



ANNIVERSARI

Economia reale

di Roberto Tamborini

23 novembre 2012



E' tempo di anniversari. Quattro dallo scoppio della crisi "reale" nel mondo nell'autunno 2008, uno dalla nascita del governo Monti in Italia. Un'occasione per fare un bilancio della situazione economica mondiale e nazionale, di cosa è stato fatto, con quali risultati. E con qualche lezione per il futuro prossimo.

Nell'autunno del 2008 il crollo mondiale delle borse e dei sistemi bancari innescato dal fallimento della banca d'affari Lehman Brothers si trasmette all'economia reale dei paesi occidentali dando il via alla cosiddetta "Grande Recessione". Anche se complessivamente il 2008 registrerà ancora risultati mediamente positivi, il quarto trimestre segna immediatamente, quasi ovunque, una forte contrazione della produzione industriale e del Pil. Nel 2009 è ufficialmente profonda recessione generalizzata. Dopo si procede in ordine sparso, con *performance* diverse da paese a paese. Qual è la situazione dopo quattro anni? 1

Prodotto interno lordo e crescita: a che punto siamo?

Vediamo nella tabella 1 i dati della Unione monetaria europea (Ume) e dei suoi maggiori paesi (Francia, Germania, Italia, Spagna), e del Regno Unito e Stati Uniti a titolo comparativo. Tecnicamente una recessione termina quando il Pil cessa di contrarsi. Ciò è avvenuto nel corso del 2010, ma con ritmi e misure diverse. Il 2011 e il 2012 hanno però riproposto peggioramenti e ricadute. La notizia di questi giorni è che l'Ume chiuderà il 2102 in recessione. Dunque è azzardato dire che la forte instabilità macroeconomica prodotta dalla crisi sia superata.

Tabella 1. Tassi di variazione annuali del Pil

	Media 2000-08	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Media 10-12	Diff. da media 2000-08
Francia	1.8	-0.1	-2.7	1.5	1.7	0.0	0.4	1.6	-0.3
Germania	1.6	1.1	-5.1	3.7	3.0	1.3	0.8	2.7	1.1
Italia	1.3	-1.2	-5.5	1.8	0.4	-2.3	-0.5	0.0	-1.3
Spagna	3.3	0.9	-3.7	-0.1	0.7	-2.0	-1.4	-0.4	-3.8
UME	2.1	0.3	-4.3	1.9	1.5	-0.5	0.1	1.0	-1.1
UK	2.4	-1.1	-4.4	2.1	0.7	1.0	0.9	1.3	-1.2
US	2.5	0.9	-2.5	3.0	1.6	1.9	2.3	2.2	-0.3

Nella nostra retrospettiva di medio periodo è anche importante chiedersi a che punto sono gli indicatori macroeconomici *rispetto alla situazione iniziale*. Cominciamo dal livello del Pil reale (vedi tabella 2). Rispetto al consuntivo 2008, alla fine del 2012 la maggior parte dei paesi non ha ancora recuperato il valore reale della produzione. La Ume chiude a 1,5%; l'Italia a 5,6%, uno dei casi più gravi, visto che anche la Spagna ha fatto un po' meglio con un 5%. Il Regno Unito non sembra aver tratto molto giovamento come paese non-Ume, stando ancora a 1,2%. Le eccezioni sono poche: anzitutto gli Stati Uniti, che hanno recuperato il *gap* recessivo nel 2010, e per il 2012 ottengono un +3,1%; e la Germania, che ha colmato il *gap* nel 2011, e quest'anno chiude con +2,5%.

Tabella 2. Indicatori di recupero del Pil reale, 2012

	<i>Gap 2012-08 (%)</i>	<i>Gap 2012 da trend 2000-08 (%)</i>
Francia	0.3	-5.0
Germania	2.5	-2.4
Italia	-5.6	-9.1
Spagna	-5.0	-13.9
UME	-1.5	-7.4
UK	-1.2	-7.6
US	3.1	-4.2

Questo calcolo, già abbastanza preoccupante, non tiene conto del fatto che, se non ci fosse stata la crisi, il Pil reale sarebbe cresciuto, anziché diminuire. Una semplice ipotesi è che in ogni paese il Pil sarebbe cresciuto lungo lo stesso *trend* del periodo 2000-08 di esistenza della Ume (seconda colonna tabella 2). Naturalmente il risultato è molto peggiore per tutti, e tutti i paesi per il 2012 registrano ancora ammanchi di Pil reale potenziale: 7,4% la Ume, 9,1% l'Italia, 7,6% il Regno Unito; ma anche 4,2% gli Stati Uniti e 2,4% la Germania. Si tratta di un ritardo anomalo rispetto ai dati storici sui cicli economici delle economie industrializzate.

Non a caso, questo quadriennio è drammatico se guardiamo al lavoro. I paesi considerati oggi hanno un tasso di disoccupazione medio del 9,1% contro il 6,3% del 2008; sulle due sponde dell'Atlantico ci sono circa 10,5 milioni di disoccupati in più. Per la sola Ume il dato sale al 11,1%, con 5,8 milioni di nuovi disoccupati. Il fatto da notare è che la perdita di posti di lavoro non si è mai arrestata, né invertita, in questi quattro anni, e si tratta dell'effetto più inquietante della crisi. Il nostro paese è in linea con queste tendenze, con un tasso di disoccupazione un po' più basso della media europea (10,6%). In questa classifica la Germania rimane la sola eccezione con circa 790 mila disoccupati in meno, e un tasso record (in basso) del 5,6%.

Il tempo necessario per recuperare il Pil (e il lavoro) perduto dipende dal tasso di crescita annuale. Cominciamo col vedere se e in quale misura i tassi di crescita medi post-recessione 2010-12 hanno almeno "riagganciato" il *trend* di crescita precedente. E anche qui i dati (vedi tabella 1) sono deficitari per tutti i paesi, tranne la Germania grazie all'eccezionale rimbalzo del 2010-11, tuttavia assai ridimensionato nel 2012 e nelle previsioni future (va anche ricordato che il 2000-08 fu un periodo di crescita magra per l'economia tedesca). Il quadro non migliora se aggiungiamo le previsioni 2013. I segnali che si susseguono trimestre dopo trimestre tendono a corroborare l'ipotesi che, data la natura strutturale della crisi, essa abbia determinato uno scalino permanente nella capacità di crescita dei paesi più sviluppati (a meno di eventi, anch'essi strutturali, di segno opposto). Se ciò è vero, prima o poi tutti i paesi ritorneranno al Pil reale che avevano nel 2008, ma *non raggiungeranno mai* il Pil reale che avrebbero ottenuto continuando col trend di crescita pre-crisi. Se c'è una luce in fondo al tunnel si tratta d'intendersi su quale luce, ma anche su quale tunnel.

I dilemmi della politica fiscale

Sul fronte delle terapie, protagonista principale di questo quadriennio è stata la politica fiscale, richiamata in servizio d'urgenza, e in dosi massicce, a partire dagli Stati Uniti, dopo i due decenni precedenti di "dominanza monetaria" (teorica e pratica). Per quanto riguarda la Ume, non si ripeterà mai abbastanza, finché continueranno ricostruzioni di fatti e dati scorrette e partigiane, che 1) la fase pre-crisi 2000-08 aveva visto una lenta, ma chiara, progressiva convergenza fiscale verso saldi di bilancio allineati al vincolo del 3% del Pil e di riduzione dei rapporti debito/Pil, con l'eccezione della Grecia; 2) l'inversione di questa tendenza è stata interamente dovuta ai salvataggi dei settori bancari nazionali, e agli interventi antirecessivi, automatici e non; 3) complessivamente, e tranne poche eccezioni come Irlanda e Spagna, lo stimolo fiscale è stato più tardivo e contenuto rispetto a

Stati Uniti e Regno Unito; 4) le politiche di rientro, la famigerata "austerità", invece sono state più intense. Il risultato (vedi tabella 3) è che una delle misure di stimolo fiscale il disavanzo pubblico primario (al netto degli interessi sul debito) in rapporto al Pil cumulato dal 2008 al 2012 è stata molto maggiore negli Stati Uniti e Regno Unito che nella Ume: rispettivamente, 33, 28 e 7 punti di Pil. In ambito Ume va osservato che due paesi maggiori, Italia e Germania, complessivamente hanno realizzato una *restrizione fiscale*, cumulando un avanzo primario di 6 e 3,7 punti di Pil rispettivamente (l'Italia ha avuto un modesto disavanzo primario solo nel 2009, la Germania nel 2009 e 2010).

Tabella 3. Saldo primario su Pil (%)

	2008	2009	2010	2011	2012	Cumulato
Francia	-0.4	-5.1	-4.7	-2.6	-1.9	-14.7
Germania	2.7	-0.5	-1.8	1.6	1.7	3.7
Italia	2.5	-0.8	0.0	1.0	3.4	6.0
Spagna	-2.9	-9.4	-7.4	-6.1	-3.3	-29.8
UME	0.9	-3.5	-3.4	-1.0	0.0	-7.0
UK	-2.7	-9.5	-7.3	-5.1	-3.3	-27.9
US	-3.7	-9.0	-8.0	-6.8	-5.5	-33.0
	Variazioni su anno precedente					Cumulate 2010-12
Francia	-0.4	-4.7	0.5	2.1	0.7	3.3
Germania	-0.3	-3.2	-1.3	3.4	0.0	2.1
Italia	-0.9	-3.2	0.8	1.0	2.4	4.2
Spagna	-6.4	-6.5	2.0	1.3	2.9	6.2
UME	-1.4	-4.4	0.1	2.4	1.1	3.6
UK	-2.2	-6.8	2.2	2.2	1.8	6.2
US	-3.8	-5.4	1.0	1.3	1.3	3.6

Si dice che paesi ad alto debito come l'Italia non hanno lo stesso spazio di espansione fiscale di paesi a basso debito e quindi devono far di necessità virtù, attraverso l'esercizio dell'austerità. E' un buon argomento, l'Italia non può fare come l'America, ma non viene spiegato perché lo stesso principio sia stato applicato anche ai paesi Ume che ad alto debito non sono, primo fra tutti la Germania (per la quale può però valere l'ipotesi di aver voluto dare il buon esempio in quanto fautrice del valore morale intrinseco dell'austerità).

Austerità, circoli virtuosi e circoli viziosi

Ora avventuriamoci in qualche valutazione sul terreno infuocato degli effetti dell'austerità, naturalmente senza pretesa di conclusioni certe e definitive che son lungi da esistere (almeno per ora) nemmeno negli studi scientifici più avanzati. Prima di tutto dobbiamo metterci d'accordo su quale metro di giudizio vogliamo utilizzare - come visto prima, ce ne sono diversi.

Possiamo cominciare col breve periodo, cioè come le politiche fiscali (misurate come sopra) dei diversi paesi si presentano rispetto alla crescita annuale media post-crisi 2010-12 (vedi tabelle 1 e 3). Dico "si presentano", come in un'istantanea, perché è molto difficile, e certo non possiamo farlo qui, stabilire quale sia la causa e quale l'effetto tra variazioni di bilancio e variazioni del Pil. Diciamo subito che nella nostra istantanea l'unico paese austero di successo è stato la Germania (saldo primario medio +0,7%, crescita media 2,7%). Ciò che può aver dato forza all'idea dell'austerità per tutti. Però l'altro paese austero, il nostro, ha avuto crescita media zero. Ci sono poi diversi paesi meno austero o non austero che hanno avuto crescita positiva: primi fra tutti gli Stati Uniti (6,6% di stimolo fiscale medio e crescita del 2,2%), il Regno Unito (5,6% e 1,3%), la Francia (2,9% e 1,6%). Per sottolineare la complessità del quadro, giova considerare che tre paesi epicentro della crisi debitoria (Grecia, Spagna, Portogallo) hanno avuto sia forti disavanzi primari annuali sia tassi di

crescita *negativi*.

Il Presidente Monti ha recentemente detto che è da sciocchi attendersi che l'austerità non abbia effetti recessivi, ma influenti studiosi della sua università, e della Commissione europea, non hanno la stessa convinzione, perlomeno se la restrizione fiscale è realizzata con tagli di spesa e non con aumenti d'imposte (ciò che gli contestano di non aver fatto). Anche i nostri dati suggeriscono che non tutte le austerità sono uguali, né lo sono tutti gli stimoli fiscali. A chi predica l'una ricetta o l'altra va chiesto di precisare bene dosi, ingredienti e perché dovrebbe funzionare. Per esempio sappiamo che la ricetta dell'austerità tedesca non è stata molto diversa da quella italiana, cioè in prevalenza sottoforma di aumenti d'imposte; forse ha contato il fatto che sia stata assai più contenuta o che sia stata più che compensata da un boom di esportazioni extraeuropee. La Grecia ha fatto più tagli di spesa che aumenti d'imposte (mitigati, come in Italia, da un'estesa evasione), ma il risultato è stato disastroso.

Un altro metro di giudizio dell'austerità guarda non al breve, ma al lungo periodo come sovente esorta il Presidente Monti e il riequilibrio delle finanze pubbliche viene visto come la condizione per il rilancio futuro della crescita (sebbene nel programma di governo rigore e crescita apparivano in contemporanea). Da questo punto di vista una delle motivazioni principali, se non l'unica, dell'austerità viene dalla dottrina della "credibilità", secondo cui una forte e rapida correzione del disavanzo (primario) e dell'indebitamento viene premiata con una riduzione del tasso d'interesse, la quale agevola la gestione del debito e stimola l'economia reale, soprattutto i piani di consumo e d'investimento a lungo termine.

In questa chiave, è opportuno misurare l'austerità come variazione annuale del rapporto saldo primario su Pil (secondo pannello della tabella 3), ossia l'intensità e rapidità con cui viene corretto uno squilibrio fiscale. E si scopre che l'austerità è scattata ovunque, salvo in Germania, nel 2010 (l'anno di ripresa che aveva fatto credere, soprattutto alla Commissione europea, che la crisi fosse finita). Nella Ume il picco della correzione fiscale è stato raggiunto nel 2011, soprattutto nei paesi sotto stress finanziario o in cura della Trojka; ai quali si sono aggiunti Italia e Spagna nel 2012. I risultati sull'andamento del debito sono stati deludenti: la tabella seguente riporta i dati dei paesi ad alto debito o in stress finanziario, ma in tutti i paesi Ume il debito ha continuato a crescere dopo il 2009 sia in euro che in rapporto al Pil.

Tabella 4. Rapporti debito/Pil 2007-2012 (%)

	2007	2009	2012	Var. % 2012/07	Var. % 2012/09
Belgio	84.1	95.8	100.5	19.6	4.9
Francia	64.2	79.2	90.5	40.9	14.3
Grecia	107.4	129.4	160.6	49.5	24.2
Irlanda	24.8	65.1	116.1	367.5	78.2
Italia	103.1	116.0	123.5	19.8	6.5
Portogallo	68.3	83.1	113.9	66.9	37.1
Spagna	36.2	53.9	80.9	123.5	50.1
UME	66.8	80.6	92.4	38.2	14.7

Tuttavia, secondo calcoli della Commissione europea², la bassa crescita spiega da un terzo ad una metà dell'aumento del rapporto debito/Pil dei diversi paesi. Nel caso dell'Italia, addirittura essa ne è la causa principale, in quanto gli avanzi primari sarebbero stati sufficienti a ridurlo. Dunque, come noto tra i keynesiani, è imprudente (sperare di) separare il breve dal lungo periodo, perché se l'effetto recessivo dell'austerità è forte, il risanamento fiscale diventa una Fatica di Sisifo senza fine. Ciò mette in mora la strategia dell'austerità in quanto il premio di tassi d'interesse più bassi non si materializza, soprattutto in una fase storica della finanza non particolarmente lungimirante. Nei paesi Ume la correlazione statistica tra correzione fiscale e spread rispetto al tasso d'interesse tedesco dopo il 2010 è assai debole, e comunque presenta un segno *positivo*³. Dopo tre anni

d'intenso rigore *tutti* i paesi Ume pagano un premio di rischio più alto (vedi tabella 5). In pratica, sulla base di questi dati qualche paese potrebbe anche domandarsi se l'austerità non sia stata addirittura *punita* con uno *spread* più alto. Per esempio il nostro, che a fronte di una terapia d'intensità crescente nei tre anni ha visto lo spread mensile medio crescere dai 129 punti del 2010 ai 425 dei primi otto mesi 2012.

Tabella 5. Spread mensile medio rispetto al tasso d'interesse su titoli di stato decennali della Germania, 2010-12

	2010	2011	2012 ^a
Austria	0.48	0.71	1.06
Belgio	0.72	1.63	1.78
Finlandia	0.27	0.40	0.73
Francia	0.38	0.71	1.19
Grecia	6.35	13.14	23.53
Irlanda	3.00	6.99	5.30
Italia	1.29	2.82	4.25
Lussemburgo	-0.13	0.32	0.41
Olanda	0.27	0.38	0.51
Portogallo	3.43	7.63	10.23
Spagna	1.51	2.83	4.40
^a Primi 8 mesi			

I fautori dell'austerità possono sostenere che le manovre di correzione fiscale non sono state sufficienti per sedare la percezione di rischio degli investitori. Un'ipotesi difficile da verificare, perché non è chiaro quale dovrebbe essere la dose necessaria per ogni paese; diversi modelli finanziari anche molto sofisticati non hanno finora trovato la risposta, e non hanno trovato nemmeno una relazione intelligibile tra lo spread e i cosiddetti "fondamentali fiscali" di ogni paese. Un'ipotesi alternativa che si sta affermando tra studiosi e operatori è quella della *sostenibilità*, per cui se gli investitori valutano che le cure di correzione fiscale, oltre una certa soglia, non sono sostenibili economicamente e socialmente, esse invece di aumentare la fiducia nella solvibilità del paese la riducono, e lo *spread* sale. Ciò fa aumentare la spesa per interessi e rende necessario un'ulteriore dose di correzione, che peggiora lo stato di fiducia e lo spread in un circolo vizioso che si auto-alimenta e può condurre al *default* anche un paese inizialmente in grado di servire il proprio debito pubblico⁴. Non a caso, questa è la rappresentazione del mercato dell' euro-debito che Mario Draghi ha posto come fondamento della legittimazione delle nuove operazioni di acquisto di titoli di stato da parte della Banca centrale europea⁵. E non si può ignorare il fatto che, fino ad oggi, questo annuncio, insieme al via libera tedesco al nuovo "Fondo salva stati", sono stati gli unici eventi che hanno prodotto un tangibile sgonfiamento generalizzato degli spread negli ultimi due mesi.

Questo articolo vi ha offerto principalmente dei dati per un bilancio di questi quattro anni di crisi, delle terapie adottate e dei risultati ottenuti finora. Non ci sono tesi e conclusioni certe, ma è auspicabile che di questi dati si tenga conto nel dibattito, tra continuisti e discontinuisti, sul futuro governo del nostro paese.

1. Tutti i dati provengono dal database Eurostat AMECO

2. EU Commission (2011), 2011 Report on Public Finances in the EMU, European Economy, n. 3.

3. Per gli addetti ai lavori: la covarianza è 5,10, il coefficiente di correlazione è 0,22 e R2 è 0,048

4. Per un approfondimento vedi R. Tamborini, "Market opinions, fundamentals, and euro-sovereign debt crisis", Discussion Paper, Dipartimento di Economia, Università di Trento, n. 9, 2012, <http://ssrn.com/abstract=2172474>.

5. Draghi M. (2012), Transcript of the Introductory Statement to the press conference, Frankfurt, September 6, 2012, www.ecb.org.

“ Commenti

”