

Lezioni da Tokyo: il rigore può ingannare

di **Pierpaolo Benigno**

Il declassamento del Giappone e lo stato di allerta sugli Stati Uniti sottolineano come il debito pubblico sia ormai il male comune per tutti i paesi industrializzati. Nessuna valuta di riserva al mondo, e ce ne sono tre (dollaro, euro e yen), può considerarsi immune da un possibile crollo di fiducia verso i propri debiti sovrani. La crisi finanziaria ci invita a pescare nell'inimmaginabile per formulare le migliori previsioni. Proviamoci: la prossima metamorfosi sarà la possibile bancarotta di uno stato con una forte valuta di riserva. Paradossalmente, questo evento sarà più probabile quanto maggiore e frettolosa sarà la ricerca del rigore fiscale e monetario.

Una valuta di riserva ha il privilegio, per alcuni esorbitante, di potersi finanziare a tassi molto bassi, di essere fortemente richiesta quando l'avversione al rischio e la sfiducia montano nei mercati finanziari. Lo yen e il dollaro sono valute di rifugio per eccellenza, l'euro un po' meno. Il privilegio di finanziarsi con tassi bassi può a volte creare l'illusione che non ci sia un limite a quanto debito emettere. Il declassamento del Giappone ci ricorda, invece, che tutti i paesi sono soggetti a un vincolo di sostenibilità delle proprie finanze pubbliche e, a maggior ragione, che quel vincolo è importante per mantenere lo status di valuta di riserva.

Conosciamo le modalità della prossima crisi, immaginiamo la forza con la quale potrebbe colpire le economie mondiali, ma non sappiamo quando ci sarà. Non sappiamo quando il vincolo di sostenibilità per una valuta di riserva potrà diventare stringente. Non è la prima volta che il Giappone viene declassato. Aveva già perso due gradi nel 2002 per poi recuperare lo status AA nel 2007 e riprendersi il segno negativo in questa settimana. Nell'ultimo decennio il debito pubblico giapponese è passato da poco meno del 150% del Pil a poco di più del 200 per cento. Nonostante tutto, il Giappone è riuscito a finanziarsi a tassi d'interesse a lunga maturità irrisori: mai superiori al 2% e ora all'1 per cento. Ci con-

sola sapere che il 95% del debito è nelle mani dei giapponesi e che, dopo il declassamento, non c'è stato alcun segnale di panico nel mercato dei titoli. Solo lo yen si è deprezzato, fattore positivo per un'economia orientata alle esportazioni.

Tutto questo, in fondo, ci tranquillizza. Gli anticorpi delle economie con valuta di riserva sono decisamente potenti. Ma il ventennio perduto del Giappone insegna anche che le recessioni che seguono lo scoppio di importanti bolle immobiliari e finanziarie possono perdurare - se vengono accompagnate da scelte sbagliate di politica economica - e gli anticorpi indebolirsi. La storia del Giappone è piena di errori dovuti alla ricerca frettolosa del rigore fiscale e monetario a seguito dei primi barlumi di ripresa. Rigore che sistematicamente riportava l'economia in recessione. Il punto chiave è capire che la caduta della domanda nei settori colpiti dalla crisi, che segue al riordino dei bilanci e al bisogno di maggiori risparmi, necessita di una compensazione con maggiore domanda da parte di altri settori, e il settore pubblico in questo può aiutare. Bisogna prima uscire dalla crisi con i debiti pubblici per poi risolvere il problema dei debiti con la crescita, consapevoli che i margini d'azione si restringono con il passare del tempo.

Fra i paesi dell'Ocse, Irlanda, Stati Uniti, Gran Bretagna, Grecia, Giappone e Spagna, nell'ordine, sono quelli che nel 2011 faranno registrare i maggiori deficit pubblici. Tutti, esclusa la Grecia, sono stati colpiti proprio dallo scoppio di una bolla immobiliare. I deficit sono il risultato sia degli oneri privati caricati sul settore pubblico, sia delle politiche fiscali espansive per contrastare la recessione. Sarebbe naturale chiedere maggiore rigore, ma nessuno di questi paesi può ancora cantar vittoria e dire di aver lasciato la crisi alle proprie spalle. Proprio ora che il campanello di allarme sul debito è suonato per le valute di riserve, una *exit strategy* prematura potrebbe portare alla prossima crisi. L'Europa del rigore monetario e fiscale ha già preso la strada sbagliata.

pbenigno@luiss.it

© RIPRODUZIONE RISERVATA

