

Europa più forte? Con l'euro debole

Svalutare del 20% la moneta servirebbe a favorire la ripresa di Italia, Francia e Spagna

di **Martin Feldstein**

Le prospettive per l'euro e per l'Eurozona rimangono incerte. Ma i recenti eventi alla Banca centrale europea, in Germania e sui mercati finanziari globali inducono a prendere in considerazione uno scenario favorevole per il futuro della valuta unica.

La Bce ha promesso di acquistare titoli di Stato italiani e spagnoli per tenerne bassi i tassi di interesse, a condizione che questi Paesi chiedano l'apertura di una linea di credito al Meccanismo europeo di stabilità e aderiscano alle riforme concordate per la spesa pubblica. La Corte costituzionale tedesca ha approvato la partecipazione della Germania al Meccanismo europeo di stabilità e la cancelliera Angela Merkel ha dato la sua benedizione al piano di acquisto di titoli di Stato della Bce, nonostante la decisa contrarietà (espressa pubblicamente) della Bundesbank. I mercati obbligazionari internazionali hanno manifestato la loro approvazione tagliando i tassi di interesse sui titoli di Stato decennali dell'Italia e per quelli della Spagna.

Gli interessi sui titoli di Stato italiani erano già in calo prima che il presidente della Bce Mario Draghi annunciassero lo scudo anti-spread, grazie ai sostanziali progressi già realizzati dall'esecutivo Monti: nuove disposizioni legislative rallenteranno fortemente la crescita delle indennità previdenziali e l'incremento delle tasse sulla prima casa consentirà di raccogliere introiti rilevanti senza gli effetti negativi, in termini di incentivi, che si avrebbero con un incremento delle tasse sul reddito personale, delle tasse sul lavoro o dell'imposta sul valore aggiunto.

In seguito a queste riforme, il Fondo monetario internazionale recentemente ha pronosticato per l'Italia un avanzo, corretto in base alla congiuntura, di quasi l'1% del Pil nel 2013. Sfortunatamente, dato che l'Italia il prossimo anno sarà ancora in recessione, il disavanzo reale sarà dell'1,8% del Pil, con un aggravamento del debito pubblico. Ma quando arriverà la ripresa

economica il bilancio andrà in attivo. Quando i mercati vedranno profilarsi questo scenario faranno scendere ulteriormente i tassi di interesse sul debito sovrano italiano. Data la mole del debito pubblico, il pagamento degli interessi aggrava il disavanzo di bilancio italiano nella misura di oltre il 5% del Pil. L'effetto combinato della ripresa economica e di tassi più bassi

produrrebbe una dinamica virtuosa, con il calo dei tassi di interesse e la crescita dell'attivo di bilancio che si rafforzerebbero a vicenda.

In Spagna la situazione non è altrettanto incoraggiante. Nonostante i tagli della spesa pubblica e gli aumenti delle tasse, le proiezioni dell'Fmi parlano ancora di un disavanzo di bilancio corretto in base alla congiuntura superiore al 3,2% del Pil per il 2013 e al 2,3% del Pil per il 2015. L'elemento chiave dei problemi di bilancio della Spagna sta nel suo sistema di regioni semiautonome, che generano spesa e scaricano l'onere finanziario su Madrid. Forse il successo dell'Italia contribuirà a convincere la Spagna ad adottare misure drastiche in grado di migliorare le previsioni sul deficit futuro senza aggiungere nel presente altre misure di austerità.

Se l'Italia e la Spagna potranno presentare avanzi di bilancio e un rapporto debito/Pil in calo, i mercati finanziari ridurranno i tassi di interesse sui loro buoni del Tesoro senza necessità di ricorrere ai ventilati acquisti della Bce. In questo modo verrà meno il rischio che Francoforte possa iniziare a comprare titoli di Stato sulla base di misure di spesa concordate, per poi essere costretta a reagire se i Governi non dovessero applicarle.

Nulla di tutto ciò basterebbe per salvare la Grecia o il Portogallo, dove il deficit è rispettivamente del 7,5 e del 5% del Pil. Ma se Italia e Spagna non corressero più il rischio di andare in default, o di abbandonare l'euro, la Germania e gli altri leader dell'Eurozona avrebbero margine di manovra per decidere se continuare a finanziare questi piccoli Stati o invitarli gentilmente a lasciare l'euro e tornare alle loro valute nazionali.

Inoltre, anche in questo scenario ottimistico, rimarrà il problema del deficit delle partite correnti di Italia, Spagna e altri Paesi della periferia dell'euro. Le differenze fra Paesi dell'Eurozona quanto al ritmo di crescita di produttività e salari continueranno a originare disparità nella competitività internazionale, con conseguenti squilibri commerciali e delle partite correnti. La Germania in questo momento ha un surplus di circa 215 miliardi di dollari l'anno nel saldo con l'estero, mentre il resto della zona euro ha un deficit di circa 140 miliardi di dollari.

Italia, Spagna e Francia hanno un disavanzo nel saldo con l'estero pari a circa il 2% del Pil o più. Quando usciranno dalle loro recessioni congiunturali, i reddi-

ti aumenteranno, con conseguente incremento delle importazioni e ulteriore aggravamento del disavanzo con l'estero. Per finanziare questi deficit dovranno ricorrere a flussi di denaro in ingresso da altri Paesi.

Se Italia, Spagna e Francia non stessero nell'Eurozona potrebbero lasciar svalutare le loro monete: il tasso di cambio più debole favorirebbe le esportazioni e ridurrebbe le importazioni, eliminando il deficit. Inoltre, l'incremento delle esportazioni e la sostituzione delle importazioni con beni e servizi prodotti in patria rafforzerebbe le loro economie, riducendo il deficit di bilancio grazie all'incremento del gettito fiscale e al calo dei trasferimenti. E un'economia più forte aiuterebbe le banche nazionali riducendo l'ammontare potenziale di crediti in sofferenza e l'insolvenza sui mutui.

Ma naturalmente Italia, Spagna e Francia fanno parte dell'Eurozona, e non possono svalutare.

Ecco perché penso che questi Paesi - e l'Eurozona più in generale - potrebbero trarre beneficio da una svalutazione dell'euro. Un euro più debole non li renderebbe più competitivi rispetto alla Germania e agli altri Paesi dell'Eurozona, ma accrescerebbe la loro competitività rispetto a tutti gli altri Paesi.

Se l'euro si svalutasse del 20-25%, arrivando vicino alla parità con il dollaro e indebolendosi in egual misura rispetto alle altre valute, il deficit delle partite correnti in Italia, Spagna e Francia si ridurrebbe e l'economia di questi Paesi si rafforzerebbe. Anche le esportazioni tedesche beneficerebbero di un indebolimento dell'euro, rafforzando la domanda economica complessiva in Germania.

Paradossalmente, l'offerta della Bce di acquistare titoli di Stato italiani e spagnoli ha aggravato gli squilibri esterni provocando una rivalutazione dell'euro. Forse è solo un effetto temporaneo e l'euro si svaluterà non appena i mercati finanziari si renderanno conto che serve un cambio più basso per ridurre il disavanzo delle partite correnti nei tre grandi Paesi latini dell'Eurozona. In caso contrario, la prossima grande sfida della Bce sarà trovare un modo per convincere l'euro a scendere.

(Traduzione di Fabio Galimberti)

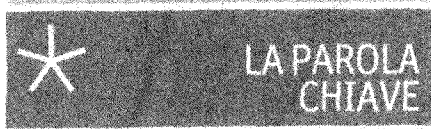
© PROJECT SYNDICATE

.com

GLI ECONOMISTI

Le grandi firme dell'economia

www.ilssole24ore.com



Economia internazionale

GLI ANTIDOTI ALLA CRISI

Deficit delle partite correnti

Il rimedio. Il disavanzo con l'estero dei Paesi mediterranei crescerà quando la recessione finirà e bisogna ridurne gli effetti

● Nei bilanci di un Paese, il deficit delle partite correnti si realizza quando uno Stato importa più beni e servizi di quanti ne riesca ad esportare. In questo caso, il Paese si indebita con altri Stati.

Dal 2013. Sulle nuove banconote dell'euro apparirà l'immagine di Europa (foto), principessa rapita da Zeus da cui ha preso il nome il continente

L'indebitamento può essere utilizzato per finanziare investimenti e il rendimento di questi può ripagare il debito contratto. Altre volte, l'indebitamento con Paesi serve a finanziare consumi o spesa pubblica. In tal caso, la capacità di ripagare il debito è decisamente inferiore.

Se un Paese è costretto a finanziare consumi e spesa pubblica, deve essere disposto a pagare tassi di interesse più elevati, avendo una platea di prestatori più ristretta rispetto a quella disposta a finanziare investimenti.

Una moneta più debole può aiutare a ridurre il deficit delle partite correnti, facilitando l'export e penalizzando l'import.

