

Ma il vero problema è il deficit commerciale

Nell'area euro la crisi ha aumentato le disparità

di **Emiliano Brancaccio**

La stabilità dei conti nazionali e più in generale il profilo di rischio finanziario dell'Italia e di tutta l'Eurozona non dipendono solo dall'andamento dei disavanzi pubblici. Un ruolo almeno altrettanto importante, e forse decisivo, è giocato dall'andamento dei disavanzi verso l'estero, sia pubblici che privati.

I differenziali tra i tassi d'interesse sui titoli tedeschi e quelli dell'Italia e degli altri Paesi "periferici" dell'Unione monetaria europea continuano ad aumentare. È questo il sintomo più evidente di una crisi dell'unità europea che le politiche finora poste in essere non sembrano in grado di risolvere. Ma quali sono le cause delle attuali difficoltà dell'Eurozona? L'opinione prevalente individua negli eccessi di indebitamento pubblico l'origine di tutti i mali. Paesi come la Grecia, caratterizzati da una

elevata spesa pubblica rispetto alle entrate fiscali e quindi da ingenti disavanzi statali, starebbero mettendo in pericolo la tenuta dell'euro. È noto che nel dibattito politico tale opinione non viene quasi mai criticata. Nel campo dell'analisi economica, invece, crescono i dubbi intorno alla sua validità. Già ai primordi della moneta unica alcuni economisti eterodossi avevano avanzato il sospetto che il vero tallone d'Achille

dell'euro potesse risiedere non tanto nella crescita dei debiti pubblici quanto piuttosto nell'accumulo di debiti verso l'estero, sia pubblici che privati, da parte di alcuni Paesi membri, e di corrispondenti crediti verso l'estero da parte di altri. E i dati sembrano in effetti avere più volte confermato questa tesi alternativa. Per giunta, dopo la grande recessione mondiale, la sensibilità degli spread all'andamento dei disavanzi esteri pare essersi addirittura accentuata. L'attenzione verso gli squilibri nei conti con l'estero è dunque cresciuta, anche tra gli esponenti della cosiddetta ortodossia economica. L'economista tedesco Daniel Gros, per esempio, ha fatto notare che tra l'andamento dei conti esteri dei Paesi membri dell'Unione nel periodo 2007-2009 e gli spread del febbraio 2011 esiste una correlazione elevata.

In effetti sono numerose le ragioni per cui il rischio di insolvenza può essere associato più facilmente all'accumulo di debiti verso l'estero che alla crescita del solo debito pubblico. Gros, per esempio, fa notare che se il debito pubblico è in prevalenza nelle mani dei residenti di un Paese, il Governo potrebbe costringerli a pagare una imposta per coprire il pagamento delle cedole che essi si attendono dal possesso dei titoli. Applicata anche solo parzialmente, questa ricetta può in effetti tutelare uno Stato dal rischio di insolvenza. Essa tuttavia non è praticabile qualora il debito sia nelle mani di possessori stranieri, i quali non ricadono sotto la giurisdizione fiscale dello Stato di cui sono creditori. Uno Stato indebitato verso l'estero dispone dunque di una possibilità in meno per coprire i pagamenti dovuti, e risulta quindi maggiormente esposto all'eventualità del fallimento.

Ma vi sono spiegazioni anche più profonde della maggiore rischiosità dell'indebitamento estero. Ad esempio, è importan-

te notare che un Paese tende al deficit commerciale verso l'estero quando vende poco agli altri Paesi e compra molto da essi. Il disavanzo con l'estero può quindi esser visto come una spia della scarsa competitività del sistema produttivo nazionale. Oltre un certo limite, allora, la crescita dei debiti esteri potrebbe indurre le autorità del Paese in questione ad abbandonare la moneta unica e a effettuare una svalutazione per recuperare margini di competitività. Per quanto improbabile, questa eventualità induce i creditori esteri a chiedere tassi d'interesse più alti per cautelarsi contro il rischio che in futuro si verifichi un deprezzamento della valuta nazionale, e che questo sia accompagnato da una riduzione del valore dei titoli di cui sono in possesso. Ancora una volta, al debito estero, pubblico e privato, si attribuisce la maggiore rischiosità.

Il dibattito sembra dunque essersi soffermato troppo sui pericoli derivanti dall'indebitamento pubblico mentre pare aver trascurato le minacce provenienti dagli squilibri nei conti esteri, e in particolare nei rapporti di debito e credito tra i Paesi dell'Eurozona. Ciò è tanto più grave se si considera che nel corso dell'ultimo decennio gli squilibri commerciali tra i Paesi dell'Eurozona hanno raggiunto dimensioni senza precedenti, e non si sono quasi per nulla attenuati dopo la grande recessione. In particolare, nonostante una crescita del reddito modestissima, nel 2010 l'Italia ha fatto registrare un deficit verso l'estero in rapporto al Pil del 4,2%; la Spagna del 4,5%, il Portogallo del 9,8%, la Grecia dell'11,8 per cento. Di contro, la Germania ha conseguito un surplus verso l'estero del 5,1 per cento. Le politiche economiche, nazionali ed europee, dovrebbero iniziare ad affrontare questo problema, più grave e logicamente prioritario rispetto al tema della stabilità dei soli conti pubblici.

© RIPRODUZIONE RISERVATA