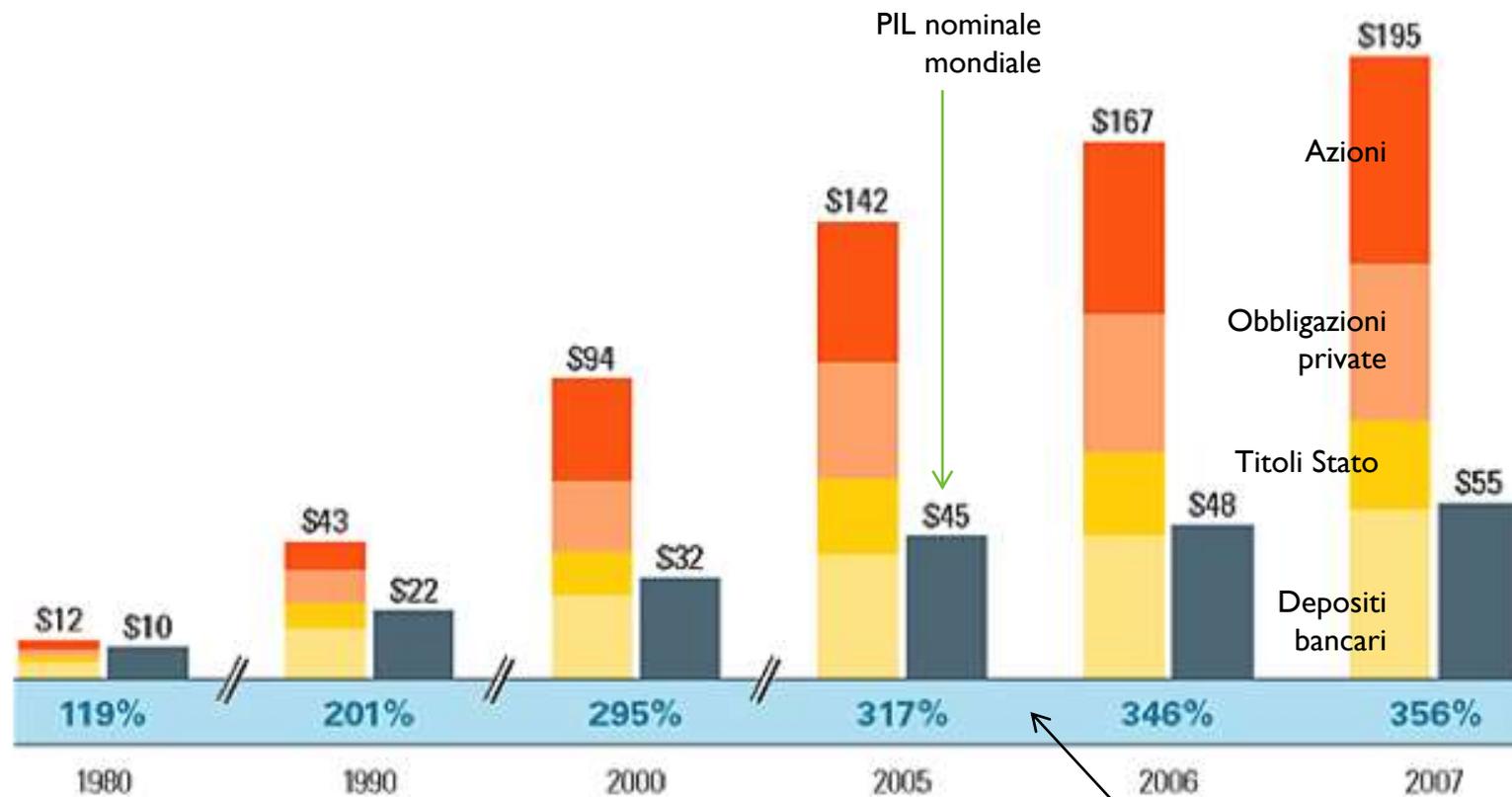
- ◉ Spiegazione molto semplicistica. In realtà non è neppure una spiegazione: non spiega né il decorso, né la gravità della crisi.
- ◉ Ma soprattutto è incoerente con le misure anti-crisi (tassi di interesse a 0%, politiche monetarie non convenzionali eccezionalmente espansive): se il problema è la finanza e la speculazione, perché adottare misure che incentivano l'una e l'altra?

# Proviamo a seguire un'altra pista

---

- Se la crisi fosse endogena?
- Se essa risiedesse in meccanismi di fondo del funzionamento del sistema economico?
- **La crisi del 2007/2008 è la crisi (irreversibile?) di un modello/pattern di sviluppo economico.**
- Il modello, inaugurato negli anni Ottanta, e entrato in crisi nel 2007/2008, che ha garantito la crescita nei paesi capitalistici avanzati attraverso un'insostenibile crescita di debito e asset finanziari ("*financial depth*") che in poco meno di 30 anni sono passati dal 119% del pil mondiale (1980) al 356% (2007)

## Il modello della crescita a debito



Fonte: McKinsey Global Institute 2008  
Dati in migliaia di miliardi di dollari

«financial depth»:  
incidenza della finanza sul PIL

# Le leve che hanno impedito la stagnazione

---

- L'esplosione della finanza e del credito, ha svolto negli anni che hanno preceduto la crisi tre funzioni:
  - sostenere artificialmente i consumi pur in presenza di un'insufficiente capacità di spesa effettiva delle famiglie causata dal calo dei redditi da lavoro
    - (i mutui *subprime* sono l'esempio migliore di queste facilitazioni creditizie, e non è un caso che l'innescò della crisi finanziaria sia stato rappresentato proprio da obbligazioni collegate a questi mutui)
  - sostenere interi settori industriali già afflitti da un cronico eccesso di capacità produttiva
    - (si pensi al ruolo giocato dal credito al consumo nel settore automobilistico)
  - offrire la via di fuga della speculazione a capitali che trovavano ormai poco redditizio l'impiego industriale
    - (negli Usa negli anni precedenti la crisi il 40% dei profitti totali faceva capo al settore finanziario, e la stessa General Electric per anni ha visto oltre il 50% dei propri utili provenire da GE Capital, il suo ramo finanziario).

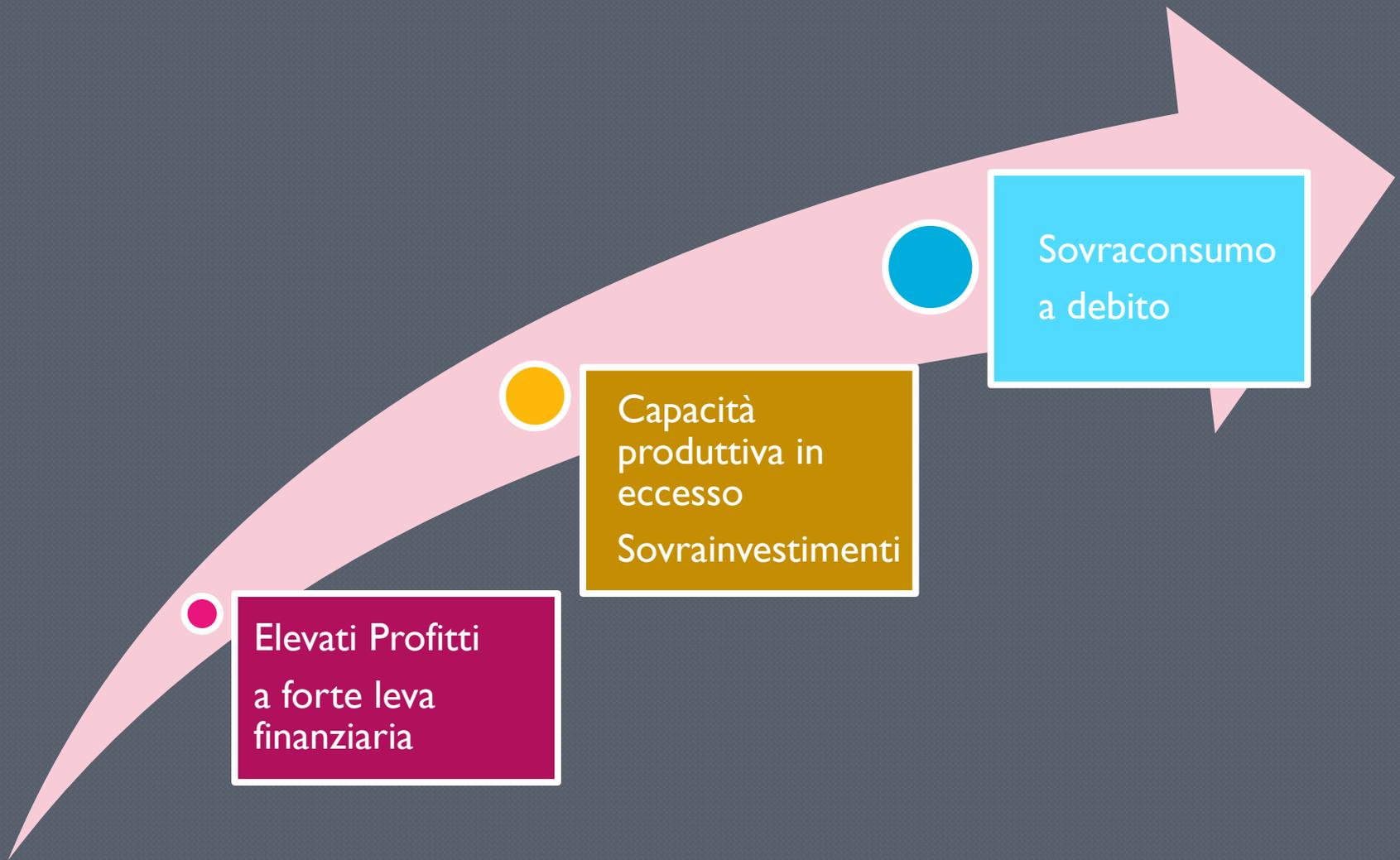
# Le leve finanziarie che hanno impedito la stagnazione (visualizzazione)

---



# Ma non tutto è avvenuto allo stesso tempo...

---



# Anche se la crisi del 2007 è stata deflagrante, le sue cause «covavano» da tempo

- La crisi non è un incidente, non è esogena, al contrario: essa mostra una continuità o meglio una consequenzialità rispetto ad alcuni trend di fondo.
- L'innesco della crisi è rappresentato dal collasso del modello di consumo degli Stati Uniti, basato sull'indebitamento privato, che consentiva di mantenere consumi elevati nonostante stipendi in calo ormai da decenni (per i dati relativi vedi V. Giacché, *Titanic Europa*, 2012, pp. 29-30).
- Viene alla luce un "sistema bancario ombra", che consentiva di occultare una leva finanziaria elevatissima (rapporto attività/mezzi propri pari o superiore a 30).
- In tal modo le perdite maturate in alcuni settori (mutui subprime e obbligazioni basate su di essi) si estendono a macchia d'olio agli altri, nel momento in cui le banche e le società finanziarie coinvolte sono costrette a vendere in perdita gli assets finanziati a leva.
- Il sistema finanziario è sconvolto dalla crisi e ne amplifica gli effetti. Quando nel settembre 2008 la banca d'investimento Lehman Brothers fallisce, la circolazione del capitale sembra per qualche tempo interrompersi su scala mondiale, si verificano corse agli sportelli e fenomeni di tesaurizzazione.
- Crollano produzione e commercio internazionale.

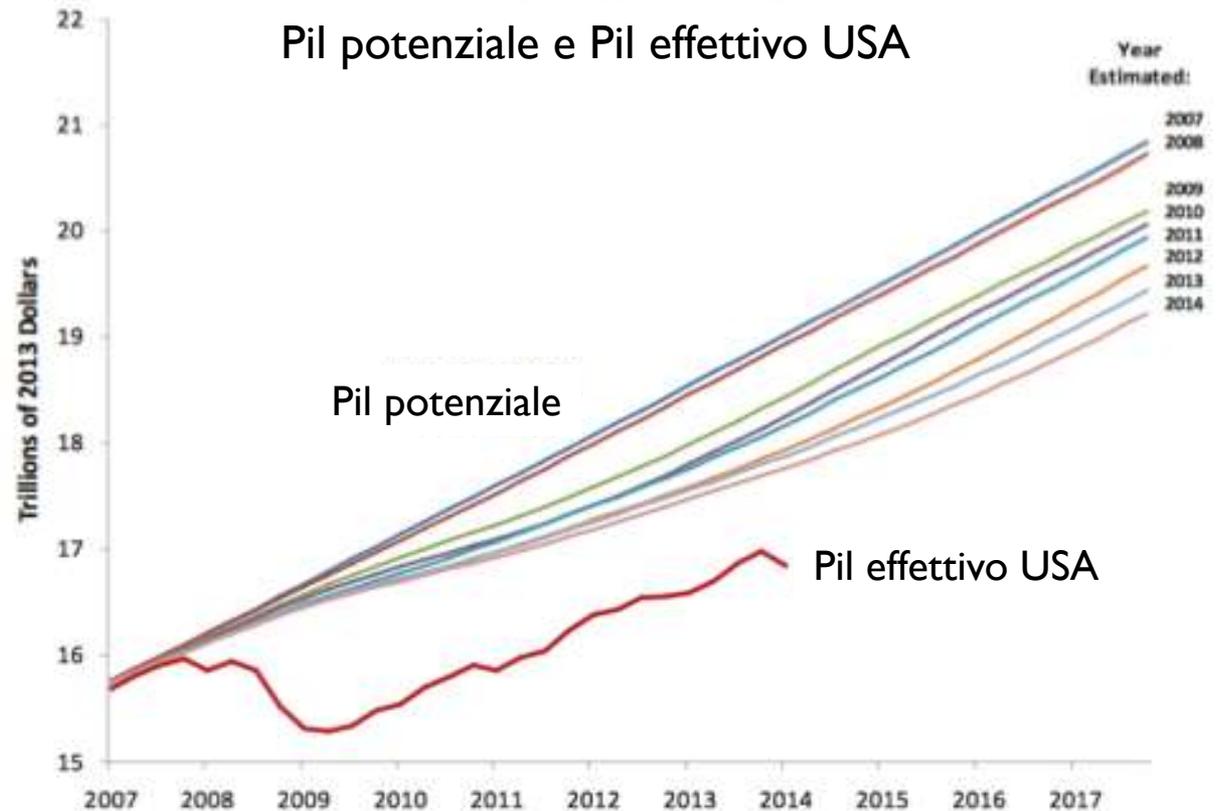
# 2008-2009: bancarotte a catena evitate con salvataggi pubblici senza precedenti

---

- Tra la fine del 2008 e la prima metà del 2009 la bancarotta delle principali istituzioni finanziarie a livello mondiale, ma anche di molte grandi imprese manifatturiere (si pensi al settore automobilistico statunitense), fu sventata soltanto grazie a interventi pubblici di salvataggio senza precedenti
- Nel giugno 2009 la Bank of England rivelò che i sussidi e le garanzie offerti dalle banche centrali e dai governi degli Stati Uniti, della Gran Bretagna e dei paesi dell'Eurozona a sostegno del sistema bancario ammontavano alla cifra di 14.000 miliardi di dollari.
- Si trattava – precisava lo stesso rapporto – di una cifra equivalente a circa il 50% del prodotto interno lordo di quei paesi (Bank of England 2009). Si ebbe in tal modo una gigantesca trasformazione di debito privato in debito pubblico o, per essere più chiari, una gigantesca socializzazione delle perdite.
- La crisi iniziata nel 2007 ha distrutto capitale reale e fittizio in enorme quantità (a conferma del carattere non ciclico della crisi). Ma non è riuscita a rilanciare l'accumulazione di capitale su scala globale.
- Stati Uniti, Giappone e Unione Europea (e più in particolare l'eurozona) si trovano molto al di sotto della crescita potenziale stimata prima della crisi.

## Crescita effettiva e crescita potenziale negli Stati Uniti...

### Pil potenziale e Pil effettivo USA

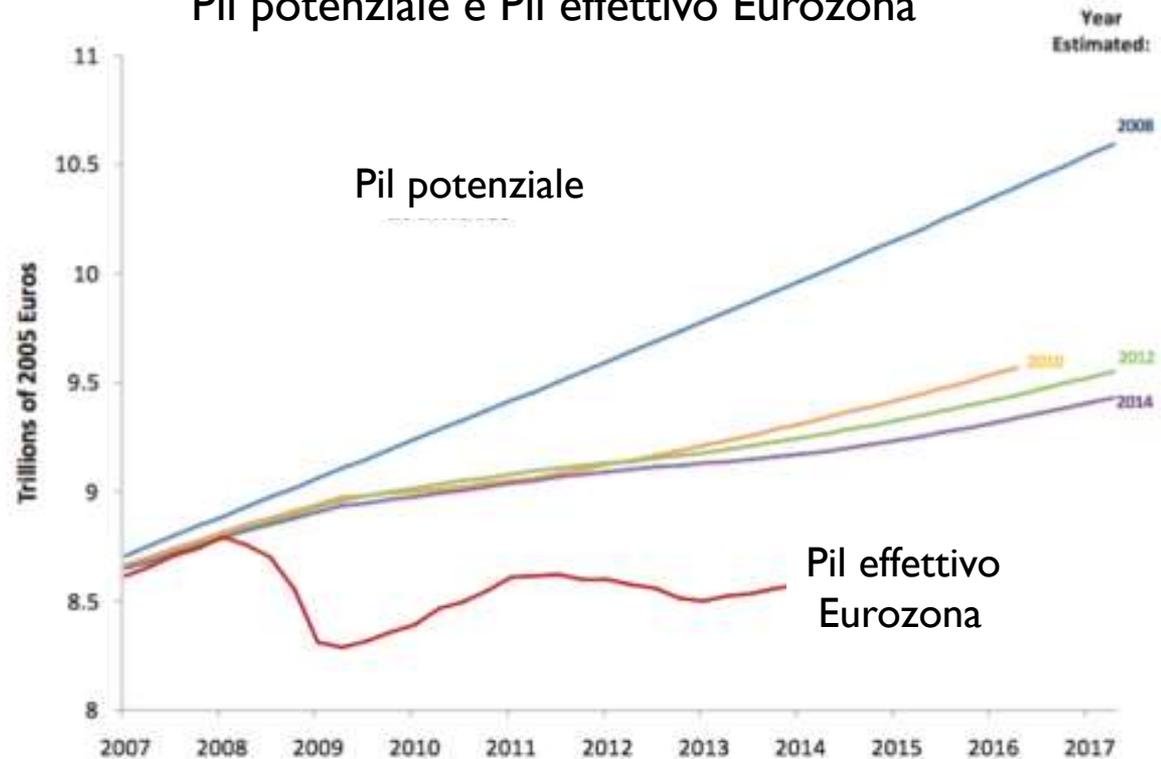


Le previsioni sono state corrette al ribasso, ma la realtà continua ad essere ben diversa!

Sources: Congressional Budget Office, Bureau of Economic Analysis.

## ..e nell' Eurozona

### Pil potenziale e Pil effettivo Eurozona



Anche in questo caso le previsioni sono state corrette al ribasso, ma la realtà continua ad essere ben diversa!

Sources: IMF World Economic Outlook Databases, Bloomberg.

# La vera misura del debito

---

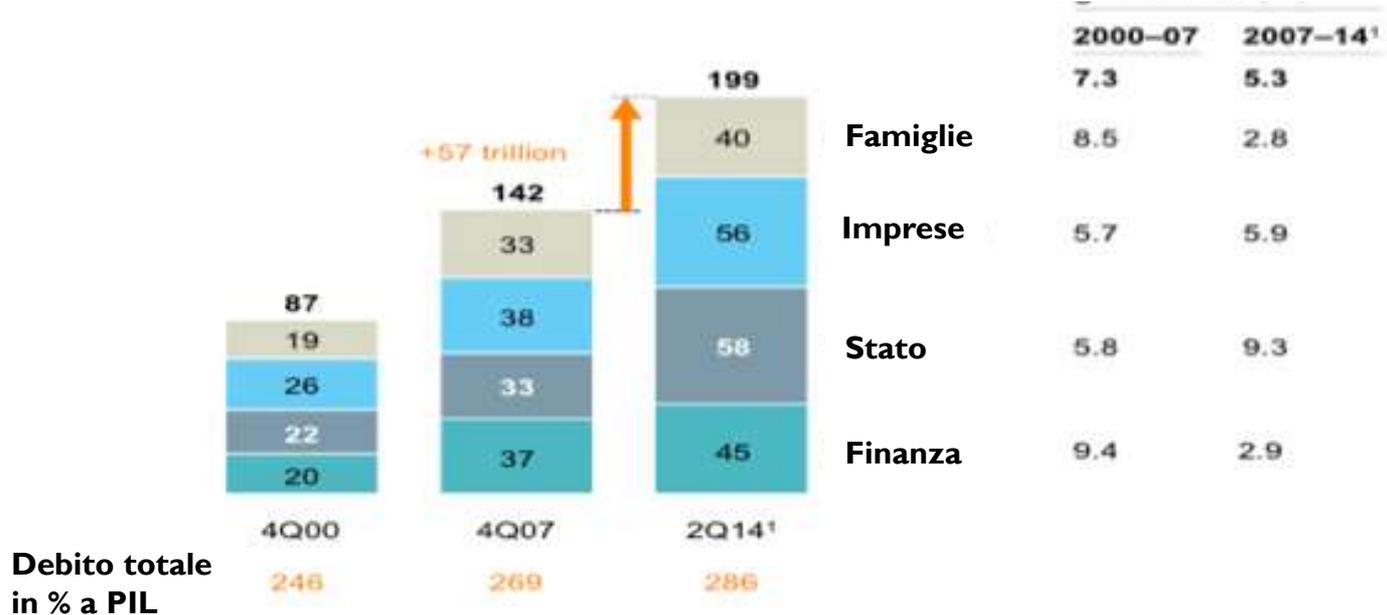
- L'unico risultato ottenuto dai salvataggi pubblici è stato quello di ridurre in proporzione (ma non in cifre assolute) la quota del debito privato aumentando quella del debito pubblico.
- Il debito complessivo è cresciuto di 57 trilioni di dollari dal 2007. Sia nei paesi a capitalismo maturo, sia nelle economie emergenti (Cina inclusa).

# 57.000 miliardi di dollari di debito in più

Il debito globale è cresciuto di 57 trilioni di dollari dal 2007, superando la crescita del PIL mondiale

Stock di debito in essere per tipologia  
in trilioni di \$ a tassi di cambio 2013

Tasso di crescita annuale  
cumulato (%)



<sup>1</sup> 2Q14 data for advanced economies and China; 4Q13 data for other developing economies.  
NOTE: Numbers may not sum due to rounding.

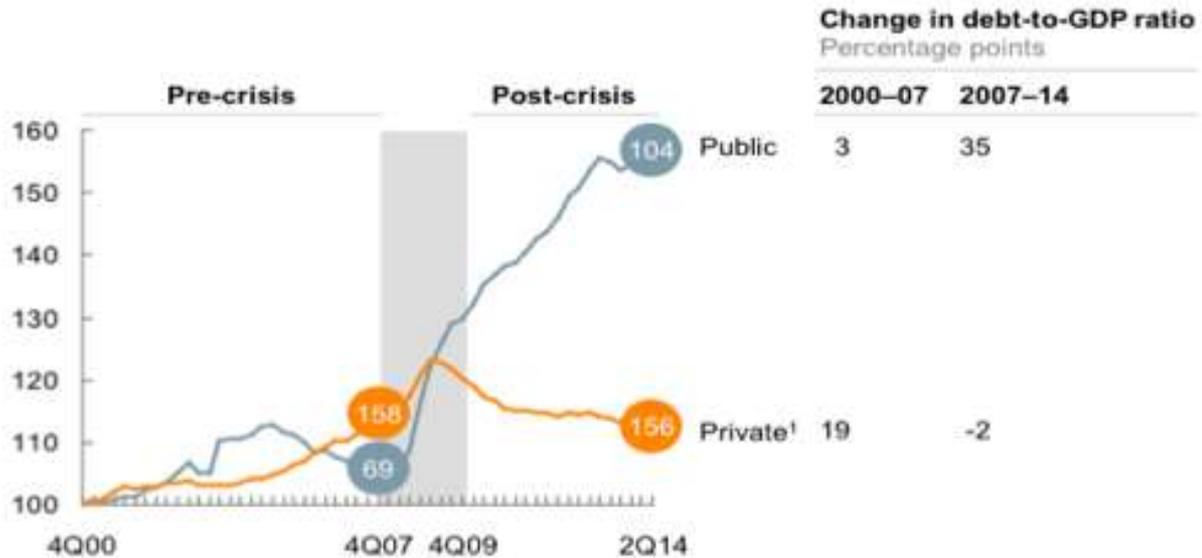
SOURCE: Haver Analytics; national sources; *World economic outlook*, IMF; BIS; McKinsey Global Institute analysis

# Un po' di debito privato in meno, molto debito pubblico in più

In advanced economies, private-sector deleveraging has been accompanied by a rapid increase in public debt

Debt by sector in advanced economies (% of GDP)  
Index: 100 = 2000

● Actual debt-to-GDP ratio (%)



<sup>1</sup> Includes household and non-financial corporate sector debt.

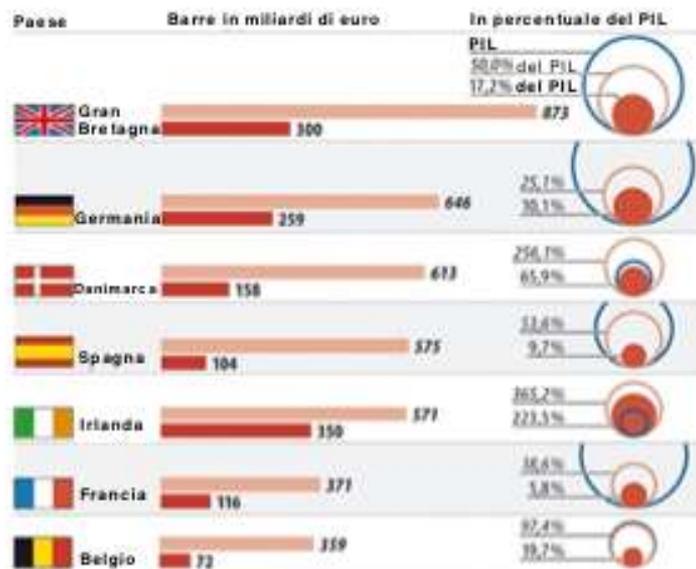
NOTE: Debt as percent of GDP is indexed to 100 in 2000; numbers here are not actual figures.

SOURCE: Haver Analytics; national central banks; McKinsey Global Institute analysis

## Quanto hanno speso gli stati europei per salvare le banche dal 2008

Aluti finanziari concessi\*  
(dal 2008 a settembre 2012)

Fondi effettivamente utilizzati  
(dal 2008 al 2011)



\* Includo le garanzie

Fonte: Commissione Europea, DG Concorrenza, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 16 agosto 2013

# La crisi in Europa e la favola dei 5 porcellini

---

**La crisi è scoppiata anche in Europa**

**Qui la narrazione è stata più monocorde**

**I colpevoli della crisi in questo caso sarebbero gli Stati (PIIGS):**

- la Grecia (che ha taroccato i bilanci),
- l'Irlanda (che ha salvato le proprie banche private finendo in bancarotta),
- la Spagna (che non ha impedito il formarsi di una gigantesca bolla immobiliare),
- il Portogallo (che non cresce abbastanza e ha una bilancia commerciale molto squilibrata),
- e infine l'Italia (che ha un debito pubblico troppo elevato... da trent'anni).

Ma tirando le somme in questo caso il colpevole “prediletto” individuato dalla narrazione mainstream è il debito pubblico.

# Le origini prevedibili della “crisi del debito pubblico”

---

“la gigantesca trasformazione di debito privato in debito pubblico, se non è riuscita né a ridurre l’entità complessiva del debito né a rianimare l’economia, può porre le premesse di un’ulteriore crisi del debito: quella, appunto, del debito pubblico; con uno Stato costretto a impegnare risorse che non ha e oltretutto privato dalla stessa crisi delle entrate fiscali necessarie anche solo a sostenere la normale amministrazione. A questo punto il risultato... sarebbe una pesantissima crisi fiscale dello Stato, un’ulteriore drastica riduzione del suo ruolo nell’economia e il campo libero lasciato alle grandi multinazionali private... Se così accadesse, del *welfare* resterebbe ben poco”

(V. Giacché, “Karl Marx e le crisi del XXI secolo”, introduzione a K.Marx, *Il capitalismo e la crisi*, 2009, pp. 49-50)

- La verità è che la dinamica di crescita del debito pubblico negli ultimi anni non ha nulla di autonomo. Essa, al contrario, è derivata dalla crisi. In Europa più che altrove.

# Debito pubblico: causa o conseguenza della crisi?

---

- ◉ **Il problema del debito pubblico esplose come conseguenza della crisi.**
- ◉ Rivela squilibri di fondo tra i paesi europei, che l'euro non soltanto non ha sanato, ma ha addirittura accentuato.
- ◉ Paradossalmente, all'origine di buona parte dei problemi che oggi affliggono l'Europa ci sono alcuni dei più grandi successi dell'euro:
  - la convergenza dei tassi d'interesse all'interno dell'eurozona
  - la fine dei rischi legati al tasso di cambio.

# Successo I: convergenza dei tassi di interesse

---

- La moneta unica ha ridotto e uniformato i tassi d'interesse in tutta l'Eurozona, portandoli al livello dei tassi tedeschi.
- Questo ha permesso di abbassare notevolmente gli interessi bancari e gli stessi rendimenti dei titoli di Stato.
- Ma ha rappresentato per molti paesi il canale che ha favorito un rapido aumento dell'indebitamento privato e la formazione di vere e proprie bolle immobiliari (come è successo in Grecia, Spagna, Portogallo e Irlanda).

## Successo 2: eliminazione del rischio di cambio

---

- La moneta unica ha eliminato le diverse valute preesistenti, eliminando quindi i rischi di cambio all'interno dell'area valutaria.
- Questo ha aumentato i commerci all'interno dell'Eurozona, ma al tempo stesso ha impedito le svalutazioni competitive
- Nel gioco di rafforzamento della specializzazione produttiva i vari paesi hanno seguito strade diverse.
- La Germania ha seguito la storica vocazione di industria manifatturiera, mentre altri paesi si sono focalizzati maggiormente sul settore dei servizi.
- Va notato che molti di questi servizi (si pensi all'edilizia, o al commercio) non sono rivolti all'esportazione e quindi il loro sviluppo non comporta alcun beneficio per la bilancia commerciale.
- Non sorprendentemente alcuni paesi – gran parte di quelli che oggi sono in difficoltà – si sono progressivamente deindustrializzati e hanno cominciato a maturare deficit sempre più cronici nei confronti dell'estero.

# L'afflusso di capitali nasconde i deficit

---

- Perché il peso dei deficit commerciali non è stato subito evidente?
- Per diversi anni il disavanzo commerciale è stato compensato da un forte afflusso di capitali da parte dei paesi più forti dell'area valutaria (per intenderci: la Germania esportava in Spagna o in Grecia non solo beni, ma anche risparmi)
- Si sono così polarizzate le leve della crescita: da un lato una crescita a debito (gonfiata da bolle creditizie e immobiliari); dall'altro una crescita trainata dalle esportazioni. Questo ha condotto a una sempre maggiore divergenza economica tra paesi "periferici" e paesi "neomercantilisti", a tutto beneficio dei secondi.

# Dalla polarizzazione delle economie alla crisi

---

- La crisi ha interrotto l'afflusso di capitali che “mascherava” i deficit commerciali ed ha reso evidente che la convergenza tra le economie dell'eurozona era solo apparente
- Perché la specializzazione produttiva fra paesi non è un gioco in cui nessuno perde:  
  
I paesi che accumulano un deficit commerciale cronico, diventano cronicamente dipendenti dal debito... e poco importa se questo debito è privato (delle famiglie e delle imprese) o pubblico...
- **Dunque il problema di fondo, non è il debito, ma la divergenza tra le economie dell'eurozona, in assenza di meccanismi di riequilibrio.**
- La crisi non ha creato quella divergenza, l'ha solo resa evidente.
- Per dirla con Marx:
  - “Le crisi sono sempre soluzioni violente soltanto temporanee delle contraddizioni esistenti ed eruzioni violente che servono a ristabilire l'equilibrio turbato”

# Divergenza figlia di chi?

## IL PADRE

---

- ◉ **L'euro**
- ◉ Per le ragioni viste sopra, ma in particolare perché l'eliminazione del mercato dei cambi ha eliminato un meccanismo di riequilibrio molto rapido dei differenziali di competitività

## LA MADRE

---

- ◉ **Spregiudicata politica mercantilistica condotta dalla Germania dal 2003 in poi**
- ◉ Una politica spregiudicata e non cooperativa (le politiche mercantilistiche sono sempre non cooperative), ma radicata nei Trattati EU

# La “via maestra” alla competitività tracciata nei Trattati europei

---

- I Trattati europei non soltanto enfatizzano la natura "competitiva" che devono avere le economie dell'Unione, ma incentivano gli Stati membri a recuperare competitività facendo leva su:
  - fiscalità al ribasso per le imprese
  - compressione di salari e diritti
    - (in gergo: dumping fiscale e dumping sociale).

In entrambi i casi, infatti, i Trattati prevedono che l'eventuale armonizzazione europea della legislazione possa avvenire **soltanto all'unanimità** (e quindi, all'atto pratico, mai).

## Per capirci ancora meglio

---

- Oggi in Europa nessuno Stato membro può mettere dazi all'importazione su prodotti di altri Paesi dell'Unione.
- Tuttavia ogni impresa può migliorare la propria "competitività" facendo arbitraggio fiscale tra i diversi Paesi della stessa Unione Europea.
- E ogni Stato membro può permettere che le proprie imprese abbassino gli standard salariali e di protezione dei lavoratori per abbassare i costi e vincere la competizione con gli altri Paesi dell'Unione Europea.

# E veniamo alla Germania

---

- Nei tredici anni successivi all'introduzione dell'euro in Germania...
- i salari non solo non hanno ricevuto neppure le briciole dell'aumento della produttività del lavoro,
- ma sono addirittura diminuiti in termini reali (cioè tenendo conto dell'inflazione).

In nessun altro Paese dell'Eurozona vi è stata una diminuzione comparabile, e precisamente questo è uno dei motivi dell'avanzo commerciale maturato in questi anni dalla Germania nei confronti degli altri Paesi della zona euro

(A. Posen , “Germany is being crushed by its export obsession”,  
Financial Times, 3 settembre 2013).

# La “virtù della moderazione”

---

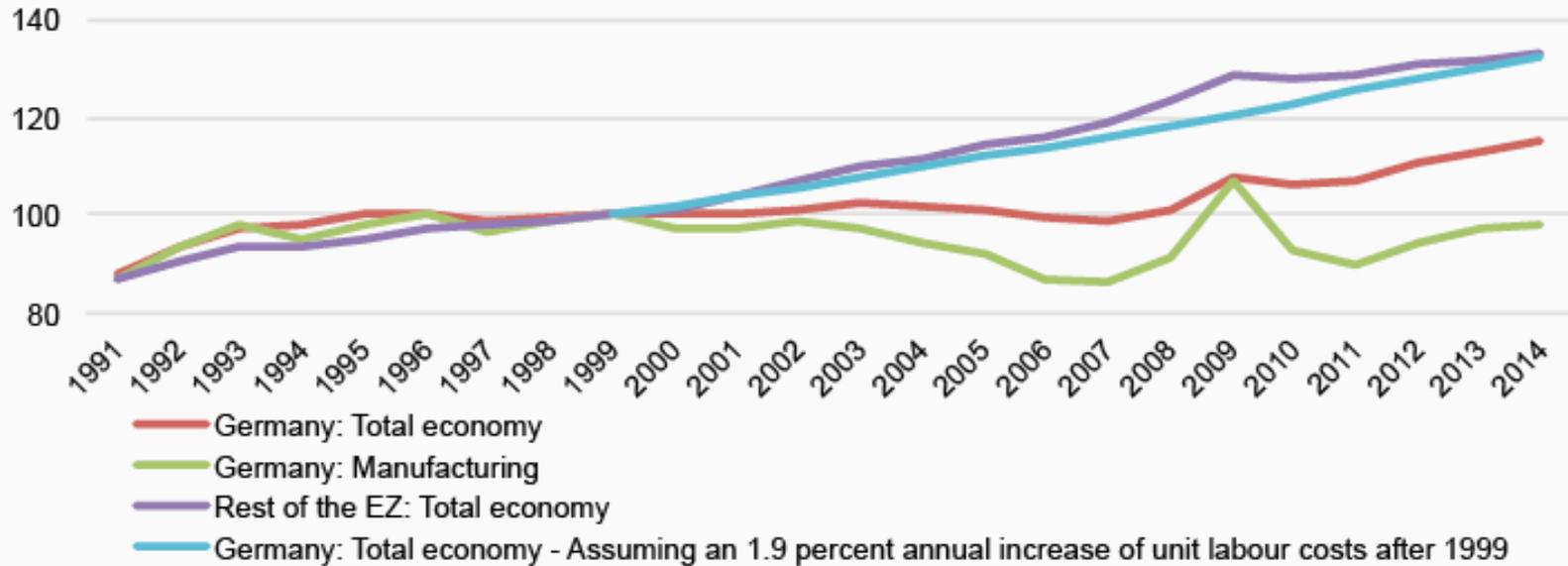
La moderazione salariale tedesca è ben visibile nell’evoluzione del costo unitario del lavoro:

*“dal 1999 al 2008, i costi unitari del lavoro nell’economia tedesca sono rimasti più o meno costanti. Nel settore manifatturiero... sono scesi di quasi il 9%”.*

*Per far funzionare l’eurozona, “i costi unitari del lavoro di ogni stato membro dovrebbero crescere in linea con il target di inflazione della BCE. Questo avvicinerrebbe i tassi di inflazione nazionali al tasso obiettivo della BCE. Rispetto a questo tasso di riferimento, che per l’eurozona è l’1,9%, nell’economia tedesca i salari nel 2008 erano quasi del 20% troppo bassi. Nello stesso periodo, la dinamica dei costi unitari del lavoro nel resto dell’eurozona è stata superiore a quel tasso obiettivo, soprattutto in Spagna, Irlanda e Grecia”.*

P. Bofinger, *German wage moderation and the EZ Crisis*, voxeu.org, 30.11.2015;  
<http://www.voxeu.org/article/german-wage-moderation-and-ez-crisis> .

## Costo del lavoro per addetto (1999=100)



Source: AMECO, Destatis, own calculations

# Eccessi di moderazione

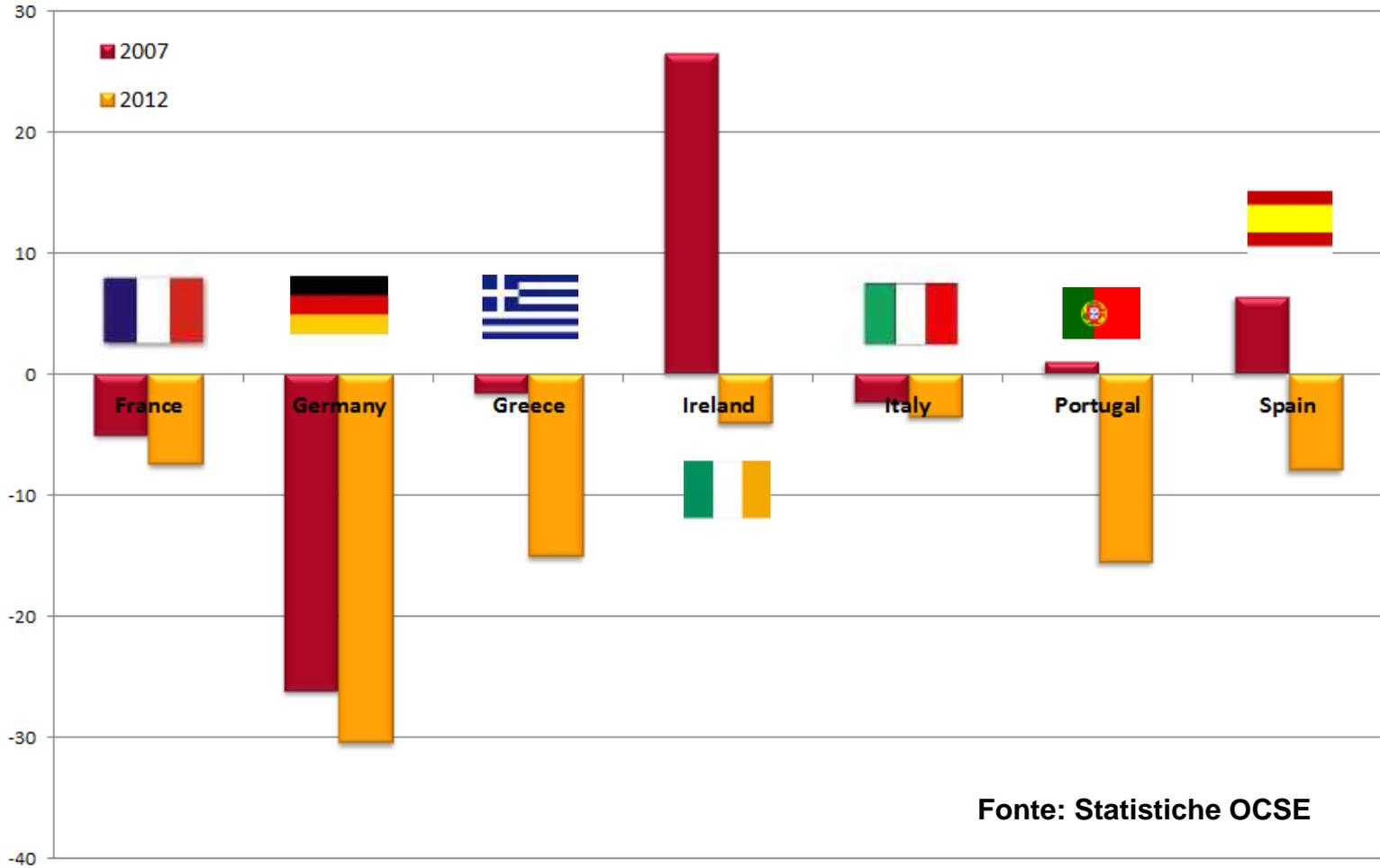
---

La dinamica del costo unitario del lavoro in Germania è un *unicum* anche in ambito Ocse

Anche se, come si evince dal grafico seguente, proposto da Francesco Saraceno, quasi tutti i paesi dell'eurozona evidenziano negli ultimi anni una dinamica salariale inferiore alla media dei paesi Ocse

- F. Saraceno, *Labor Costs: Who is the Outlier?*, 11.09.2014; <https://fsaraceno.wordpress.com/2014/09/11/labour-costs-who-is-the-outlier/> .

## Costo del Lavoro per unità di prodotto Differenza rispetto alla media dei Paesi Ocse – Anno di partenza 1999



Fonte: Statistiche OCSE

# La moderazione salariale tedesca alimenta gli squilibri nell'Eurozona attraverso tre canali

---

- a) l'inflazione **tedesca**,
  - per molti anni al di sotto del tasso obiettivo della BCE e al disotto dell'inflazione degli altri paesi dell'area valutaria;
- b) la domanda interna **tedesca**,
  - molto debole e in forte decelerazione;
- c) la competitività del prezzo delle **merci tedesche**
  - e la conseguente dinamica delle esportazioni.

(P. Bofinger, *German wage moderation and the EZ Crisis*, op. cit.)

# Il CER sul mercantilismo tedesco: il segreto di un successo...

---

● Fonte: Centro Europa Ricerche – Rapporto 2011

Dal 1997 a oggi, rispetto all'Eurozona, la Germania

- ha aumentato le proprie esportazioni del 30 per cento,
- ha diminuito la propria domanda interna di 15 punti.
- la quota dell'avanzo commerciale tedesco generata dall'interscambio con l'area della moneta unica è salito dal 25 a oltre il 40 per cento del totale

# ... che non nasce da straordinari incrementi della produttività...

---

- L'accresciuta penetrazione sul mercato europeo è in parte non trascurabile da ricondurre alla politica di deflazione salariale che la Germania ha seguito dopo l'adozione dell'euro.
- Dal 1998 i salari reali tedeschi diminuiscono, rispetto alla media dell'Eurozona, dell'uno per cento all'anno, mentre non si sono avuti significativi guadagni di produttività relativa”.
- Più precisamente, la produttività totale dei fattori in Germania dal 1997 a oggi è aumentata di un modesto 5%, pari all'aumento conseguito dalla Francia e ben al di sotto di quello statunitense (13%).
- **Quanto al progresso tecnico in senso stretto, l'andamento della Germania è in linea con la media europea e non ha quindi nulla di straordinario.**

## ...ma dalla riduzione del costo del lavoro

---

- ◉ La conclusione è obbligata: “la riduzione del costo del lavoro per unità di prodotto rispetto al resto dei paesi europei, ossia il miglioramento della competitività di prezzo all’interno dell’Eurozona, è stata ottenuta dalla Germania grazie al contenimento delle dinamiche salariali”.
- ◉ E (possiamo aggiungere oggi) anche grazie a un forte aumento del lavoro precario e sottopagato: nel settembre 2012 si contavano in Germania oltre 6 milioni di “*mini-jobber*”, oggi sono circa 8 milioni. Questi lavoratori (soprattutto donne) guadagnano 450 euro al mese.

## Il dumping fiscale in Germania...

---

Anche sul fronte fiscale la Germania ha usato gli spazi di manovra consentiti dalla (non) regolamentazione europea:

- nel 2010 le società tedesche hanno pagato in tasse 50 miliardi in meno di quello che avrebbero dovuto pagare – a parità di profitti – se fosse rimasta in vigore la normativa fiscale in essere sino al 1998.

...e altrove.

## La crisi non modifica questi orientamenti

---

Poche cose dimostrano che la gestione di questa crisi ne ha eluso cause di fondo come il fatto che...

- ⊙ tra i numerosi interventi imposti dall'Unione Europea all'Irlanda per risanare le sue disastrose finanze pubbliche (taglio di stipendi, pensioni *et similia*)...
- ⊙ ...brilli per la sua **assenza** la modifica dell'aliquota al 12,5% di tassazione delle imprese
- ⊙ insieme **all'ostinato rifiuto**, da parte del governo tedesco, di consentire una reflazione salariale.

# La deflazione salariale: una strategia non generalizzabile...

- La strategia che impernia la competitività sulla deflazione salariale ovviamente è iniqua e classista,

ma ha un ulteriore grave difetto:

quello di non essere generalizzabile

...se non al prezzo di un  
impoverimento generalizzato

“se tutti i paesi europei avessero seguito la strada della deflazione salariale, l'economia tedesca non avrebbe realizzato alcun guadagno di competitività”

e l'esito sarebbe stato unicamente un generale abbassamento dei salari reali

# Prediche fuori luogo...

---

Con riguardo al passato remoto (pre-crisi),

la “virtuosa” Germania avrebbe molto di cui ringraziare gli Stati “viziosi” dell’Unione Europea (più o meno tutti gli altri),

infatti la minore diminuzione dei salari o addirittura il loro aumento (fenomeno fisiologico all’interno di un’area valutaria nei paesi che avevano salari di partenza più bassi)

- ha creato mercati di sbocco per le merci tedesche (mentre come abbiamo visto la domanda interna in Germania si comprimeva in misura significativa)
- ha consentito il successo di una politica di export imperniata sulla deflazione salariale.

# ...e cattivi consigli

---

Con riguardo al passato prossimo (post-crisi)

Nell'impossibilità di ricorrere alla svalutazione del cambio, molti paesi sono stati costretti a ridurre il differenziale di domanda interna rispetto alla Germania attraverso una compressione dei redditi e dell'occupazione

Ma questo tipo di manovra, a sua volta, proprio per il fatto di essere generalizzata all'interno di un'area valutaria fortemente integrata commercialmente, ha finito per colpire la domanda interna di ciascun paese senza produrre gli stessi vantaggi in termini di esportazioni di cui la Germania ha invece potuto beneficiare nella fase precedente

(grazie al fatto che le politiche altrui erano espansive).

N.B. Questi aspetti erano stati previsti nel rapporto CER 2011.

# Falsa diagnosi e ricette sbagliate

---

La vicenda europea di questi anni dimostra quanto le narrazioni sulla crisi possano essere tutt'altro che innocenti e tutt'altro che innocue

# Tre errori di lettura della crisi...

---

Le scelte di politica economica attuate in ambito europeo in questo inizio di nuovo millennio sono fortemente viziate per effetto di:

- **1. il rifiuto di considerare la realtà dei meccanismi economici alla base della divergenza tra paesi (e della crisi) (in gergo *ciclo di Frenkel*);**
- **2. l'interpretazione "morale" delle divergenze nell'eurozona (paesi in deficit = sconsiderati, paesi in avanzo = virtuosi);**
- **3. la centralità attribuita al problema del debito pubblico, anziché agli squilibri della bilancia dei pagamenti.**

# ...e le loro conseguenze

---

- **1.: ha impedito di affrontare i nodi strutturali del problema**
  - (in particolare l'insostenibilità di un'unione monetaria con le regole previste dai trattati attuali e in presenza della divergenza tra economie attualmente in essere);
- **2.: ha forzato un tentativo di realizzare un riequilibrio tra le economie tutto a spese dei debitori;**
- **3.: ha imposto ai paesi in crisi politiche pro-cicliche che ne hanno colpito severamente la domanda interna, la capacità produttiva, gli investimenti, riducendone drasticamente la crescita reale e potenziale, attuale e prospettica.**

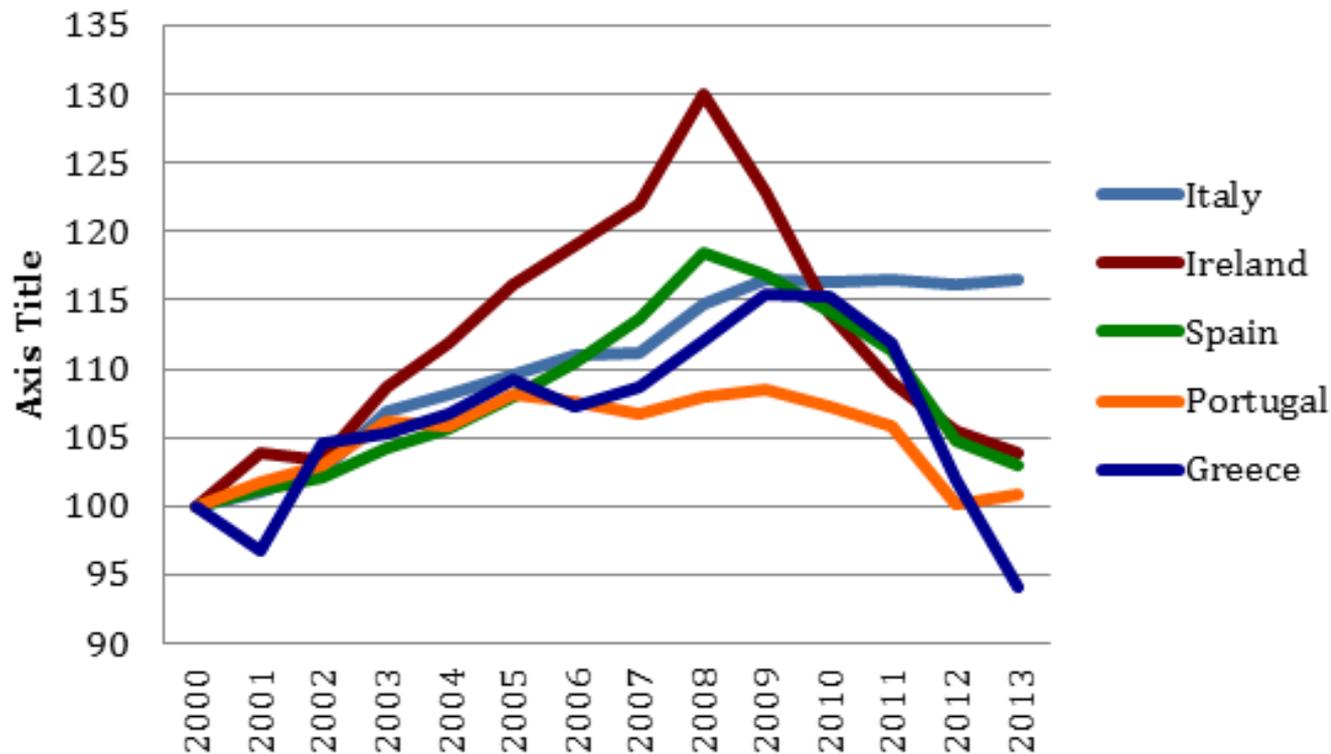
# Tutto il peso del riequilibrio sui debitori

---

Approfondimento sul tema della valutazione morale del debito.

- L'economista belga Paul de Grauwe osserva come sarebbe stato possibile un diverso approccio, che muovesse dall'ovvia circostanza che "le responsabilità per gli squilibri di bilancia delle partite correnti sono ripartite tra nazioni creditrici e nazioni debentrici", e che in effetti "per ogni debitore irresponsabile deve esserci un creditore irresponsabile"
- Invece si è scelto di non adottare questo approccio riguardo ai creditori e ai debitori dell'eurozona, ritenendo che "i primi abbiano seguito politiche virtuose, i secondi politiche sconcordate".
- In coerenza con questo assunto, "le nazioni debentrici sono state costrette a sopportare l'intero onere dell'aggiustamento".
- E quindi, "in assenza della possibilità di svalutare la moneta", le nazioni debentrici "sono state costrette a ridurre salari e prezzi rispetto ai paesi creditori (a effettuare una 'svalutazione interna') senza che tale riduzione fosse compensata da un incremento di salari e prezzi nei paesi creditori ('rivalutazioni interne'). Questo è stato ottenuto attraverso significativi programmi di austerità nel sud effettuati senza la compensazione di manovre espansive al nord".

Nel grafico proposto da De Grauwe si può osservare come il costo relativo del lavoro per unità di prodotto in Irlanda, Spagna, Grecia – e in misura minore in Portogallo e Italia – abbia conosciuto un brusco calo dal 2008/2009.



# Aggiustamenti asimmetrici

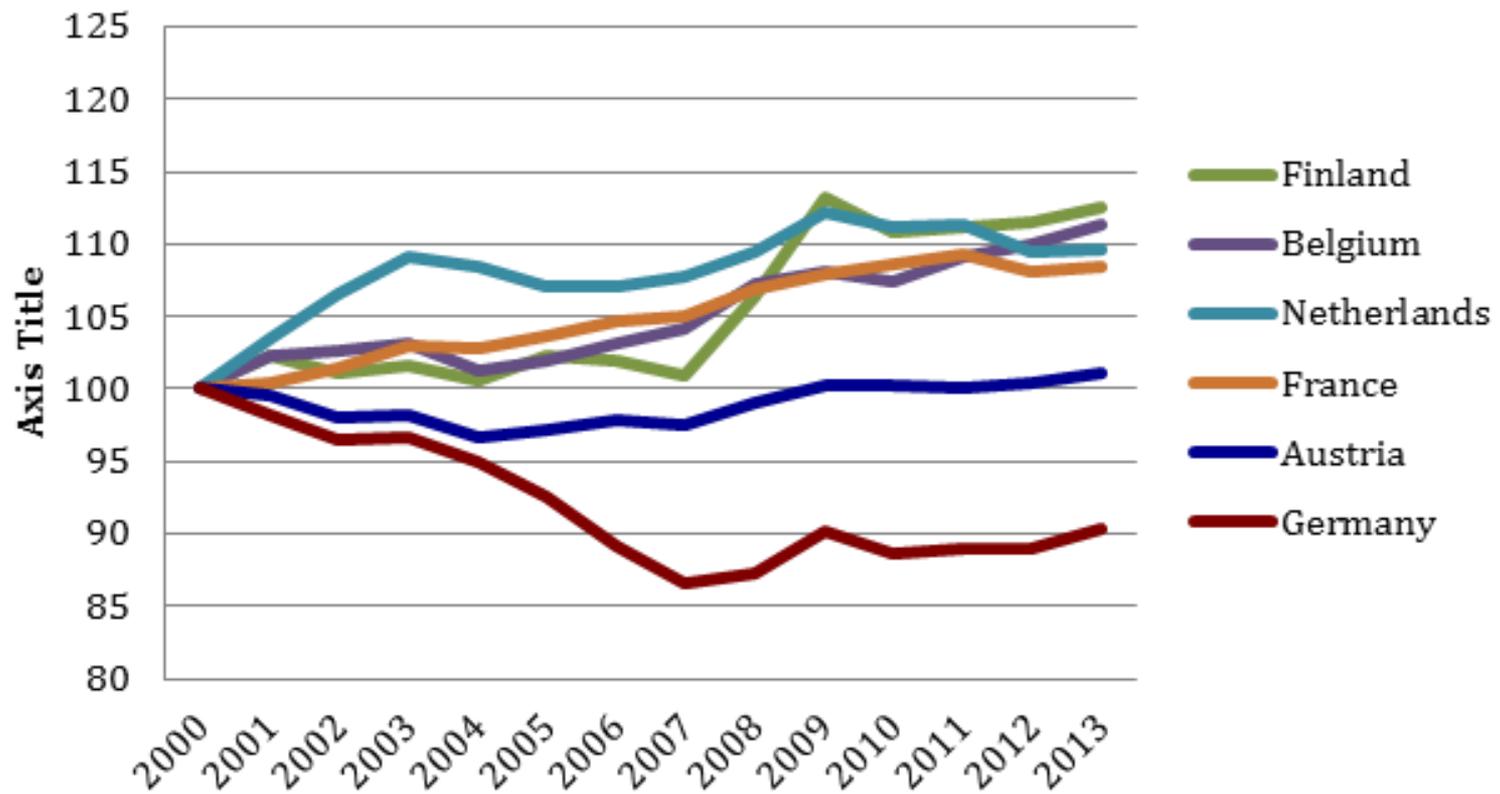
---

- Paul de Grauwe osserva che per i paesi debitori, le svalutazioni interne hanno comportato un costo elevato in termini di perdita di:
  - prodotto
  - occupazione

perché gli effetti di tali svalutazioni interne in termini di riduzione della spesa sono stati maggiori degli effetti in termini di riorientamento della spesa (competitività)

- Inoltre, non vi è stato un simmetrico aggiustamento (cioè una rivalutazione) da parte dei paesi creditori: in questi ultimi, infatti, il costo del lavoro relativo per unità di prodotto ha conosciuto variazioni ben poco significative, come si può vedere dal grafico successivo.

## Costo relativo del lavoro per unità di prodotto nei paesi creditori



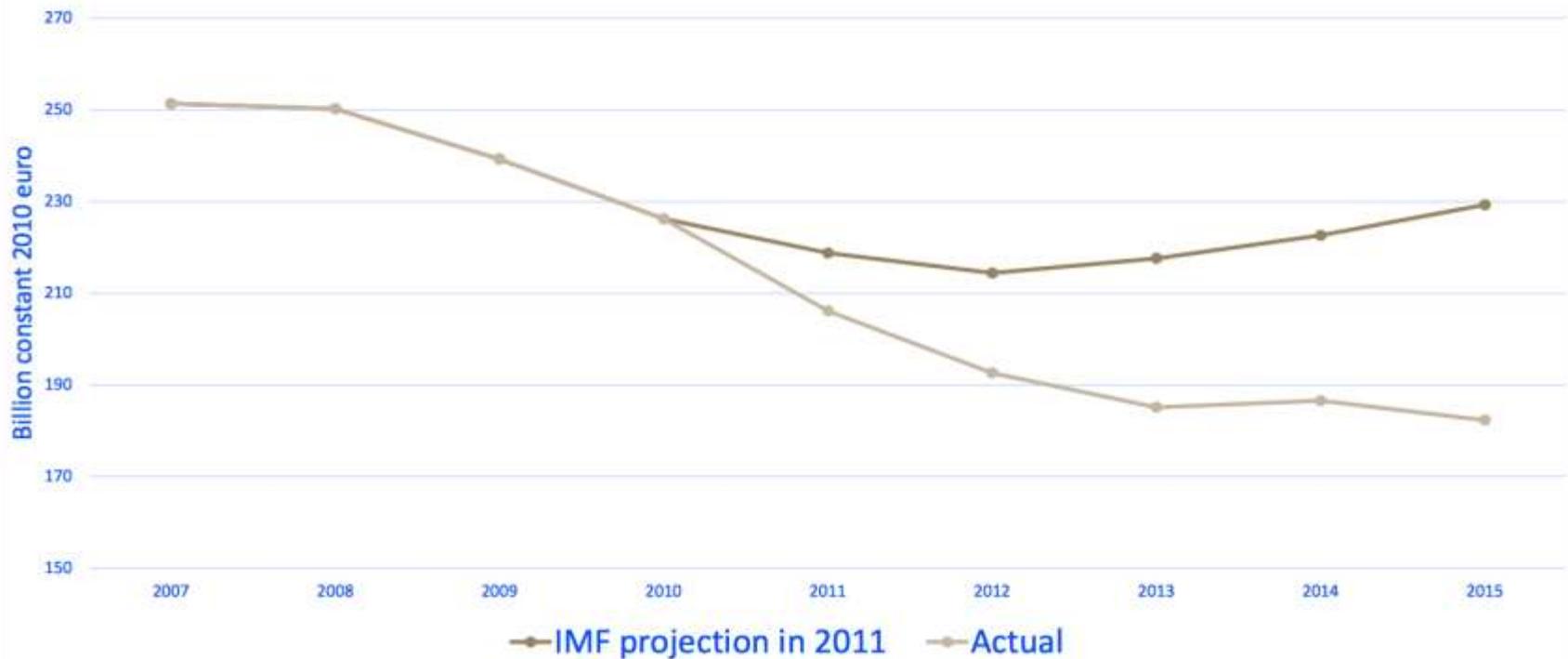
# La stagnazione non è una sorpresa

---

- Ad avviso di De Grauwe la stagnazione nell'eurozona è precisamente l'effetto di questo "aggiustamento asimmetrico".
- Il fatto che il peso del riaggiustamento sia stato caricato unicamente sulle spalle dei paesi debitori "ha creato una tendenza deflazionistica che spiega perché
  - l'eurozona sia stata ricacciata in una doppia recessione nel 2012-2013,
  - il pil reale sia stato stagnante dal 2008,
  - a differenza di quanto avvenuto nei paesi UE che non fanno parte dell'eurozona e negli Stati Uniti".
- Le previsioni di crescita legate alle politiche deflazionistiche imposte ad alcuni paesi sono risultate erranee , a volte in misura clamorosa.

# Le previsioni sbagliate del FMI sulla Grecia

Greece's Real GDP



# Stagnazione secolare all'orizzonte?

---

- La posizione di Paul De Grauwe
- Tutti i fenomeni associati all'ipotesi della stagnazione secolare sono presenti nell'eurozona in forma significativamente più accentuate di quanto avvenga negli Stati Uniti e negli altri paesi dell'Unione Europea.
- Oggi l'eurozona sembra essere bloccata in un equilibrio di bassa crescita e alta disoccupazione.
- De Grauwe traccia un interessante parallelo storico: “Nel corso degli anni Trenta diversi stati europei decisero di ancorarsi all'oro e di mantenere fissi i loro tassi di cambio. Questo costrinse tali paesi ad adottare politiche di domanda deflazionistiche al fine di riportare in equilibrio la bilancia dei pagamenti. Di conseguenza mancarono la ripresa e le loro performance economiche risultarono significativamente peggiori rispetto ai paesi che si erano sganciati dall'oro e avevano svalutato la propria moneta... In eurozona dalla Grande Recessione in poi è accaduto qualcosa di molto simile”.

# La falsa priorità del debito pubblico e i suoi effetti

---

## Approfondimento sugli effetti della rilevanza della priorità attribuita al problema del debito pubblico

- **a) l'effetto di distrarre l'opinione pubblica dall'effettivo obiettivo**
  - (riduzione degli squilibri tra bilance commerciali via svalutazione interna) concorrendo di fatto ad esso (salario indiretto e differito sono componenti del salario); memorabile al riguardo la risposta data dal presidente Monti a un giornalista della CNN: "*we are destroying internal demand through fiscal consolidation*".
- **b) l'effetto di privare paesi in crisi di domanda dal ribilanciamento rappresentato dagli investimenti pubblici**
  - Rendendo in tal modo la crisi da domanda peggiore e ponendo le premesse per una minore crescita (e competitività) futura. (Ricatto vero e proprio basato su un'altra caratteristica dell'EZ: divieto di finanziare debito pubblico da parte della banca centrale).
- **c) di localizzare la distruzione di capacità produttiva in eccesso a livello europeo in determinati paesi**

# A proposito di distruzione di capacità produttiva

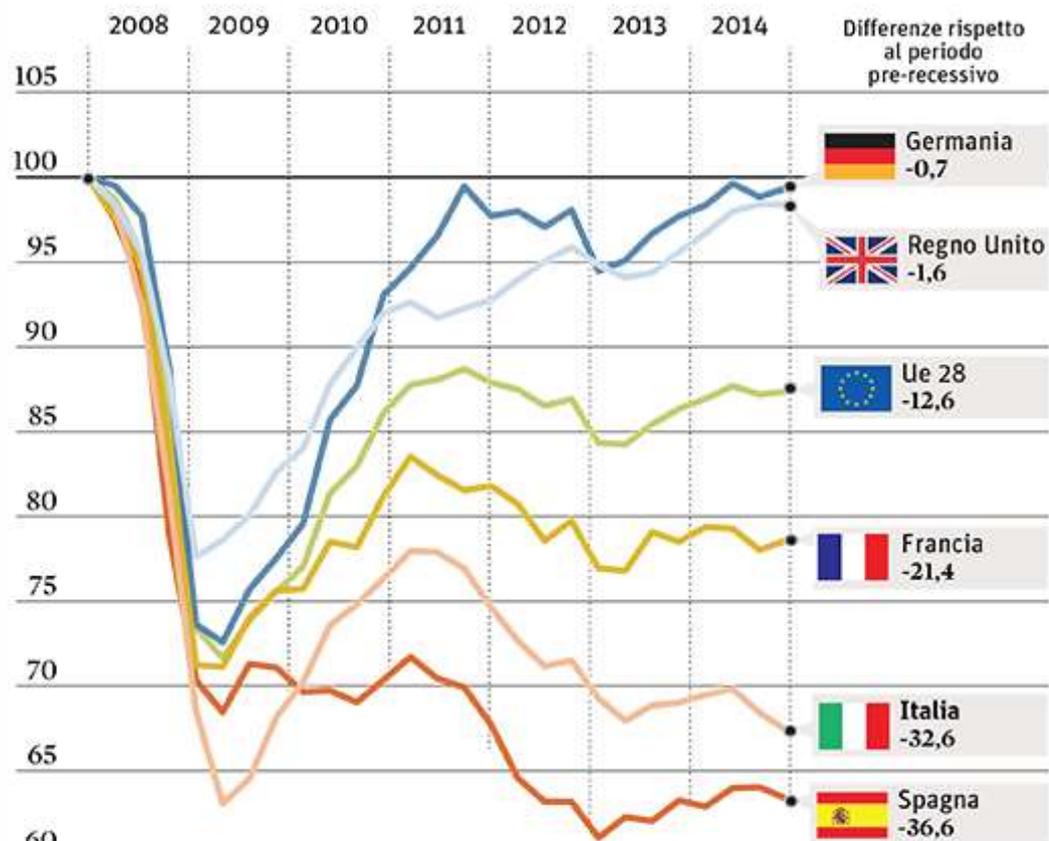
---

- Per capire di cosa stiamo parlando è sufficiente fare riferimento a un grafico relativo alla produzione metalmeccanica nell'Unione Europea pubblicato sul *Sole 24 Ore* del 5 febbraio 2015
- Da esso emerge come nel 2014 la produzione metalmeccanica rispetto al periodo pre-crisi risulti ridotta appena dello 0,7% in Germania e dell'1,6% nel Regno Unito (che come noto non fa parte dell'eurozona), ma sia crollata addirittura del 21,4% in Francia, del 32,6% in Italia e del 36,6% in Spagna.
- L. Orlando, “*Federmecanica: un piano europeo per la manifattura*”, *Il Sole 24 Ore*, 5 febbraio 2015.

## La metalmeccanica in Europa

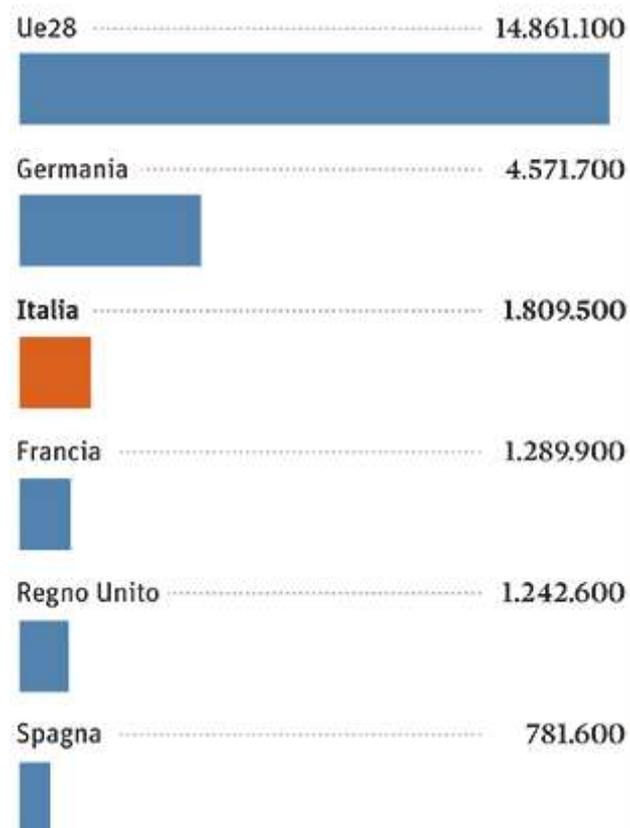
### LA PRODUZIONE METALMECCANICA NELLA UE A 28 PAESI

I trimestre 2008=100



### OCCUPATI METALMECCANICI NELLA UE A 28 PAESI

Anno 2013



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat; Federmeccanica

# La manifattura in Italia e in Europa

Elementi rilevanti:

- stima che la produzione potenziale manifatturiera – ovvero quella ottenibile quando la capacità produttiva è pienamente utilizzata – si sia contratta del 18% tra il 2007 e il 2014.
- i tre quarti di tale caduta (-13%) si sono realizzati nel corso della seconda e più lunga recessione.
- l'Italia non è sola nel ridimensionamento della base industriale:
  - in Spagna la flessione è stata del 24% (-14% tra il 2010 e il 2014),
  - in Grecia del 20% (-12%),
  - in Portogallo del 6,5% (-2,5%),
  - in Francia dell'11% (-6%).
- Questi paesi (con la parziale eccezione della Francia) condividono con l'Italia
  - avere sperimentato dal 2007 due recessioni,
  - un forte calo della domanda interna,
  - uno sforzo più o meno intenso di recupero competitivo nei confronti della Germania e degli altri paesi core.
- Nei paesi «core» gli andamenti sono stati opposti. Il potenziale manifatturiero è cresciuto in Germania di quasi l'8% nel corso della crisi, con i tre quinti dell'incremento verificatisi tra il 2010 e il 2014 (+5%)”.

S. De Nardis, “Scenario – Potenziale manifatturiero”, Nomisma, 11 febbraio 2015.

# Si amplia il divario Nord – Sud Europa

---

- ◉ Prima della crisi, la divaricazione tra i paesi del Nord e i paesi mediterranei (inclusa la Francia) dell'eurozona “era principalmente alimentata dall'andamento crescente del potenziale pro-capite dei paesi euro del nord
- ◉ l'area mediterranea sperimentava una sostanziale stabilità rispetto ai valori di inizio decennio.
- ◉ Dopo il 2007 il divario si amplia perchè i paesi mediterranei prendono a calare in modo significativo, a fronte di un trend sempre crescente di quelli del nord”.

# Dopo la crisi: andamento opposto Germania-Italia

---

- Impressionante in particolare il confronto Germania-Italia:
- “il nostro Paese aveva all’inizio della moneta unica una capacità manifatturiera per abitante superiore all’economia tedesca.
- Secondo questa misura, dunque, l’Italia era più industrializzata della Germania in rapporto alla popolazione. Tale vantaggio si è annullato a metà dello scorso decennio, per la sostanziale stabilità del potenziale italiano e l’aumento di quello tedesco.
- A partire dal 2007, con l’esplosione della crisi, il gap è divenuto negativo, allargandosi sempre di più nel corso degli anni, principalmente a seguito della caduta dell’industria italiana. La capacità manifatturiera per abitante dell’Italia è nel 2014 1,5 volte più piccola rispetto alla Germania” (vedi grafico successivo).

# - 10.000 imprese all'anno

---

- De Nardis nel suo contributo si sofferma anche sulla diminuzione del numero dei produttori manifatturieri, calati di qualcosa come 10.600 unità (-2,4%) all'anno tra il 2008 e il 2012 (per il 2013 non esistono ancora informazioni, ma è certo che l'emorragia sia continuata).

# Distruzione creatrice?

---

La riduzione della capacità produttiva può essere letta positivamente nella misura in cui:

- la **manifattura italiana** ha subito una riduzione di potenziale 'grazie' all'eliminazione dell'eccesso di capacità di produzione, realizzata riducendo i produttori e contraendo il capitale in eccesso nelle imprese rimaste operative
- quindi si tratta di una manifattura ripulita e resa più efficiente che sarebbe pronta a cavalcare la fase di ripresa non appena questa si verificasse

# Distruzione eccessiva

---

All'opposto, nella misura in cui:

- ◉ **la riduzione di potenziale, guidata dalla straordinaria contrazione del mercato interno e dalla rarefazione del credito, è stata molto forte ed è andata oltre il processo di pulizia dei segmenti inefficienti,**
- ◉ **finisce col coinvolgere un numero eccessivo di produttori e col colpire la capacità di produzione anche delle imprese in grado di rimanere operative.**
- ◉ **In questa visione la ripresa trova un'industria eccessivamente ridimensionata” (De Nardis)**

# La distruzione di capacità produttiva in eccesso in Europa...

---

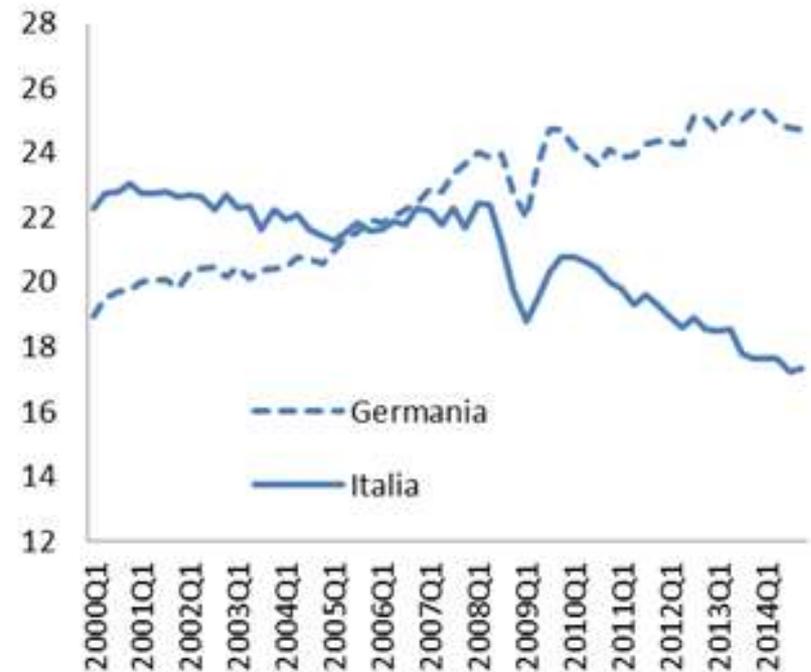
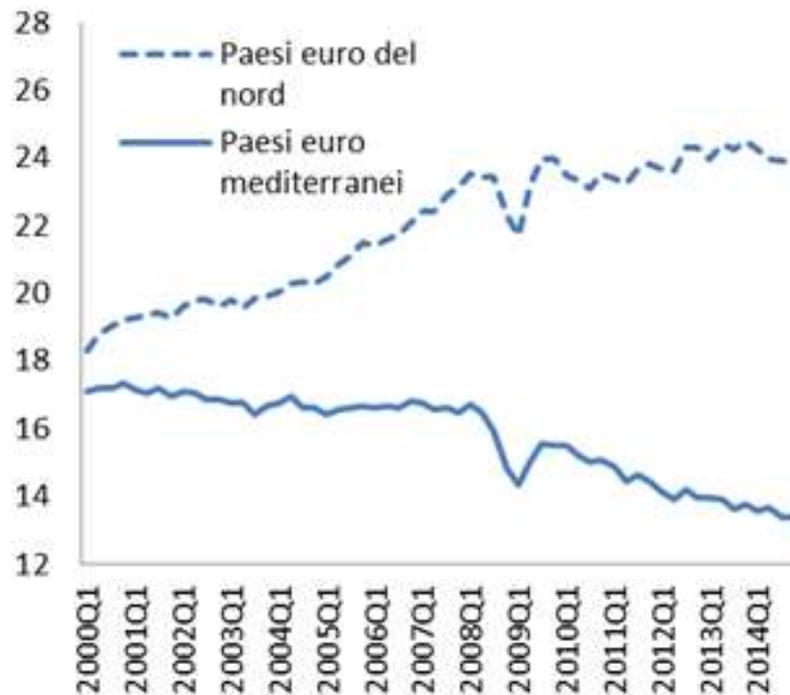
- Ma ovviamente, si può chiosare, ciò che è “eccessivo” dal nostro punto di vista, è “razionale” nel contesto più generale di una ristrutturazione del comparto manifatturiero dell'eurozona che conduca alla soppressione della capacità produttiva *complessivamente* (cioè a livello continentale) in eccesso evidenziata dalla crisi.

# ...è localizzata nel Sud Europa

---

- In *questo* senso le politiche di austerità, il riaggiustamento unilaterale dell'Eurozona che hanno condotto a una “straordinaria contrazione del mercato interno” dei paesi interessati non possono essere considerate come un fallimento.
- E questo è senz'altro anche il punto di vista dei produttori europei dei paesi del Nord che hanno eliminato concorrenti che operavano nei paesi mediterranei. Che questo processo sia stato *voluta* o meno è un problema di secondaria importanza. L'essenziale è intenderne l'*oggettività*.
- Il risultato effettivo del processo è questo: la distruzione capitalisticamente necessaria di sovraccapacità produttiva è stata localizzata regionalmente all'interno dell'eurozona, modificando in profondità (e in modo irreversibile?) la mappa della produzione manifatturiera in Europa (grafico successivo).

# Polarizzazione nella manifattura: produzione potenziale pro-capite (milioni di euro 2010 per 1.000 abitanti) I



# Vincitori e vinti nella guerra tra capitali

---

- ◉ **Non ha quindi senso parlare di fallimento generalizzato delle politiche austerità in Europa. Si deve invece parlare di vinti e vincitori nella guerra tra capitali che ha seguito la crisi.**

# L'attività economica cala, quindi il debito aumenta

---

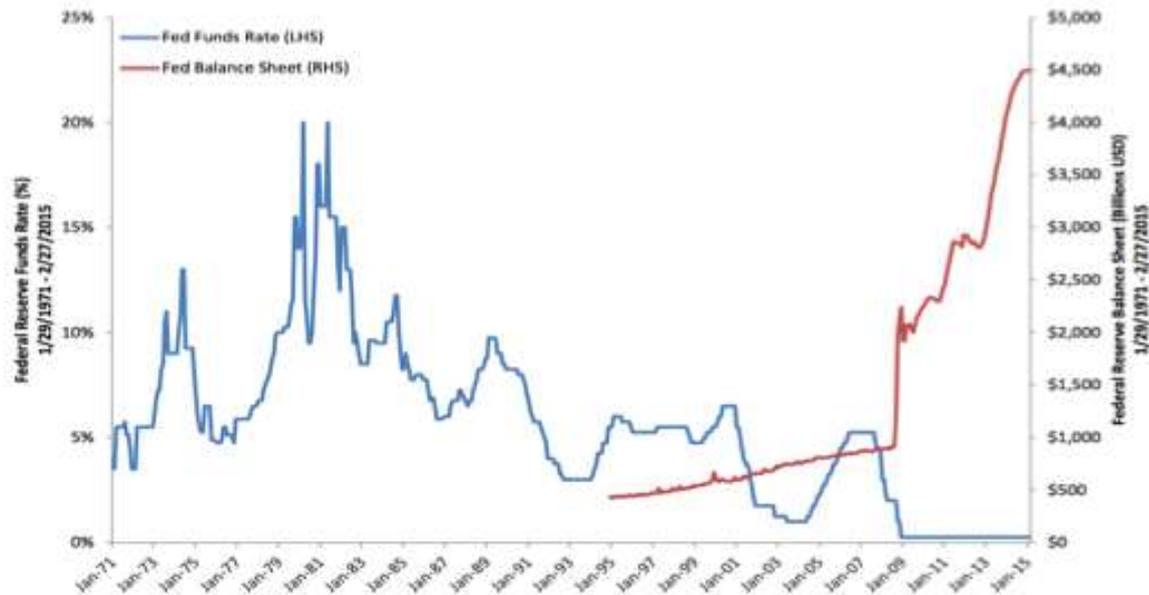
- Sotto un altro profilo, invece, di fallimento si può parlare: d) un ulteriore effetto delle terapie anti-crisi (e anti-debito pubblico) è stato infatti l'aumento di tale debito, a causa del calo più che proporzionale dell'attività economica nei paesi interessati.
- Un trend che neppure **politiche monetarie espansive** (che hanno ridotto sensibilmente in termini nominali il costo del servizio del debito) sono riuscite a contrastare.
- Dopo la crisi, le banche centrali di USA, Giappone e poi anche UE hanno inondato il mondo di liquidità, portando a zero i tassi d'interesse (politica monetaria convenzionale) e acquistando massicciamente asset finanziari sul mercato (QE, politica monetaria non convenzionale).
- La Federal Reserve statunitense ha comprato titoli di Stato Usa e obbligazioni private per 4 trilioni di dollari. Attualmente nell'eurozona i riacquisti di obbligazioni da parte della BCE sono superiori alle nuove emissioni nette [7-8]

# La liquidità creata dalla Federal Reserve

## Fed Normalization Still on Hold After Extraordinary Policy Era



January 29, 1971 through February 27, 2015



Source: Bloomberg, DoubleLine  
LHS = left hand side, RHS = right hand side

# Europa: riacquisti BCE maggiori delle nuove emissioni nette

## European Central Bank Bond Repurchase Program

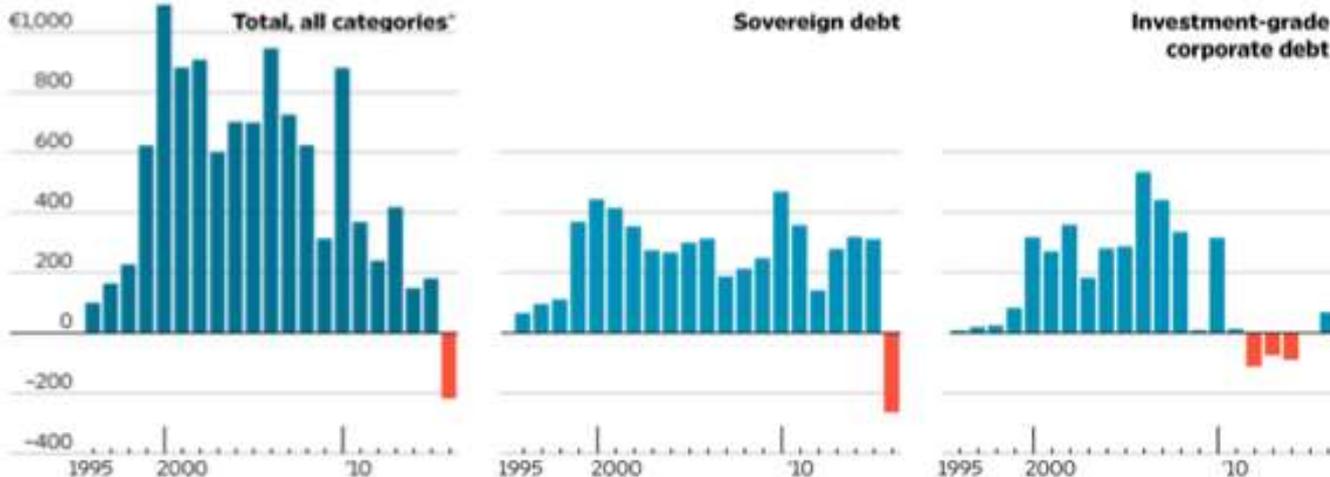
January 1, 1995 through January 31, 2015



### Short Supply

Highly rated debt is scarce as the European Central Bank prepares to begin its €60 billion monthly bond-purchase program.

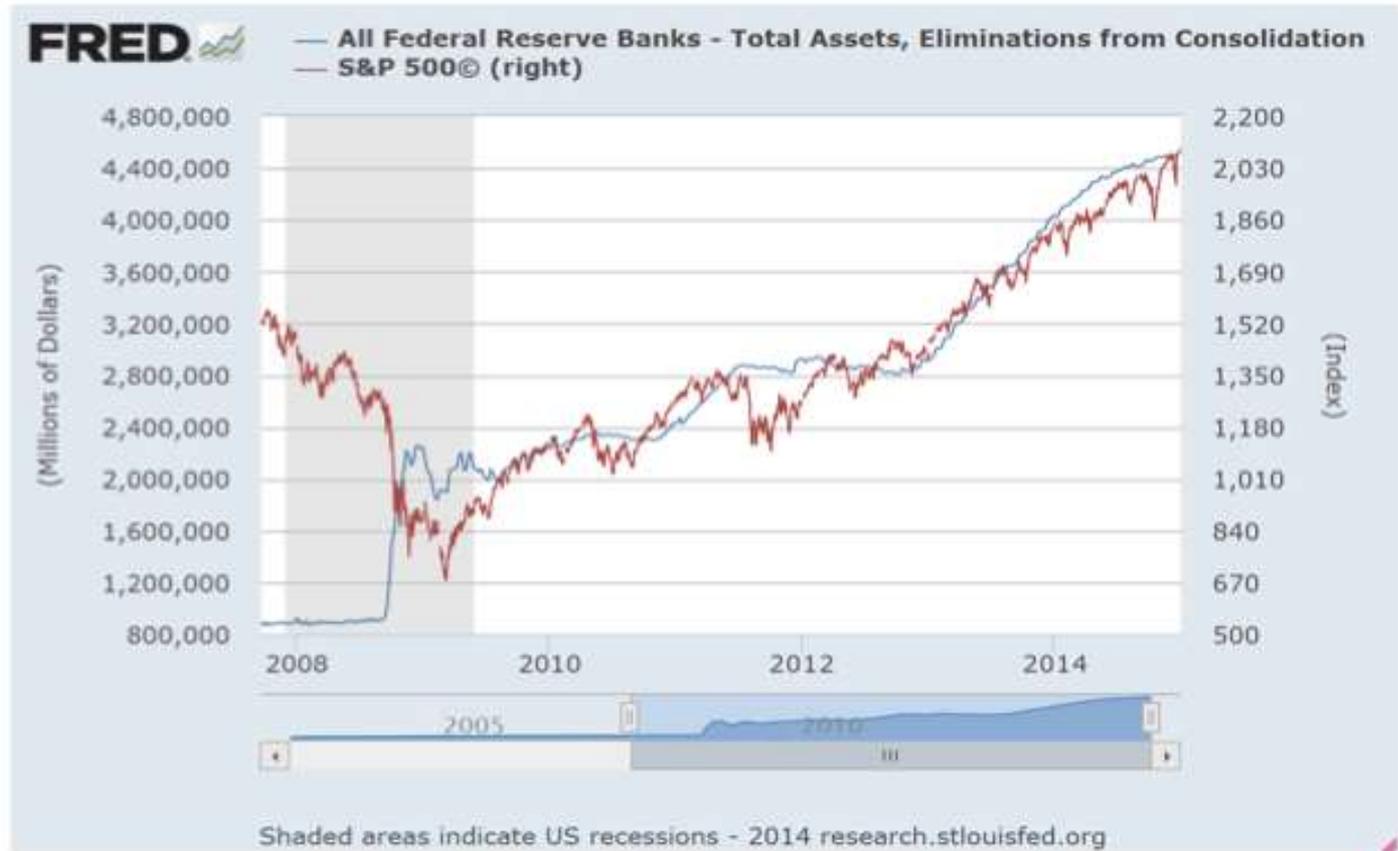
**Net issuance, or net new borrowing minus expected ECB purchases, in billions**



\*Includes debt issued by supranationals and agencies, such as the European Investment Bank, covered bonds backed by loan pools and high-yield corporate debt.

Source: Treasury Departments, Dealogic, Morgan Stanley Research, Wall Street Journal.  
 ECB = European Central Bank, €60 = over \$65 billion in US dollars as of March 9, 2015.  
 You cannot invest directly in an index.

## La liquidità immessa dalla Fed ha sostenuto Wall Street...

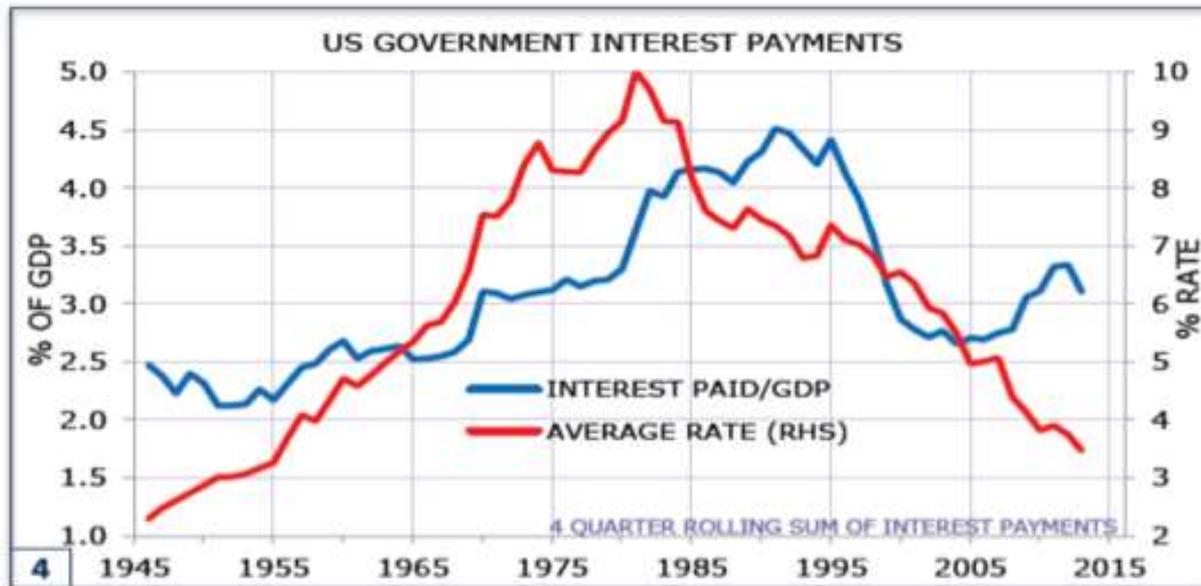


## ..e fatto risparmiare molti soldi al governo USA...

### U.S. Interest Rate Expense About 3% of GDP vs. A High of 4.5% in the 1980's



January 1, 1945 through December 31, 2014



Source: Mhask Advisors  
GDP = Gross Domestic Product. You cannot invest directly in an index. RHS = Right Hand Side.

## ..e anche in Europa

### European 2-Year Treasury Yields

October 7, 2013 through March 6, 2015

DoubleLine  
FUNDS



GDER2 Index (German Government Bonds 2 Yr BKO) European 2y Yields Daily 07OCT20  
Source: Bloomberg

Copyright© 2015 Bloomberg Finance L.P.

06-Mar-2015 13:01:29

# Voi siete qui

---

**Questa la situazione in Europa oggi:**

- **1. le politiche monetarie espansive (convenzionali e no), a partire dal "Whatever it takes" di Draghi - assolutamente non il presunto "successo del consolidamento fiscale" - hanno impedito l'implosione dell'area monetaria;**
- **2. restano intatti i problemi di architettura dell'euro, e gli errori di politica (supply side measures destinate ad aggravare crisi da domanda, deflazione);**
- **3. la correzione è tuttora asimmetrica (no reflazione tedesca)**
- **4. addirittura c'è chi spinge in direzione opposta: cosiddetto Maastricht 2.0 e stretta su titoli di Stato...**

# L'attacco sui titoli di Stato

---

- Ancora una volta, la Germania parte all'attacco.
- L'attacco al debito pubblico italiano nasce come diversivo, come pretesto per evitare, ponendo condizioni irricevibili, che si completi l'Unione Bancaria con il terzo pilastro, completamento che avrebbe riportato il faro di Francoforte sul sistema delle banche minori tedesche che Schäuble era riuscito sostanzialmente ad escludere dalla vigilanza bancaria europea.

# L' "unione bancaria": un'operazione fallimentare per l'Italia

---

Questa operazione ha danneggiato due volte il nostro paese:

- la prima volta perché l'assenza del terzo pilastro ha reso molto più gravi le conseguenze dell'introduzione del bail-in (2° pilastro) che, combinate con la situazione di difficoltà di alcune banche, ha determinato il prosciugamento delle fonti di provvista da clientela per alcune banche italiane già deboli e una perdita di circa 35 miliardi di euro di capitalizzazione di borsa delle banche italiane in pochi mesi.
- la seconda in quanto riapre un tema potenzialmente destabilizzante in termini sistemici per tutta l'eurozona, ma esplosivo per noi, in quanto può pregiudicare – se gestito in modo irresponsabile – la stessa sostenibilità del nostro debito pubblico, vanificando le politiche della BCE.

# Un comportamento irresponsabile...

---

- In questo modo la Germania ha confermato una modalità d'azione che più volte ha caratterizzato il suo agire durante questa lunga crisi.
- Una modalità in cui la spregiudicata difesa dei propri interessi è perseguita senza esclusioni di colpi e senza il timore di effettuare mosse potenzialmente lesive della stabilità sistemica, nella convinzione che comunque queste mosse colpiscano gli altri e rafforzino la sua posizione di forza relativa.
- Tutta la gestione della cosiddetta crisi del debito sovrano è stata segnata da questa modalità operativa, secondo il pattern “beggar thy neighbor”: si pensi ai molti comportamenti irresponsabili nella prima fase della crisi greca, o all'imposizione di politiche economiche deflazionistiche e depressive ai paesi in crisi.

## ...e le sue conseguenze

---

- ◉ Questa politica, come tutte le politiche non cooperative, impone tutto il peso della responsabilità agli interlocutori (così come il mercantilismo, per essere una strategia di successo, presuppone che i partner commerciali adottino politiche non mercantilistiche, e anzi politiche espansive della domanda interna).

# Il limite all'irresponsabilità: la rottura del sistema

---

- La politica «a danno del vicino» ha un limite:
- questo limite per la Germania è rappresentato dal punto di rottura del sistema nel suo complesso.
- La Germania ha più volte dimostrato consapevolezza di questo limite: tutte le volte che si è giunti al limite di una rottura dell'eurozona ha fatto quei passi indietro sufficienti a tenere in piedi il meccanismo con qualche aggiustamento - e tutte le necessarie concessioni – sufficienti ad evitarne il crack.
- Così è stato sia nel 2012 che nel 2013, ed in particolare allorché – sull'onda di alcune ricerche commissionate dal governo tedesco che avevano enumerato le conseguenze pesantissime della rottura dell'area monetaria per la Germania (giugno 2012) – Draghi ha avuto il via libera della Merkel per il fatidico «*whatever it takes*».

# Uscire dalla paura

---

**Cosa accadrebbe se un forte interlocutore europeo, sulla base dell'evidenza di aver meno da perdere della Germania in caso di rottura dell'area valutaria, e soprattutto qualcosa da guadagnare rispetto alle alternative che gli vengono prospettate - decidesse di non recitare più la parte dell'“interlocutore responsabile” del rapporto?**

È lecito ritenere che questo determinerebbe un atteggiamento negozialmente più ragionevole nella controparte, che di colpo sarebbe costretta a recitare lei la parte dell'“interlocutore responsabile”

# Cambiare il *frame*: il rischio principale è continuare così

---

- E, prima ancora, cosa accadrebbe se un interlocutore della Germania di colpo accettasse di compiere le sue mosse non più in base alla paura del “cosa potrebbe accadere in caso di cambiamento di scenario”, ma sulla base della ragionata convinzione dell’insostenibilità del mantenimento/prosecuzione dello scenario attuale?
- Probabilmente, questo interlocutore avrebbe molta più libertà di movimento, e molta minore necessità di far uso di un *bon ton* e di una malleabilità/cedevolezza negoziale dettati dalla paura del cambiamento di scenario.

# “Dice il saggio” (tedesco):

---

- È interessante osservare che Peter Bofinger, l'unico dei saggi del governo tedesco che non ha voluto firmare le proposte sul cambiamento di regime dei titoli di Stato e sulla ristrutturazione forzata del debito, lo ha fatto precisamente a partire dalla considerazione che in tal caso l'uscita dall'euro sarebbe il *best case*:
- “è il modo più veloce per rompere l'eurozona – ha dichiarato al “*Telegraph*” – ... Un attacco speculativo potrebbe avvenire molto rapidamente. Se io fossi un politico italiano e fossi posto di fronte a un rischio di insolvenza del genere, tornerei alla mia moneta il più presto possibile, perché sarebbe l'unico modo per evitare la bancarotta”

(cit. in A. Evans-Pritchard, *German 'bail-in' plan for government bonds risks blowing up the euro*, “*The Telegraph*”, 15 febbraio 2016)