Intervento di Vincenzo Visco al convegno "Riformabilità o irriformabilità del capitalismo?" Roma, 19-20 febbraio 2015

La Grande crisi del 2007-2008 è giunta inattesa per molti, e ha riproposto la questione (da tempo rimossa e accantonata) della instabilità del sistema di mercato capitalistico, uscita dal dibattito accademico e politico per molti anni (oltre 30).

Di fronte alla riedizione di situazioni di crisi molto simili, anzi per certi aspetti peggiori di quella del 29-33, è diventato necessario ricorrere a strumenti intervento inediti, non convenzionali.

Questi sono stati adottati soprattutto dalle banche centrali che con l'eccezione della BCE, hanno rapidamente cambiato la conduzione della politica monetaria passando dal controllo dei tassi interesse alla variazione diretta della quantità di moneta, credito, riserve bancarie, ecc. mediante il ricorso a politiche non ortodosse.

Quella più nota è naturalmente il QE: l'acquisto sul mercato di titoli di Stato. Si tratta di una monetizzazione del debito che ha l'effetto di ridurre la spesa per interessi dei Paesi che la attuano, in quanto una volta acquisiti i titoli di Stato nel bilancio della banca centrale, o gli interessi non vengono pagati trattandosi di istituzioni che fanno parte della stessa organizzazione statale, o se vengono pagati vengono retrocessi ai bilanci pubblici dalla Banca centrale, come profitti. In sostanza il debito pubblico acquistato viene cancellato.

Il QE ha anche l'effetto di aumentare la liquidità delle economie contribuendo alla stabilizzazione bancaria e finanziaria, dal momento che la disponibilità di liquidità abbondante a basso costo consente alle banche di ridurre le attività rischiose possedute e di riequilibrare i bilanci. Ma proprio per queste caratteristiche il QE è risultato poco efficace ai fini della ripresa dell'economia in quanto non si traduce se non limitatamente in un aumento del credito all'economia. Un altro effetto del QE, più certo, è quello di provocare una svalutazione della moneta e quindi di rilanciare esportazioni.

La limitata efficacia del QE come strumento di rilancio delle economie dipende dalla natura della crisi del 2007-2008 che è stata una crisi da deflazione dei debiti, derivante da un eccesso di debiti del settore privato contratti per finanziare investimenti e/o consumi, con la conseguente creazione di "bolle" che gonfiano i valori degli assets. Quando scoppia per qualsiasi ragione una bolla, i valori degli assets crolla mentre i debiti rimangono invariati o aumentano di valore reale in presenza di deflazione, e quindi famiglie e imprese si trovano costrette a concentrarsi in una faticosa attività di deleveraging cioè di riduzione dei debiti, riducendo consumi e investimenti per ripagare i debii. Ciò provoca un crollo di domanda aggregata che non viene stimolata dall'aumento della liquidità.

Infatti poiché gli operatori economici potenzialmente interessati ad assumere prestiti sono impegnati a ripagare i debiti precedentemente contratti, la domanda di credito si riduce, mentre le banche impegnate a risanare i propri bilanci riducono l'offerta di credito. La domanda e l'attività economica si riducono così cumulativamente.

Per questo motivo sarebbe necessario affiancare alla politica monetaria espansiva una politica fiscale ugualmente espansiva cosa che è stata fatta solo in parte e quasi per nulla in Europa. Questa è anche la ragione per cui il QE non crea pressioni inflazionistiche in una situazione economica depressa.

Il QE in sostanza può essere considerato una forma di "repressione finanziaria", una modalità per ridurre il costo del debito tenendo artificialmente bassi i tassi di interesse. A misure di questo

genere hanno fatto ricorso abbondantemente molti governi nei decenni successivi alla fine della II guerra mondiale, mantenendo tassi di inflazione significativi o introducendo vincoli di portafoglio per banche, fondi pensione, enti previdenziali. Per effetto di misure di questo genere per esempio negli S.U. per 1/4 del periodo 1945-80 il tasso di interesse sul debito pubblico è risultato negativo e così in Italia per tutti gli anni '70 del secolo scorso.

Il QE comunque non è in grado di rilanciare economie e neanche di ridurre in maniera consistente lo stock di debito esistente, e non è neanche certo che riuscirà a risolvere rapidamente il problema della deflazione. Tuttavia il problema di un eccessivo accumulo di debito esiste e esso non può essere risolto con le tradizionali misure di austerità.

Per effetto della crisi il debito pubblico è fortemente cresciuto in tutti i paesi a causa di diversi fattori: l'operare di robusti stabilizzatori automatici, l'aumento discrezionale della spesa pubblica (o riduzione delle imposte), il salvataggio delle banche, gli effetti delle politiche di austerità. Se i debiti non saranno riportati a dimensioni tollerabili è molto difficile uscire da una situazione di stagnazione, con rischi ulteriori di default o necessità di ristrutturazione per alcuni paesi.

Per questo motivo nel 2010 prospettai una possibile soluzione al problema proponendo di collocare in un apposito fondo l'eccesso di debito provocato dalla crisi economica. La proposta fu poi adattata alla situazione europea e presentata in una audizione presso la Commissione Affari Economici e Finanziari del Parlamento Europeo nel gennaio 2011. Essa prevede che i Paesi dell'euro gruppo collochino il debito eccedente il 60% del loro PIL in un apposito fondo che dovrebbe omettere obbligazioni a 25-30 anni con la garanzia congiunta dei Paesi partecipanti, il finanziamento del Fondo sarebbe assicurato mediante l'earmaerking (la destinazione obbligatoria) di una quota del gettito fiscale proporzionale alla quota di debito trasferita al fondo. Le obbligazioni emerse dal fondo non sarebbero eurobonds nonostante garanzia collettiva perché ciascun Paese sarebbe responsabile di finanziare le proprie quote di debito fino a esaurimento. Come effetto dell'operazione tutti i Paesi si troverebbero con un debito pari al 60% del PIL come prevede il trattato di Maastricht, mentre i tassi di interesse sui titoli emessi dal Fondo sarebbero piuttosto bassi data garanzia comune.

Questa proposta è stata seguita da quella molto simile, per molti aspetti identica, avanzata dai "saggi" del governo tedesco nel novembre 2011, che tuttavia presenta diverse e superflue accentuazioni rigoriste non necessarie. In ogni caso la proposta è presente nel dibattito ufficiale europeo e nella situazione attuale essa potrebbe, dovrebbe, tornare d'attualità.

Gli aspetti tecnici della proposta e un confronto con quella dei "saggi" tedesca sono contenuti in un articolo scritto con Carmelo Parello e pubblicato su Politica Economica.

Al tempo in cui fu formulata la proposta, se attuata, avrebbe dato un contributo alla convergenza dei tassi di interesse in Europa, obiettivo in certa misura già conseguito. Tuttavia anche nella situazione attuale, e anche grazie alla ulteriore riduzione dei tassi garantita dal QE la realizzazione del fondo di smaltimento produrrebbe risultati notevoli: a) l'irrilevanza del fiscal compact; b) una ulteriore riduzione della spesa per interessi; c) un surplus primario molto inferiore a quello che sarebbe necessario in assenza del Fondo e in presenza del fiscal compact; d) un disavanzo complessivo di bilancio superiore senza compromettere la stabilità delle finanze pubbliche.

Una altra proposta che merita di essere ricordata è il PADRE (acronimo per Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone) degli economisti Paris e Wyplosz che prevede la costituzione di una speciale agenzia (inizialmente si prevedeva fosse la BCE) che acquista il 50% del debito dei diversi Paesi man mano che esso giunge a maturità, ripartendo gli acquisti in proporzione alle quote di partecipazione nella BCE. L'agenzia emette a sua volta le obbligazioni necessarie a finanziare

l’acquisto dei titoli. Successivamente i titoli pubblici acquistati vengono scambiati (swap) con titoli perpetui dallo stesso valore a tasso di interesse 0. In questo modo il 50% del debito europeo verrebbe cancellato. L’agenzia tuttavia dovrebbe continuare a pagare gli interessi sui titoli da essa emessi. E a questo fine gli autori ipotizzano che il finanziamento del servizio possa avvenire trasferendo all’agenzia i proventi derivanti dal signoraggio della BCE che invece di essere attribuiti ai singoli Stati verrebbero da questi trasferiti all’agenzia.

L’effetto dell’operazione sarebbe comunque quello di lasciare i singoli Paesi con livelli di debito differenziato: la Germania al 33%, la Grecia al 105%, l’Italia all’80%. Ciò comporterebbe la necessità di politiche economiche restrittive proprio per i Paesi che più avrebbero bisogno di crescere. Inoltre non è certo che i proventi del signoraggio sarebbero sufficienti: a seconda delle ipotesi essi possono risultare ampiamente sufficienti o di dimensioni non adeguate. Il costo per gli Stati corrisponderebbero alle minori entrate derivanti dal signoraggio. In ogni caso la proposta come la precedente appare ingegnosa e meritevole di considerazione.

Concludendo sembra giunto il momento di affrontare il problema della ristrutturazione e smaltimento dei debiti europei per ridare un senso alla stressa costruzione europea e riappacificare i cittadini europei con i loro governanti.