

Dallo SME all'UEM e oltre: la partecipazione dell'Italia all'integrazione monetaria in Europa

Franco Praussello[°]

1. Dal circolo vizioso inflazione-svalutazione ai vincoli e alle opportunità della zona euro

Con l'adesione al Sistema Monetario Europeo (SME) e successivamente all'Unione Economica e Monetaria (UEM), grazie all'eutanasia della lira e all'entrata nella zona euro, l'Italia sperimenta una drastica variazione di costituzione monetaria. Per lungo tempo la politica economica del paese era stata improntata all'adozione di politiche monetarie e del cambio di tipo lassista, facendo ricorso in modo sistematico al deprezzamento o alla svalutazione della lira, allo scopo di scaricare il differenziale di inflazione e di competitività nei confronti dei principali paesi concorrenti. Tipicamente, un aumento dei costi nei settori esposti alla concorrenza internazionale veniva contrastato da una caduta del cambio, che tendeva a rilanciare la crescita e a riportare in equilibrio la bilancia dei pagamenti, il cui vincolo risultava particolarmente stringente in condizioni di cambi fissi.

Questa politica tradizionale venne abbandonata nel corso di due decenni in seguito alla scelta di adottare progressivamente una politica monetaria ricalcata su quella della Bundesbank, tentando di importare una credibilità antinflazionistica simile a quella della banca centrale tedesca. Non si trattò peraltro di un percorso facile e il cambiamento di costituzione monetaria avvenne attraverso successivi alti e bassi, che si conclusero con l'entrata dell'Italia nel primo gruppo di paesi aderenti alla zona euro. Lungo questo sentiero accidentato furono all'opera due fattori principali. Da un lato la spinta proveniente dall'evoluzione del processo di integrazione economica in Europa in direzione della stabilità monetaria e successivamente della creazione della moneta unica, dopo la nascita dell'unione doganale e il lancio della Politica Agricola Comune (PAC) nel corso degli anni Sessanta. Dall'altro, il processo di convergenza agevolato dal progressivo aumento di potere in Italia dei gruppi di pressione e dei partiti che difendevano gli interessi dei rentier, le cui attività finanziarie sarebbero state colpite dalla tassa di inflazione, com'è ampiamente illustrato da una vasta letteratura, che utilizza lo strumento della *political economy*.

[°] Università di Parma, marzo 2014.

Scopo di questa nota è di ripercorrere criticamente l'esperienza del processo di convergenza che fece dell'Italia uno dei paesi fondatori dell'euro, considerando altresì le conseguenze e le prospettive di tali scelte. Il resto dello scritto è organizzato nel modo seguente. Nei successivi due paragrafi ci occuperemo del percorso effettuato dal paese attraverso gli impegni e il funzionamento dello SME, dal periodo iniziale in cui l'accordo di cambio europeo funzionava come un meccanismo di *crawling peg*, con frequenti variazioni delle parità nel senso della svalutazione della lira, alle fasi successive, a partire da quella della scelta lealista di accettare per intero i vincoli del sistema. Il paragrafo 4 descrive le politiche seguite dall'Italia nella fase che ha preceduto il varo dell'UEM, dopo l'espulsione dalla lira dal meccanismo di cambio in seguito alla crisi valutaria del 1992, con il successivo rientro nel 1996, in tempo per riprendere il processo di qualificazione in vista dell'adesione alla zona euro. I paragrafi 5 e 6 sono dedicati a una valutazione dei costi e dei benefici derivanti da quest'ultima, nel breve come nel più lungo andare. Il paragrafo 7 si propone di mettere in prospettiva il dibattito circa una possibile secessione dell'Italia dalla zona euro, mentre i successivi paragrafi 8 e 9 sono dedicati all'attuale crisi del debito sovrano e dell'eurozona, nonché alle sue possibili soluzioni. Il paragrafo 10 fa il punto sulla posizione dell'Italia nel quadro della perdurante crisi dell'eurozona, mentre il paragrafo 11 valuta il passaggio da politiche di austerità finalizzate al consolidamento fiscale a politiche di ripresa della crescita a livello europeo. Concludono lo scritto alcune considerazioni finali.

2. *La prima fase dello SME: il meccanismo di progressiva svalutazione della lira*

Per svolgersi senza scosse, il processo di integrazione economica richiede inevitabilmente il mantenimento della stabilità dei cambi, assicurata negli anni successivi alla conclusione della seconda guerra mondiale dal sistema dei cambi fissi del *gold exchange standard* e dal dollaro, come moneta di riserva e di conto a livello internazionale. All'inizio degli anni Settanta, quando gli accordi di Bretton Woods entrarono in crisi e vennero rapidamente superati, questo fattore di stabilità esterna venne meno e i paesi della Comunità Economica Europea (CEE) tentarono di contrastare la volatilità dei cambi collegando le loro monete all'interno di margini di flessibilità limitata con il cosiddetto "tunnel", che si muoveva liberamente nei confronti del dollaro.

Tecnicamente diedero vita a un meccanismo di cambio basato su zone obiettivo, che avrebbe dovuto fornire il grado di stabilità monetaria ritenuto necessario per garantire il funzionamento corretto di due delle forme di integrazione economica realizzate dalla CEE in quegli anni: l'unione doganale e la PAC. In effetti l'instabilità monetaria poteva mettere a repentaglio entrambi i risultati: il primo attraverso una serie di svalutazioni competitive o di deprezzamenti del tasso di cambio, che erano incompatibili con l'esistenza di un mercato interno per i prodotti manifatturati, stabile e protetto nei confronti del resto del mondo; il secondo rendendo eccessivamente complicato il funzionamento del sistema di prezzi comuni su cui si basava la gestione pubblica dei mercati agricoli. Incidentalmente, ritroviamo qui due dei prerequisiti che consentono la sopravvivenza dell'integrazione economica nel quadro delle istituzioni europee, in quel periodo la CEE e successivamente l'Unione europea (UE), ovvero le stesse condizioni che giustificano, in un'ottica di *political economy*, l'integrazione monetaria nell'ambito della zona euro.

Tale accordo di flessibilità limitata dei tassi di cambio, denominato correntemente "Serpente", prevedeva la fluttuazione congiunta delle monete europee vincolate fra loro nei confronti del dollaro ("il serpente nel tunnel"), riuscendo in linea di massima a imbrigliare la volatilità dei cambi delle monete comunitarie. Esso vide la luce nell'aprile 1972 e l'Italia vi partecipò, soprattutto per ragioni di carattere politico. Come paese fondatore della CEE, essa non poteva permettersi di rinunciare a questa nuova iniziativa comunitaria per non diminuire il suo potere contrattuale nella conduzione degli affari europei, quali che fossero le sue condizioni economiche. Ma dopo meno di un anno, nei primi mesi del 1973, la lira non si dimostrò capace di sopportare il vincolo di un cambio fisso, sia pure con qualche margine di flessibilità, e fu costretta ad abbandonarlo, in seguito a un peggioramento della situazione dell'inflazione e della bilancia dei pagamenti (Maes and Quaglia, 2003). E in effetti, in quel periodo l'Italia continuava a percorrere un sentiero di crescita in presenza di inflazione, il quale richiedeva la svalutazione progressiva della lira. Con l'aggiunta che più tardi tale politica venne aggravata dagli shock di offerta sotto forma di aumento dei prezzi del petrolio, che si verificarono nel corso degli anni Settanta (Giavazzi and Spaventa, 1989).

In realtà l'esperienza del serpente non fu in grado di mantenere la stabilità dei cambi in Europa, dato che dal meccanismo di cambio comunitario uscirono l'uno dopo l'altro vari paesi, tanto che nel 1977 esso divenne l'equivalente della tradizionale zona marco.

Malgrado ciò, la spinta in direzione della stabilità monetaria all'interno della CEE non fu abbandonata, non ultimo allo scopo di far fronte all'arretramento del processo di integrazione commerciale che nel frattempo si era manifestato. Lo strumento destinato a rilanciare il processo di convergenza monetaria su basi più avanzate fu lo SME, il quale iniziò a funzionare nel 1979. Nel corso delle trattative che precedettero il suo lancio, l'Italia espresse le proprie preferenze per un accordo monetario di tipo simmetrico, che fosse in grado di ripartire l'onere dell'aggiustamento in modo equilibrato mettendolo a carico non solo dei paesi debitori, ma anche delle economie creditrici. In termini più chiari, in caso di squilibrio delle performance e dei conti esteri nell'ambito della CEE, dovevano intervenire politiche di correzione da parte sia dei paesi in disavanzo, sia di quelli in avanzo. I primi dovevano sopportare il costo di politiche restrittive (in termini di bassa crescita e di elevata disoccupazione), ma i secondi dovevano facilitare il riequilibrio mediante politiche espansive, vale a dire rilanciando i consumi e accettando il rischio che questo provocasse un aumento dell'inflazione.

In apparenza questa richiesta ebbe successo, nel senso che, sulla carta, le caratteristiche tecniche dello SME finirono poi per essere di questo tipo. Nei fatti, tuttavia, le speranze dell'Italia vennero frustrate in quanto ben presto il nuovo accordo prese a funzionare in modo asimmetrico, facendo della Germania e della Bundesbank il centro del sistema e trasferendo l'intero onere dell'aggiustamento sui paesi in disavanzo. Ancora oggi, nell'ambito della zona euro questo problema non è stato risolto, a causa della scarsa volontà dei paesi creditori, e in particolare del maggiore di essi, la Germania, di rilanciare la loro economia in caso di squilibri, aiutando in tal modo i paesi debitori a ridurre i loro disavanzi e il ricorso a politiche di tipo deflazionistico.

Fatta questa premessa, occorre aggiungere che nella prima fase di partecipazione allo SME, nel periodo 1979-1986, l'Italia proseguì la sua politica ciclica di svalutazione-inflazione-svalutazione, utilizzando l'accordo europeo, più che come un sistema di cambi fissi, per quanto aggiustabili, come un meccanismo di *crawling peg*, o di parità mobili, in grado di consentire lo slittamento del tasso di cambio, vale a dire la progressiva svalutazione della propria moneta. Nella Tabella 1 vengono indicati i riallineamenti delle parità della lira nel periodo sotto osservazione, con una svalutazione complessiva di più del 20 per cento nel corso della prima metà degli anni Ottanta.

Tabella 1. Riallineamenti delle parità della lira nella prima fase dello SME (percentuali)

23.03.1981	-6,00
05.10.1981	-3,00
14.06.1982	-2,75
21.03.1983	-2,50
22.07.1985	-6,00

Fonte: Maes and Quaglia (2003).

3. *La fase lealista dello SME: la strong currency option*

Questa politica viene tuttavia abbandonata a partire dal 1987, quando l'Italia decide di entrare nel novero dei paesi lealisti, che accettano di seguire fino in fondo le regole dello SME asimmetrico, subordinando la loro politica monetaria alla necessità di mantenere fissi i cambi nei confronti della moneta perno del sistema, il marco tedesco. In quella circostanza il paese modifica in modo netto la sua politica monetaria, rinunciando al tradizionale strumento della svalutazione per assorbire la perdita di competitività con un riallineamento della parità della lira. Mentre nella prima fase della sua esperienza all'interno dello SME esso partecipava con scarso entusiasmo al gioco della convergenza con le condizioni finanziarie del paese leader del gruppo, comportandosi come un paese gregario (*follower*) riluttante, ora il vincolo esterno nei confronti della politica monetaria della Germania costituisce un impegno sempre più credibile. Tale scelta fu probabilmente influenzata da due fattori distinti, ma correlati. Da un lato da una decisione analoga presa dal presidente Mitterrand in Francia, con il passaggio alla politica del "franc fort", dopo aver sperimentato che una politica espansiva basata sulla svalutazione del franco diventava ben presto insostenibile e che il tentativo di reflazionare in un solo paese nel contesto di uno SME asimmetrico era destinato all'insuccesso (Bernard, 2002). Dall'altro la circostanza che la Banca d'Italia e i decisori politici erano alla ricerca di una nuova costituzione monetaria, allo scopo di rafforzare il coordinamento istituzionale fra le autorità monetarie dello SME in vista di ottenere un funzionamento meno asimmetrico dell'accordo europeo (Quaglia, 2003).

In questo contesto, la volontà di adottare senza esitazioni i comportamenti richiesti dal vincolo dello SME fu considerato dai decisori italiani come lo strumento in grado di importare la credibilità antinflazionistica di cui avevano bisogno per cambiare la costituzione monetaria. Legando la lira al marco, l'Italia poteva sperare di condividere l'opzione della moneta forte (*strong currency option*) effettuata dalla Germania, ottenendo i benefici di una elevata reputazione antinflazionistica sui mercati finanziari internazionali. Il meccanismo che generava questo tipo di reputazione è stato spiegato con riferimento ai vantaggi ottenuti dai paesi che accettavano di "legarsi le mani".

In termini del tutto generali, si può affermare che per il paese leader partecipare allo SME comportava il vantaggio decisivo di limitare la probabilità che i paesi partner comunitari potessero seguire politiche di svalutazione competitiva, le quali si sarebbero tradotte in una riduzione delle proprie vendite sul mercato protetto dell'unione doganale, ripercuotendosi in modo negativo sul modello di crescita trainato dalle esportazioni, tradizionalmente alla base delle sue fortune economiche. Ma i paesi gregari che interesse avevano a entrare in un accordo di cambio asimmetrico? Dal momento che in un regime di cambi fissi, in presenza di piena libertà di movimento dei capitali, la politica monetaria diviene inefficace anche nel breve andare, che vantaggi ottenevano a rinunciare alla loro sovranità monetaria, vincolando le loro politiche alle regole dello SME? La risposta ha a che fare con la necessità di assicurare i mercati internazionali in ordine alle loro credenziali antinflazionistiche.

In effetti, i paesi gregari non erano in grado di riallineare le loro parità, in caso di inflazione pregressa, in modo da recuperare per intero il differenziale di inflazione, a causa dell'opposizione dei partner, che partecipavano alla decisione comune circa le nuove griglie dei cambi. In tal modo rimanevano penalizzati dall'eccesso di inflazione non scaricato sul cambio, e ciò riduceva il loro incentivo a produrre inflazione a sorpresa e a seguire politiche monetarie lassiste (Giavazzi and Pagano, 1990). I mercati internazionali, anticipando questa situazione, ritenevano pertanto, nel caso nostro, che l'Italia non avesse alcun interesse a creare fenomeni inflazionistici che la penalizzavano, rafforzando in tal modo le sue credenziali antinflazionistiche.

Successivamente alla scelta lealista, l'Italia si impegna in un percorso di disinflazione e di convergenza nei confronti dei paesi centrali dello SME guidati dalla Germania, e la lira si apprezza in termini reali.

Cinque anni dopo, tuttavia, questa politica si arresta all'improvviso in occasione della crisi della lira nel 1992. Sino a quel punto lo SME aveva funzionato in condizioni di

eccesso di credibilità, nel senso che i paesi membri si comportavano come se fosse già stato raggiunto lo stadio dell'unione monetaria completa. Ma in realtà il vincolo finale e irreversibile fra le monete nazionali e l'euro non era ancora stato creato e quando, nello stesso anno, il referendum danese sul Trattato di Maastricht fu respinto, tale eccesso di credibilità svanì improvvisamente. La speculazione contro le monete più deboli del sistema si scatenò immediatamente sotto la guida di un gruppo di fondi internazionali d'investimento particolarmente aggressivi, e la lira fu costretta ad abbandonare il meccanismo di cambio comunitario (*ERM: Exchange Rate Mechanism*), unitamente alla lira sterlina. La Banca d'Italia cercò inutilmente di resistere agli attacchi speculativi, ma quando le riserve di cambio furono virtualmente esaurite e il ricorso a prestiti di emergenza si rivelò impraticabile, lo sganciamento dallo SME non poté essere evitato, e il governo varò una pesante manovra finanziaria per mantenere sotto controllo i conti pubblici.

Tra le possibili cause della crisi un posto di rilievo spetta alla scarsa competitività delle merci italiane. Sulla base del meccanismo di "legarsi le mani" appena descritto, i riallineamenti successivi della parità della lira attraverso la svalutazione di più del 20 per cento dall'inizio dello SME comportavano una penalizzazione consistente a carico dei prodotti italiani esposti alla concorrenza internazionale, pari all'inflazione in eccesso accumulata in passato rispetto a quella media dei paesi partner, non assorbita dalle variazioni delle parità del cambio. Tutto questo si traduceva in un peggioramento delle capacità concorrenziali dell'economia italiana: un segno di debolezza che poteva essere sfruttato con facilità dalla speculazione internazionale.

Nel contempo era all'opera un secondo fattore. L'aumento dei tassi di interesse in Germania allo scopo di mobilitare risorse per coprire i costi della riunificazione veniva trasmesso nei mercati dei paesi partner per effetto del sistema di cambi fissi, costituendo un fattore addizionale di fragilità e rendendo incerte le prospettive dell'economia italiana.

Tuttavia, il fattore cruciale che provocò la crisi del cambio fu probabilmente rappresentato dal venir meno dei controlli sui movimenti di capitale dopo il 1989. Per un paese che aveva considerato a lungo come reato l'esportazione dei capitali all'estero, la liberalizzazione dei trasferimenti finanziari verso i paesi terzi costituì uno shock non indifferente, il quale tuttavia si giustificava in vista del traguardo dell'unificazione monetaria.

Peraltro, rinunciando ai controlli sui movimenti di capitale l'Italia si legava le mani anche nei confronti della speculazione internazionale. E quando nel 1992 la lira fu

oggetto di massicci attacchi speculativi, dopo aver sacrificato le riserve di cambio la Banca d'Italia rimase senza difese.

Sotto il profilo tecnico, la crisi della lira costituì una conferma della fondatezza del teorema del triangolo o della trinità impossibile di Mundell: il fatto che non sia possibile avere contemporaneamente l'autonomia della politica monetaria, la mobilità dei capitali e un sistema di cambi fissi. Oppure, come si esprime Padoa-Schioppa (1988), che l'inconciliabilità riguardi un quartetto, aggiungendo al triangolo di Mundell anche il libero scambio di merci e di servizi.

In tal modo, per l'Italia, l'abolizione del controllo sui movimenti di capitale, che aveva consentito di sopportare il vincolo dello SME, comportò anche la fine del regime di cambi fissi, facendo sì che la lira si sganciasse per qualche tempo dal meccanismo di cambio europeo.

4. *Il passaggio all'UEM: l'adesione all'approccio "dei monetaristi"*

Dopo la crisi del cambio, i decisori italiani accettarono di buon grado il deprezzamento della lira imposto dai mercati. Una volta abbandonato il meccanismo di cambio comunitario la lira subì un cospicuo deprezzamento, registrando una perdita di valore che nel 1995 aveva raggiunto il 30 per cento (Bugamelli e Tedeschi, 2005). L'occasione fu quindi messa a profitto per recuperare la perdita di competitività precedente provocata dalle regole dello SME, riprendendo la vecchia politica del deprezzamento della moneta. Dopo un intervallo di circa un quinquennio in cui era stata seguita una politica lealista di tipo disinflazionistico, l'Italia tornava alle sue vecchie ricette e per un periodo all'incirca equivalente le autorità italiane non presero le misure necessarie per rientrare nell'accordo di cambio europeo.

Il ritorno alla vecchia strategia della caduta competitiva del cambio fu tuttavia poco apprezzato dai partner europei. Non solo le autorità tedesche rafforzarono i loro dubbi circa l'opportunità di ammettere l'Italia a partecipare alla fase finale dell'unificazione monetaria messa in moto dal trattato di Maastricht, ma anche in Francia si ebbero proteste per i danni subiti in seguito alla fluttuazione della moneta italiana.

Il comportamento dell'Italia fu probabilmente una delle ragioni che spinsero la Germania a chiedere con decisione che due dei criteri di ammissione alla futura zona euro fossero estesi al funzionamento dell'UEM tramite un impegno formale, che stabilisse l'obbligo dei paesi membri di rispettare i limiti previsti per la finanza pubblica, in ordine

sia al disavanzo annuale sia allo stock di debito pubblico. Qualche tempo dopo queste disposizioni furono poste al centro del Patto di Stabilità, approvato nel 1997 con una denominazione che comprendeva l'aggiunta di un secondo termine, per così dire politicamente corretto, diventando il Patto di Stabilità e di Crescita (PSC). Ancora oggi non è chiaro se l'obiettivo dei decisori tedeschi nell'imporre questi vincoli, dapprima nel trattato di Maastricht e quindi nel PSC, fosse proprio quello di creare un controllo sulle politiche fiscali dei paesi membri allo scopo di garantire la stabilità dell'UEM, o se più semplicemente fosse di escludere da quest'ultima i paesi dotati di scarsa credibilità fiscale, quali l'Italia e in generale i paesi di quello che all'epoca veniva chiamato il 'Club mediterraneo'. Questa seconda interpretazione potrebbe essere legittimata dallo svolgimento della recente crisi finanziaria greca, in cui le autorità tedesche (Corte costituzionale di Karlsruhe compresa) hanno dimostrato a lungo scarsa disponibilità a superare il divieto di salvataggio (clausola di *no bail out*) contenuto nel trattato di Lisbona, che impedisce formalmente di venir in aiuto a un paese membro in difficoltà sull'orlo del fallimento.

Da parte della Francia, la quale continuava a essere fedele alla politica del franco forte, si ebbero reazioni abbastanza decise nei confronti del nuovo atteggiamento tenuto dall'Italia in fatto di tassi di cambio. Nel corso di un incontro con i rappresentanti del governo italiano, il presidente Chirac sostenne che la fluttuazione della lira forniva all'Italia un vantaggio competitivo improprio, giungendo ad adombrare la possibilità che i partner europei reintroducessero i dazi doganali sulle esportazioni italiane verso il mercato unico. Si trattò, tuttavia, di una reazione fuori luogo, dal momento che altri paesi, come il Regno Unito, non vincolavano la propria moneta al meccanismo di cambio comunitario, senza che questo sollevasse particolari lamentele da parte del resto dell'UE.

Nel frattempo, durante il passaggio dallo SME al progetto di UEM, l'Italia aveva mutato le sue scelte quanto al percorso più appropriato per giungere all'unione monetaria. Per chiarire questo punto, occorre rammentare le polemiche che avevano accompagnato la riflessione sull'integrazione monetaria all'inizio degli anni Settanta. Mentre inizialmente l'Italia condivideva con la Germania le posizioni dell'approccio "degli economisti", in un secondo tempo le autorità italiane si trasferirono nel campo "dei monetaristi". L'impiego delle due espressioni messe fra virgolette riguardava l'ordine delle fasi che avrebbero condotto all'unione monetaria. Nel dibattito iniziato dopo la conclusione dell'unione doganale circa i modi del passaggio all'unione monetaria, considerata come la finalità successiva da raggiungere entro la fine degli anni Settanta,

erano emerse due scuole di pensiero. Secondo la scuola “degli economisti”, guidata da politici e studiosi operanti in Germania, la nascita della moneta unica veniva considerata come la fase finale dell’integrazione economica completa e si sarebbe potuta ottenere solo a patto che fossero stati integrati in precedenza a livello europeo tutti gli altri mercati e interventi. In particolare la teoria del coronamento (*Krönungstheorie*), difesa dagli autori tedeschi, sosteneva che l’unione monetaria, per potere essere raggiunta e dare garanzie di stabilità, doveva essere basata sulla costruzione dell’unione economica, come un tetto posto al di sopra di quest’ultima.

Sul fronte opposto l’approccio “dei monetaristi” sosteneva che vincoli monetari comuni creati allo scopo di giungere alla moneta unica potevano spingere i paesi membri a effettuare progressi in direzione dell’unione economica. A capo di questa scuola di pensiero vi era la Francia, non ultimo per l’influenza esercitata in passato dal consigliere di De Gaulle per gli affari monetari, l’economista Jacques Rueff, la cui politica si riassumeva nella celebre affermazione: “*L’Europe se fera par la monnaie ou elle ne se fera pas*”.

La scelta fra queste due impostazioni fu decisa dalla necessità in cui si trovava la CEE di dar vita comunque a un accordo monetario con il quale far fronte all’instabilità monetaria che il collasso imminente del sistema di Bretton Woods avrebbe generato, come Robert Triffin aveva per tempo previsto, con l’identificazione del dilemma che porta il suo nome, in base al quale alla lunga si sarebbero dimostrati inconciliabili, da un lato la necessità in cui si trovavano gli USA di fornire dollari all’economia mondiale attraverso un disavanzo persistente di bilancia dei pagamenti, e dall’altro l’impegno da loro assunto nell’ambito del *gold exchange standard* di garantire la convertibilità della loro moneta in oro. Nel 1970, un anno prima che Nixon abolisse quest’ultima, i paesi CEE approvarono il piano Werner, che prevedeva il passaggio per tappe all’unione monetaria, con un procedimento ispirato all’approccio “dei monetaristi”.

Le scelte effettuate in occasione di questo primo tentativo di creare la moneta unica estesero la loro influenza lungo tutta la fase che precedette la creazione dell’UEM. In particolare, durante le discussioni e le trattative che portarono all’approvazione dell’impianto dell’UEM l’Italia prese posizione a favore dell’approccio “degli economisti”, unitamente alla Germania e ai Paesi Bassi, i quali si opponevano alla creazione del Fondo Europeo di Cooperazione Monetaria. Tuttavia, a partire dai primi anni Ottanta le autorità italiane si trasferirono nel gruppo “dei monetaristi”, sotto la guida

del governatore Carlo Azeglio Ciampi e del suo braccio destro Tommaso Padoa-Schioppa (Maes and Quaglia, 2003).

In questo contesto, l'Italia contribuì attivamente alle decisioni che portarono all'approvazione del Trattato di Maastricht, il documento fondativo dell'UEM, dispiegando un atteggiamento fortemente pro europeo in numerose occasioni, che si rivelarono decisive per superare la resistenza di paesi euroscettici come la Gran Bretagna, che inizialmente manifestavano una preferenza per un sistema di valute parallele in concorrenza fra loro, sino a quando il mercato non avesse scelto la moneta comune, un piano che avrebbe rinviato alle calende greche la nascita della moneta europea. In particolare le autorità italiane svolsero un ruolo fondamentale nel vertice di Strasburgo nel 1989, quando le obiezioni della signora Thatcher vennero accantonate e venne assunta la decisione cruciale di creare non una semplice moneta comune, ma una moneta unica.

In tal modo l'Italia riacquistava la sua funzione tradizionale di paese che utilizzava un'iniziativa del motore franco-tedesco per far avanzare il processo di integrazione verso mete ambiziose di carattere federale.

In ogni caso l'Italia non avrebbe potuto perdere l'appuntamento con la nuova scadenza cruciale dell'UE: il lancio della moneta unica. E infatti, dopo un periodo in cui aveva registrato un forte deprezzamento in seguito all'abbandono del meccanismo di cambio comunitario, la lira rientrò a pieno titolo nello SME nel 1996, appena in tempo per qualificare l'Italia a entrare a far parte del primo gruppo di paesi fondatori dell'UEM. Mantenere la propria moneta nel meccanismo comunitario senza dar luogo a svalutazioni nei due anni precedenti rappresentava in effetti una delle condizioni di convergenza previste dal trattato di Maastricht. Dopo questa decisione venne ripresa la politica di disinflazione e di convergenza verso le condizioni dell'economia tedesca.

A dire il vero, in quel periodo il governo italiano pensava di poter entrare nella zona euro con qualche ritardo, dal momento che i criteri di convergenza nel caso dell'Italia non erano pienamente rispettati, nonostante l'interpretazione generosa della regola relativa al debito pubblico, che si situava al livello del 110 per cento, quasi il doppio del limite del 60 per cento indicato dal trattato di Maastricht. In effetti un'interpretazione politica di tale criterio prevedeva che esso potesse essere considerato rispettato, quando il paese interessato fosse stato in grado di ridurre l'incidenza del debito a un ritmo soddisfacente. Tuttavia, per quanto concerne il deficit pubblico annuale una clausola del genere non era prevista.

In questo contesto, il premier dell'epoca Prodi fece un tentativo per convincere la Spagna, anch'essa in una situazione finanziaria non del tutto soddisfacente, a formare con l'Italia una coalizione di paesi disponibili a entrare con qualche ritardo nella zona euro. Tuttavia, di fronte alla volontà espressa da Madrid di entrare a far parte del primo gruppo di paesi, decise di accelerare l'adesione. Il governo italiano, a questo punto, chiese un sacrificio *in tantum* ai contribuenti italiani, varando una "imposta per l'Europa", allo scopo di ridurre il disavanzo pubblico. Più tardi questo contributo straordinario fu in gran parte restituito, grazie alle risorse risparmiate in seguito alla riduzione dei tassi associata all'entrata nell'area dell'euro.

Il caso dell'"imposta per l'Europa" merita una qualche attenzione, in quanto potrebbe essere un indizio della validità della teoria delle aree monetarie ottimali endogene: la creazione di condizioni di ottimalità non *ex ante*, ma *ex post*, per effetto del funzionamento dell'unione monetaria (Frankel and Rose, 1998). In effetti, quando i mercati finanziari si convinsero che l'Italia avrebbe aderito alla zona euro, i tassi di interesse italiani accelerarono la convergenza verso le condizioni del mercato tedesco, consentendo di liberare risorse per rimborsare i contribuenti.

5. *L'entrata dell'Italia nella zona euro: costi e benefici di breve periodo*

A quindici anni dalla nascita dell'euro è possibile tracciare un bilancio, sia pure provvisorio, dei costi e benefici sopportati e ottenuti dall'Italia in seguito alla sua partecipazione all'unione monetaria. Qui ci riferiremo soprattutto all'impatto specifico che il varo dell'euro ha esercitato nei confronti dell'economia italiana, al di là dei benefici e dei costi di carattere generale, che in ipotesi sono gli stessi per tutti i paesi dell'area monetaria comune.

Da questo punto di vista, circa i vantaggi di carattere microeconomico associati all'esistenza di una moneta unica, quali la riduzione dei costi di transazione, l'abolizione del rischio di cambio per le attività all'interno dell'unione monetaria, l'aumento della trasparenza dei prezzi, e così via, l'esperienza dell'Italia non fu molto diversa da quella degli altri paesi membri. Quanto ai costi macroeconomici, identificati tradizionalmente nella perdita delle politiche monetaria e del tasso di cambio (secondo il cosiddetto argomento di Corden, 1972, sul costo principale dell'unione monetaria), probabilmente nel caso dell'Italia potrebbe trovare applicazione l'argomentazione di Mundell (1973) in

ordine agli effetti destabilizzanti prodotti talvolta dallo strumento della politica del cambio.

I costi e i benefici specifici sopportati e ottenuti rispettivamente dall'Italia in seguito all'impiego della moneta unica riguardano due gruppi di fenomeni. Da una parte l'esistenza di un possibile effetto inflazionistico legato all'introduzione dell'euro e di una netta riduzione dei tassi di interesse nel breve periodo, e dall'altra una caduta del reddito potenziale e la comparsa di divergenze nei confronti dei paesi centrali dell'UEM nel lungo andare.

L'accusa rivolta all'euro di aver alimentato l'inflazione in misura cospicua emerse in Italia subito dopo la sostituzione della lira con la nuova moneta. Nel gennaio 2002 vennero introdotte le banconote e le monete denominate in euro e dopo un breve periodo di doppia circolazione e di indicazione dei prezzi nelle due valute, la lira cessò la sua funzione di moneta a corso legale. A partire da allora e per un paio d'anni a livello popolare si diffuse la sensazione che molti prezzi fossero stati convertiti non in base al tasso di 2000 lire per euro (il riferimento mentale empirico al tasso di cambio ufficiale di 1936,27 lire), ma in base al cambio di 1000 lire per euro. In tal modo in molti casi si ebbe la percezione che i prezzi fossero raddoppiati in termini reali. Un'espressione ricorrente in quel periodo affermava che in seguito all'introduzione dell'euro si era verificato un impoverimento delle famiglie dei lavoratori e dei pensionati che percepivano redditi fissi, dato che salari e pensioni continuavano a essere pagati in lire, mentre i prezzi venivano calcolati in euro.

AmMESSO che l'effetto inflazionistico fosse effettivamente presente, una possibile spiegazione immediata che viene alla mente circa le cause che l'avrebbero prodotto ha a che vedere con il fatto che molti mercati, soprattutto nel caso di beni di largo consumo, sono caratterizzati in Italia da condizioni di concorrenza imperfetta. Pertanto, in presenza di asimmetrie informative al loro interno, il passaggio dalla lira all'euro era stato utilizzato come pretesto dalle imprese dotate del potere di determinare i listini per caricare prezzi ben al di sopra dei livelli giustificati in base al tasso di cambio ufficiale fra la nuova e la vecchia moneta. Di conseguenza, l'aumento dei prezzi poteva tradursi in uno spostamento di potere di acquisto dai consumatori alle imprese. Con l'avvertenza che nel lungo periodo la caduta nel consumo aggregato poteva essere considerata come una delle cause della successiva stagnazione dell'economia, con un effetto indotto negativo sui prezzi al consumo.

Anche in altri paesi si verificarono fenomeni inflazionistici dello stesso tipo. In Germania, per esempio, la stampa popolare coniò il termine “Teuro”, un acronimo composto da “euro” e dall’aggettivo “teuer”, che significa “costoso”.

Per quanto possa apparire bizzarro, il fatto però è che di questa forte spinta inflazionistica iniziale si trova scarsa traccia nelle statistiche ufficiali, che non registrarono rilevanti rincari improvvisi dei prezzi.

La differenza fra il tasso ufficiale della variazione dei prezzi e ciò che è stata definita l’inflazione “percepita” è stata spiegata in vari modi e forma tuttora oggetto di ricerca, con risultati non univoci. Per esempio, mentre per alcuni autori misure indirette dell’evoluzione dei prezzi non registrano i pretesi effetti inflazionistici dell’euro (Angelini and Lippi, 2007), per altri l’aumento dell’inflazione percepita è un fenomeno reale dovuto in sostanza all’esistenza di importanti movimenti dei prezzi al rialzo osservati con regolarità nei mercati dei beni di consumo caratterizzati da alta frequenza degli acquisti (Del Giovane and Sabbatini, 2005).

Come si è accennato, nel breve periodo l’introduzione dell’euro comportò anche effetti positivi. Con l’adesione alla zona euro l’Italia, come d’altronde gli altri paesi membri dotati di scarsa credibilità delle politiche fiscali e monetarie ebbe il vantaggio di registrare una discesa rilevante dei tassi di interesse a breve e a lungo termine. Il lungo tragitto di convergenza verso i tassi di interesse tedeschi in corso da più di dieci anni si concluse nel momento in cui i mercati reputarono che l’Italia si stesse qualificando per l’entrata nel primo gruppo di paesi dell’area dell’euro. Per un paese il cui debito pubblico si situava al 110 per cento del PIL nel 1997 i benefici ottenuti in termini di riduzione dell’onere del servizio del prestito furono decisamente elevati.

In tal modo l’esperienza dell’Italia in questo campo confermò che uno dei vantaggi più cospicui dell’adesione alla zona euro consisteva nella possibilità di avere accesso alla liquidità internazionale in presenza di un basso premio per il rischio (Jones, 2009).

6. *L’entrata dell’Italia nella zona euro: costi e benefici di medio e di lungo periodo*

Occupiamoci ora delle conseguenze dell’adozione dell’euro nel più lungo andare. In primo luogo, al di là del vantaggio costituito dalla riduzione dei tassi di interesse, l’Italia ha potuto beneficiare di un effetto di isolamento dagli shock negativi provenienti

sia dall'interno del paese, sia dall'estero. Di norma, quando si sottolinea la funzione di scudo svolta dall'euro ci si riferisce ai disturbi di carattere internazionale. In realtà, l'esistenza della moneta unica ha protetto il paese anche dalle conseguenze negative di fattori originati sul mercato interno. Così, rispetto all'impatto negativo esercitato da fattori interni di carattere politico negli anni Settanta, Ottanta e Novanta, l'adesione alla zona euro ha comportato per l'Italia una più ridotta influenza sui mercati finanziari da parte del suo sistema politico, tradizionalmente instabile (Fratzscher and Stracca, 2009).

Nel contempo, l'euro ha esercitato il previsto effetto di scudo nei confronti dei disturbi generati dalla recente crisi economica e finanziaria globale, le cui conseguenze non si sono tradotte in un'esplosione dei tassi di interesse e del tasso di cambio, come sarebbe accaduto probabilmente se l'Italia avesse mantenuto in vita la lira.

Tuttavia, due delle principali conseguenze per l'Italia del funzionamento dell'unione monetaria e delle sue scarse caratteristiche di Area Monetaria (o valutaria) Ottimale (AMO) riguardano anche gli effetti di freno alla crescita esercitati dalle sue politiche di stabilità, da un lato, e le divergenze dei cicli regionali al suo interno, in assenza di strumenti di assorbimento degli shock, dall'altro (Praussello, 2011).

Per quanto riguarda il primo punto, secondo un'opinione diffusa, la partecipazione del nostro paese all'area dell'euro può essere considerata come un fattore rilevante dei suoi deludenti risultati in termini di scarsa crescita, se non di stagnazione, e di elevata disoccupazione. E in effetti, secondo alcuni studiosi la stagnazione in cui è immersa da tempo l'economia italiana può essere fatta risalire al funzionamento dell'area dell'euro, dove un mix di politiche monetarie e fiscali poste in atto rispettivamente dalla Banca Centrale Europea (BCE) e dalle autorità tedesche, nonché dai decisori degli altri paesi membri, dà vita a un contesto economico non favorevole alla crescita. Nel periodo 1999-2007 i tassi di crescita dei paesi dell'eurozona mostrano una dinamica inferiore a quella di altre aree quali quelle degli USA e del Regno Unito (Marani e Napolitano, 2010). In termini generali è anche possibile sostenere che negli anni Novanta i paesi dell'UEM avrebbero potuto trarre vantaggio da politiche monetarie meno restrittive (De Grauwe, 1995).

Per quanto riguarda specificamente il nostro paese, il tasso di crescita medio dell'economia italiana nel periodo 1999-2008 fu pari allo 0,8 per cento, con un ventaglio di risultati che va dal 3,2 al -3,5 per cento, valore quest'ultimo registrato nell'ultimo anno dell'arco temporale considerato. Nel 2009 la crisi economica globale, dopo il dato negativo dell'anno precedente, provocò un crollo del PIL ancora maggiore, con una

caduta superiore al 5 per cento. Come indica la Tab. 2, nel lungo andare il tasso di crescita dell'Italia si ridusse dal 5 per cento negli anni Sessanta a meno dell'1 per cento dopo il 2000.

Tabella 2. Tassi di crescita media dell'economia italiana (percentuali)

1961-1970	5,7
1971-1980	3,6
1981-1990	2,2
1991-2000	1,46
2001-2007	0,93

Fonte: Russo (2008).

Fra gli autori che fanno risalire alla nascita della zona euro questo stato di cose si possono citare Canale and Napolitano (2009) unitamente a Dubois (2009) da una parte, e De Cecco (2007) insieme con Carlucci (2008), dall'altra. Canale and Napolitano (2009) criticano in radice i presupposti teorici che stanno alla base del Trattato di Maastricht e del PSC, in quanto l'ipotesi dell'impossibilità di influenzare il reddito di equilibrio da parte delle banche centrali e dei governi su cui si fondano manca di solide giustificazioni teoriche ed empiriche. Nel loro esercizio relativo all'Italia nel periodo 1998-2008, essi dimostrano che la spesa pubblica ha esercitato un effetto positivo sulla crescita, mentre la politica di *targeting* inflazionistico seguita dalla BCE ha avuto effetti depressivi. Ne concludono che i due pilastri dell'UEM, con una politica monetaria finalizzata esclusivamente a mantenere stabile l'inflazione e un forte vincolo sulle politiche fiscali in funzione di freno alla spesa pubblica, sembrano aver ridotto il tasso di crescita dell'economia italiana, e ciò soprattutto negli ultimi cinque anni del periodo sotto osservazione.

Questi risultati sembrano essere rafforzati da Dubois (2009), secondo il quale, nell'ambito di uno scenario controfattuale di non partecipazione alla zona euro, l'indipendenza monetaria avrebbe consentito all'Italia di registrare una caduta meno accentuata della produzione industriale nel periodo 1999-2005.

De Cecco (2007) da parte sua sostiene che l'adesione all'UEM ha comportato una penalizzazione per le imprese italiane, dato che le loro esportazioni si sono contratte in termini relativi, passando dal 4,5 nel 1995 al 3 per cento delle esportazioni mondiali dieci anni dopo. Tuttavia, Jones (2009) mette in luce la debolezza dell'argomentazione di De

Cecco (2007), dimostrando che su di un arco temporale lievemente diverso dopo l'avvio dell'UEM la perdita in termini di esportazioni globali si rivela quasi trascurabile, posto che nel periodo 2000-2007 queste sono calate dal 3,7 al 3,6 per cento. Senza contare che tale lieve ridimensionamento è stato ampiamente compensato dalla riduzione dei tassi di interesse e dall'accesso agevolato al mercato internazionale dei capitali.

Anche Carlucci (2008) sostiene che il principale fattore di stagnazione dell'economia italiana è stato costituito dalla scelta di entrare a far parte della zona euro. A suo giudizio, se l'Italia avesse effettuato meno svalutazioni negli anni Settanta e delle politiche monetarie e del cambio più flessibili nei due decenni successivi, l'attuale trappola di bassa crescita avrebbe potuto essere evitata.

Sull'altro fronte, Faini e Sapir (2005) forniscono un'interpretazione diversa della stagnazione italiana. Secondo questi autori il declino dei risultati economici dell'Italia non può essere attribuito all'adesione alla zona euro, ma a fattori di carattere strutturale. In particolare essi sostengono che la perdita di quote di esportazioni costituisce la conseguenza di un modello tradizionale di specializzazione, il quale deve oggi sostenere la concorrenza dei paesi emergenti e in via di sviluppo nel quadro della globalizzazione. Con l'aggiunta che tale fattore risulta aggravato dal ritardo crescente dell'Italia rispetto agli altri paesi industrializzati nel campo della formazione del capitale umano.

In ambito più vasto, tuttavia, altri autori propongono spiegazioni che vanno oltre l'approccio monofattoriale, individuando un insieme di cause responsabili del fenomeno, in cui l'apprezzamento del tasso di cambio reale e la scelta a favore di un modello di crescita basato sul traino delle esportazioni si accompagnano a una caduta degli investimenti in infrastrutture e in capitale umano, unitamente a una riduzione dei livelli di produttività (Russo, 2008).

Quanto alle cause specifiche che possono spiegare gli scarsi risultati dell'Italia in termini di bassa crescita, altri studi di dettaglio si concentrano su fattori strutturali quali la diminuzione delle produttività del lavoro e della produttività totale dei fattori (Daveri and Jona-Lasinio, 2005), riforme del mercato del lavoro (Boeri e Garibaldi, 2007), o insufficienza di investimenti in ricerca, sviluppo e innovazioni (Fachin and Gavosto, 2010).

Inoltre un lavoro recente di Orsi and Turino (2013) esamina l'evoluzione della crescita del prodotto pro capite. Nella loro ricerca, relativa al periodo 1982-2008, i due autori individuano due fasi differenti, in cui un regime di crescita senza occupazione durante gli anni 1982-1994 è seguito da stagnazione associata a un aumento rilevante di

occupazione negli anni 1995-2008 di creazione di posti di lavoro in assenza di crescita. A loro giudizio, la stagnazione di lungo periodo che caratterizza l'economia italiana dalla metà degli anni Novanta è principalmente dovuta al differenziale di efficienza, con la precisazione che le riforme del mercato del lavoro varate nello stesso periodo hanno impedito alla dinamica della crescita del prodotto pro capite di registrare una riduzione ancora più accentuata.

Ma naturalmente, le spiegazioni basate su fattori strutturali negativi, quali la caduta di lungo periodo dei livelli di produttività in seguito alla riduzione degli investimenti, non escludono necessariamente il peso del contesto più generale sfavorevole alla crescita creato dai meccanismi endogeni di produzione di austerità che operano alla base dell'attuale gestione dell'UEM.

Per quanto concerne poi la divergenza dei cicli regionali, la mancanza di strumenti in grado di assorbire gli shock, e principalmente di un bilancio centralizzato dotato di risorse adeguate a livello dell'eurozona, è responsabile dell'esistenza di cicli economici differenti fra i paesi del centro e della periferia all'origine della crisi dei debiti sovrani in quest'ultima. In particolare, paesi come il Portogallo e in parte anche l'Italia hanno dissipato il principale beneficio ottenuto sotto forma di accesso a basso costo ai finanziamenti internazionali, senza ridurre i loro svantaggi competitivi.

In seguito a ciò, paesi con debiti pubblici eccessivi come la Grecia, ma anche economie che avevano adottato politiche di finanza pubblica meno spericolate come l'Irlanda e il Portogallo, sono stati colpiti da effetti di contagio che li hanno precipitati nella crisi generale dell'eurozona. La reazione dei paesi centrali è consistita nell'imporre piani di misure di austerità, i cui effetti interdipendenti e moltiplicativi hanno prodotto la grande recessione che ha colpito l'insieme dell'area. Nel caso dell'Italia, come vedremo, l'insieme di questi fattori ha provocato una doppia recessione (*double dip recession*), con alti costi in termini di disoccupazione e di produzione perduta.

Allo scopo di porre questo argomento nella sua giusta prospettiva, occorre ancora rammentare che nella fase successiva alla nascita dell'UEM sono stati osservati dei cicli regionali divergenti all'interno della zona euro (Marani e Napolitano, 2010). In estrema sintesi, nell'ambito di questa sono stati osservati diversi raggruppamenti di paesi. Da una parte si è individuato un primo gruppo di economie che erano caratterizzate da alti tassi sia di crescita, sia di inflazione, e dall'altra un secondo raggruppamento che era contraddistinto dalla presenza di una contenuta dinamica dei prezzi e da stagnazione economica. La Spagna rappresenta il tipico paese che faceva parte del primo insieme di

economie di crescita con inflazione, ma all'interno di quest'ultimo erano anche compresi paesi come la Francia, che erano afflitti da un'inflazione superiore alla media. Il secondo gruppo era guidato dalla Germania e comprendeva anche i Paesi Bassi. L'Italia e il Portogallo appartenevano a un terzo raggruppamento, di tipo intermedio, con un tasso di inflazione di poco superiore all'obiettivo della BCE e crescita contenuta (Dullien and Schwarzer, 2006).

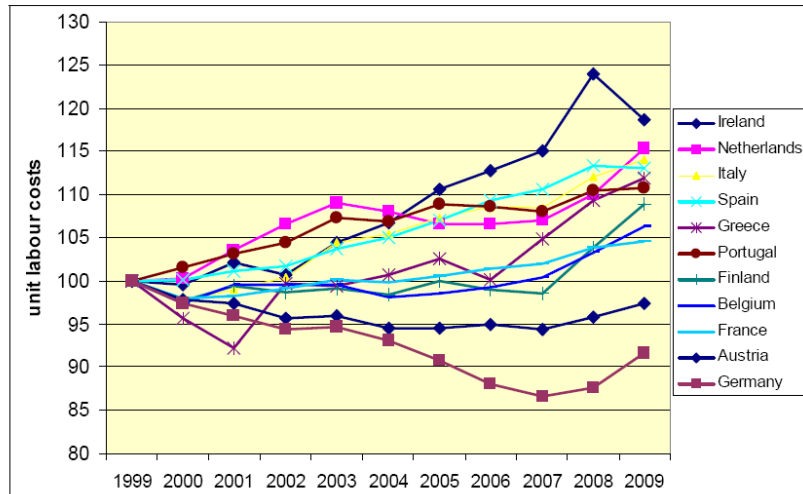
Questi fenomeni davano vita all'esistenza di squilibri ciclici, che non era possibile assorbire data l'assenza di un'unione fiscale, una condizione legata alla presenza di un bilancio centrale comune sufficientemente esteso per dar luogo a effetti di stabilizzazione significativi per mezzo di trasferimenti interregionali automatici di risorse.

In queste condizioni vi è il rischio che il tessuto economico della zona euro sia sottoposto a forti tensioni, come è dimostrato dagli effetti della crisi economica e finanziaria globale, che ha messo in evidenza la fragilità dei paesi periferici dell'UEM, definiti dalla stampa popolare con il poco lusinghiero acronimo di PIGS oppure PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia, Spagna). Il contagio della crisi greca del debito verificatosi dopo la metà del 2011 nei confronti dell'economia italiana certifica che tale rischio è reale e che potrebbe inoltre trasmettersi anche ai paesi centrali della zona euro.

Fra le spiegazioni offerte delle divergenze fra paesi periferici e paesi centrali dell'UEM una delle più soddisfacenti è quella avanzata da Blanchard (2006), con la sua teoria delle crisi ricorrenti (*revolving slumps*). Per paesi dotati di scarse credenziali antinflazionistiche l'adesione alla zona euro provoca una riduzione dei tassi di interesse, che alimenta successivamente un'espansione basata spesso sullo sviluppo del settore immobiliare. Tuttavia, una volta che lo stock di capitale raggiunge un nuovo equilibrio, l'espansione viene meno. A questo punto, a meno che nel frattempo la produttività del lavoro non sia migliorata, il paese periferico si trova alla prese con una perdita di competitività, che non può essere assorbita da un deprezzamento del tasso di cambio. La Figura 1 descrive le divergenze fra paesi membri in termini di costi relativi del fattore lavoro nei primi dieci anni di esistenza dell'eurozona. Mentre i costi del lavoro in paesi quali i Paesi Bassi e il gruppo delle economie periferiche comprendente l'Irlanda, l'Italia, la Spagna, la Grecia e il Portogallo risultano aumentati del 10-15 per cento dalla nascita della zona euro, in Germania e in Austria si osservano riduzioni del 5-10 per cento. Ne segue che i costi del lavoro dei paesi periferici registrano uno squilibrio del 20-25 per cento rispetto alla situazione della Germania. Nel contempo, come risulta dalla Figura 2, i

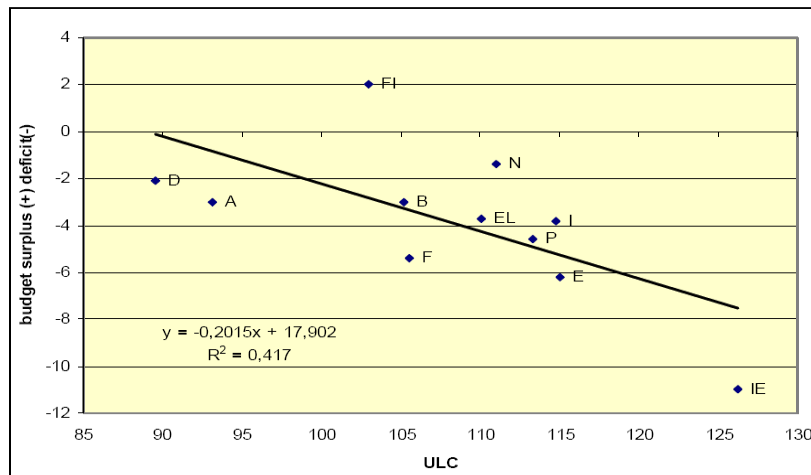
più elevati costi unitari del lavoro sono stati associati a disavanzi pubblici più ingenti (De Grauwe, 2010a).

Figure 1. Relative unit labour costs in the eurozone



Fonte: De Grauwe (2010a).

Figure 2. Relative unit labour costs (1999-2008) and budget surplus (+), deficit (-)



Fonte: De Grauwe (2010a).

7. Dubbi sulla permanenza dell'Italia nella zona euro

Il modello di Blanchard (2006) si applica solo in parte all'Italia, dal momento che per essa i tassi di crescita e l'espansione del mercato immobiliare sono stati abbastanza contenuti. Tuttavia, anche in questo caso la dinamica dei costi del lavoro rispetto ai paesi centrali della zona euro ha comportato un deterioramento della posizione competitiva.

Quando la lira ritornò nel meccanismo di cambio comunitario, il deprezzamento che aveva fatto seguito alla crisi del 1992 generando un ciclo di espansione considerevole era stato ampiamente riassorbito. Dopo il 1999 l'Italia si trovò a fare i conti con la politica di deflazione dei salari sistematicamente perseguita dalla Germania allo scopo di recuperare il proprio vantaggio competitivo. Le conseguenze economiche di tale politica risultavano equivalenti a quelle di una svalutazione della moneta (la cosiddetta "svalutazione interna"), e ciò contribuì ad aggravare le difficoltà economiche dell'Italia: nel 2006 la sua perdita di competitività rispetto alla Germania era salita a livelli del 15-20 per cento, con un possibile aggravamento del fenomeno nei tempi più recenti (De Grauwe, 2010a).

A giudizio di De Grauwe (2006a) un deterioramento così consistente di competitività potrebbe essere assorbito solo da un decennio di inflazione inferiore all'1 per cento, vale a dire in seguito a un lungo periodo di deflazione, con perdite di reddito e di occupazione. Una situazione del genere potrebbe quindi mettere a rischio la permanenza dell'Italia nella zona euro.

Il dubbio che in queste condizioni l'Italia potrebbe riconsiderare i benefici della sua partecipazione all'UEM emerse a metà del decennio 2001-2010. In effetti, nel periodo 2005-2006 il premier Berlusconi e il partito populista della Lega assunsero un atteggiamento favorevole al ritorno alla moneta nazionale. Il ministro Maroni, esponente di spicco di tale partito, chiese la secessione dalla zona euro e la reintroduzione della lira, ottenendo il sostegno da Berlusconi, che definì come un disastro la moneta unica.

Nella successiva campagna elettorale del 2006 la coalizione di centro destra dichiarò che la forte inflazione iniziale che accompagnò l'introduzione dell'euro era stata dovuta a un errore della coalizione di centro sinistra guidata da Prodi, la quale avrebbe accettato un tasso di cambio sottovalutato nel passaggio dalla lira all'euro; critica inconsistente perché trascura il fatto che il tasso finale di conversione dalla lira all'euro non dipendeva dalla sola volontà del governo italiano, ma anche dal consenso degli altri paesi partner.

In quel periodo, inoltre, Roubini (2006), l'economista che avrebbe acquisito più tardi una reputazione mondiale per essere stato in grado di anticipare correttamente l'imminente crisi finanziaria globale, prevede che l'economia italiana sarebbe andata incontro a uno destino di tipo argentino, con un abbandono della zona euro e un successivo fallimento (*default*) sul debito pubblico, inaugurando il dibattito su una possibile secessione dell'Italia dall'unione monetaria che registrò numerose prese di

posizione in contrasto fra loro (Praussello, 2010). Fra queste, alcune erano basate sulla previsione che il pericolo di un ritiro dell'Italia non fosse immediato, ma si sarebbe concretizzato qualora essa non fosse stata in grado di effettuare le riforme necessarie per rispondere ai criteri delle zone monetarie ottimali.

Di recente l'argomento è tornato di attualità, ma in un contesto del tutto differente. La crisi finanziaria greca ha dimostrato che la discussione intorno a un ritiro da parte di un paese e alla possibile dissoluzione (*break-up*) della zona euro riguarda un pericolo reale e non semplicemente un argomento di ricerca accademica.

A questo proposito sono emerse due scuole di pensiero, che difendono tesi del tutto opposte. La scuola dell'ottimismo, capeggiata da Eichengreen (2007), sostiene che il costo della secessione dall'unione monetaria sarebbe talmente elevato da scoraggiare qualunque paese a intraprendere un passo del genere, mentre quella del pessimismo, ispirata a De Grauwe (2006b), ritiene che in assenza di una unione fiscale e di un governo europeo nel lungo periodo l'euro sia destinato al fallimento

In questo contesto preoccupa un commento avanzato da Mundell, uno dei padri della teoria delle zone monetarie ottimali, in ordine alle difficoltà della zona euro, nella fase in cui il principale paese fuori linea sembrava essere la Grecia. A suo giudizio il vero malato dell'UEM non era la Grecia ma l'Italia (Wei, 2010). Mentre per la Grecia (e anche per altri paesi periferici minori) il costo di un sostegno europeo è stato giudicato tutto sommato sopportabile, dato che l'economia di quel paese ha un peso che non supera il 3 per cento della zona euro, per l'Italia un'operazione di salvataggio (*bail out*) potrebbe rivelarsi impossibile.

Queste valutazioni pessimistiche sono risultate giustificate qualche tempo dopo, quando nel 2011 la crisi del debito sovrano si è estesa dalla Grecia e da altri paesi della periferia a Spagna e Italia, aggravando le tensioni sui rendimenti dei titoli di stato, il cui livello si accrebbe per incorporare due premi per il rischio collegati: uno per il possibile fallimento di un paese, e l'altro per l'eventualità che la zona euro dovesse crollare. Per l'Italia, in particolare, le conseguenze dell'adozione di drastiche misure restrittive allo scopo di mettere sotto controllo la finanza pubblica provocò una doppia recessione, i cui esiti in termini politici si sono tradotti in una caduta del sostegno alle misure di austerità riferite alla UE. In seguito a ciò, il numero delle forze euroscettiche od anche eurofobiche è salito a livelli preoccupanti¹. Con l'avvertenza che i giudizi negativi dell'opinione

¹ Oltre che da due piccoli partiti, la Lega Nord e la formazione di destra dei Fratelli d'Italia, l'uscita dall'eurozona è attualmente sostenuta dal movimento Cinque stelle (con un seguito dei circa il 20 per cento), mentre il partito

pubblica nei confronti di ciò che viene considerato come un processo di integrazione che produce solo danni vengono riferiti all'”Europa” in quanto tale, dimenticando che le istituzioni UE sono di fatto impotenti e che la responsabilità per la gestione fallimentare dalla crisi del debito sovrano ricade in realtà sui governi nazionali, dal momento che i programmi di austerità non sono decisi dall'”Europa”, ma da loro, che sono i titolari della sovranità di un paese in fatto di questioni europee. Tutto ciò, inoltre, avviene sulla base di accordi intergovernativi, i quali vengono influenzati non dalla volontà dei cittadini europei, ma dallo stato dotato di maggior potere, la Germania, nell'ambito di un sistema europeo degli stati ormai risorto.

Tuttavia, il fatto che la BCE ha espresso nel 2012 la volontà ufficiale di salvare l'eurozona attraverso il nuovo strumento OMT (*Outright Monetary Transactions*), con la tregua successiva della speculazione nei confronti dei titoli del debito dell'Italia ha avuto come risultato la riduzione degli spread nei confronti del Bund tedesco, facendo sperare che il paese sia in grado di sopportare i vincoli di appartenenza alla zona euro, almeno nel futuro immediato. Tutto ciò, purché i difetti della costruzione dell'unione monetaria possano essere eliminati, come vedremo nei prossimi paragrafi. In effetti, se questo non dovesse accadere, la crisi potrebbe ripresentarsi.

8. *L'emergere della tempesta perfetta: dalla crisi del debito sovrano alla crisi dell'eurozona*

Dopo la recessione globale seguita al fallimento della banca d'affari USA Lehman Brothers nel 2008, a partire dall'estate 2011 la speculazione internazionale si è scatenata contro gli anelli più deboli della zona euro. Dopo la Grecia, ormai in condizioni di semi insolvenza, il Portogallo e l'Irlanda, è stata la volta della Spagna e dell'Italia. Per il nostro paese si è trattato di una brutta sorpresa, convinti come molti di noi eravamo che le ripetute affermazioni del precedente governo circa la solidità del sistema Italia fossero sufficienti ad allontanare le vendite speculative sui nostri titoli. Ben presto ci siamo invece resi conto non solo che il fardello di un ingente debito pubblico veniva giudicato negativamente dagli investitori internazionali, ma che la nostra situazione era persino peggiore di quella della Spagna.

Il divario tra gli interessi sui buoni del Tesoro italiani e quelli pagati dal governo tedesco sui Bund ha finito infatti per superare il costo differenziale sui titoli pubblici

Forza Italia dell'ex primo ministro Berlusconi (25 per cento) può essere considerato nella migliore delle ipotesi un sostenitore più che incerto dell'euro.

spagnoli, segno che gli investitori si fidavano più del governo di Madrid che di quello di Roma. Con l'avvertenza che in presenza di un differenziale tale da portare i nostri tassi oltre il 7 per cento veniva superato il livello di guardia, che avrebbe richiesto un piano di aiuti da parte dell'Europa, com'è accaduto per i paesi periferici che ci hanno preceduto sulla china della crisi finanziaria. Tuttavia, come si sa, l'Italia dispone di un'economia troppo vasta per essere salvata. Le disponibilità del Fondo salva stati, varato tra molte difficoltà dai paesi dell'euro, raggiungono le poche centinaia di miliardi, mentre l'Italia ha un debito pubblico che supera i 2.000 miliardi di euro.

A questo punto i pericoli che l'onda del contagio finisse per colpire anche i paesi al centro del sistema, provocando una "tempesta perfetta" con un possibile tracollo di tutta la zona euro, sono apparsi reali, spingendo la BCE a sostenere i titoli dei paesi periferici con acquisti sul mercato secondario. Per quanto concerne il nostro paese, tale aiuto, unitamente all'approvazione da parte dell'Italia di una serie di manovre finanziarie varate da due successivi governi, non è stato però sufficiente per contrastare la speculazione, che ha continuato a tratti, provocando perdite ingenti.

Una delle ragioni di questo stato di cose riguarda l'effetto delle manovre di restrizione fiscale. Com'è stato dimostrato in molte occasioni, sia nel periodo della grande depressione degli anni Trenta, sia nel caso odierno della Grecia e di altri paesi periferici, l'aumento delle imposte e il taglio della spesa pubblica provocano effetti depressivi, che finiscono spesso per vanificare ogni possibile manovra di contenimento dello stock del debito in termini relativi. Le restrizioni fiscali riducono di norma il reddito e questo aumenta di per sé il peso del debito rispetto al PIL.

Come vedremo nel prossimo paragrafo, fra le vie d'uscita da questa grave situazione, da parte di molti si invoca l'emissione di eurobond, vale a dire di titoli del debito pubblico coperti da una garanzia europea a tutto campo (Gandullia e Praussello, 2012).

Dal punto di vista tecnico, la sostituzione dei debiti nazionali con un unico debito federale europeo provocherebbe la riduzione complessiva del costo dell'indebitamento per i paesi membri. Inoltre, i finanziamenti ottenuti con l'emissione delle euro obbligazioni potrebbero essere utilizzati per lanciare un grande piano di crescita continentale, mediante nuovi investimenti nei settori delle reti transnazionali e dell'energia pulita, risolvendo una delle contraddizioni in cui oggi i singoli paesi della zona euro si trovano intrappolati. Agendo da soli, per ridurre il loro indebitamento, sono costretti ad adottare una manovra fiscale dopo l'altra, senza avere la possibilità di

dedicare risorse di stimolo alla crescita mediante nuovi investimenti. In questo modo, la loro posizione debitoria si fa sempre più preoccupante, dato che in assenza di crescita, a indebitamento costante, il rapporto debito-PIL non cala.

9. *L'uscita dalla crisi dell'eurozona: le tre opzioni disponibili*

In linea del tutto generale, di fronte all'aggravarsi delle difficoltà di gestione della crisi del debito sovrano nell'ambito dell'eurozona e dei pericoli che minano la sopravvivenza di quest'ultima, le opzioni disponibili per i paesi membri che ne fanno parte sono fondamentalmente tre: la prosecuzione dell'attuale situazione di stallo, in cui vengono fornite da parte degli stati garanzie che i mercati finiscono dopo qualche tempo per giudicare insufficienti, il fallimento dell'integrazione monetaria nella sua forma attuale, ovvero la fuoruscita di qualche paese oppure il *break up* o crollo dell'intero sistema, e infine l'evoluzione della zona euro in direzione di un'unione bancaria, fiscale e di bilancio, con il corollario della nascita di una qualche forma di governo europeo². Con l'avvertenza che mentre la prima opzione sembra scarsamente in grado di dar vita a soluzioni stabili, almeno nel medio-lungo andare, le altre due risolverebbero in radice le crisi del debito e dell'eurozona: nel primo caso con la fine dell'esperienza di integrazione monetaria, sia pure con le sue connotazioni presenti, e nel secondo con il passaggio all'unione politica, garanzia per antonomasia della stabilità dell'unione monetaria. E con l'ulteriore specificazione che tutte e tre le opzioni comportano difficoltà e costi per nulla trascurabili.

Passiamo ora a esaminare il contenuto delle diverse opzioni, cominciando da quella dello status quo.

A partire dalla primavera del 2010, quando si manifestarono i primi segnali della crisi del debito sovrano in Grecia, con l'esplosione dei differenziali di rendimento rispetto ai titoli emessi dalla Germania³, i paesi della zona euro si resero conto che l'integrazione monetaria non costituiva uno strumento sufficiente per garantire una riduzione dei divari strutturali fra le economie dei paesi membri. In mancanza di una politica economica comune e in presenza di un fallimento del PSC, le cui disposizioni finalizzate a porre un

² Molti autori giudicano insostenibile la situazione dello status quo e limitano gli scenari di uscita dalla crisi ai casi estremi del *break-up* e del completamento dell'unione economica e fiscale. Fra questi si veda il recente lavoro di Bergsten and Kierkegaard (2012), secondo i quali, una volta completata la casa dell'euro, oggi costruita solo a metà, l'Europa emergerà dalla crisi molto più forte.

³ De Grauwe and Ji (2012) dimostrano che l'andamento degli spread dei paesi periferici dell'eurozona non è collegato all'aumento del rapporto Debito/PIL, ma è il frutto di ondate di valutazioni di mercato (*market sentiments*), alternativamente eccessivamente negative o positive.

freno alle politiche fiscali espansive dei paesi divergenti erano state violate in primo luogo dai paesi centrali della zona, la Germania e la Francia, i divari strutturali erano aumentati, anziché diminuire. Emergeva così una delle insufficienze di fondo della costruzione dell'unione monetaria, la quale manca di strumenti di governo comuni, al di là della sola politica monetaria affidata alla BCE, nonché di numerosi meccanismi di assorbimento degli shock descritti dal filone di studi delle zone monetarie ottimali. Frenati dal desiderio di mantenere sotto il controllo dei governi l'evoluzione della crisi e guidati dall'asse franco-tedesco, che aveva saputo interpretare il desiderio generale di non rinunciare ai loro poteri formali e si era posto immediatamente alla loro testa, pensando di averne i mezzi, i paesi dell'area, tuttavia, anziché tentare di porre mano al superamento di questi vizi di fondo, si proposero inizialmente di intervenire con aiuti finanziari e garanzie a favore del governo greco, per evitare effetti di contagio nei confronti delle altre economie dell'area della moneta unica.

Il disegno dei governi francese e tedesco mancava peraltro di chiarezza per quanto concerne il trattamento da riservare al paese origine della crisi. Mentre in un primo tempo l'intervento sembrava puntare a un salvataggio puro e semplice della Grecia, successivamente la Germania insisteva per far sopportare ai creditori privati, e in primis alle banche, i costi di una ristrutturazione del debito greco, commettendo uno degli errori più gravi dell'intera vicenda che minava la fiducia dei mercati (De Grauwe, 2010b)⁴. Successivamente, in occasione dell'accordo raggiunto dai paesi dell'area nel vertice straordinario del dicembre 2011, i governi comunicarono ai mercati che il caso greco doveva considerarsi come del tutto speciale e irripetibile, rinunciando così a ogni pretesa futura di far partecipare i creditori privati alle perdite di possibili operazioni di ristrutturazione. Infine, nel marzo 2012, la ristrutturazione volontaria del debito greco si trasformò, di fatto, in un fallimento controllato (*orderly technical default*), con una perdita totale a carico dei creditori di più del 70 per cento del capitale iniziale. Infine, di recente, il principio della partecipazione dei creditori privati ai salvataggi è stato generalizzato per quanto concerne le banche, come vedremo tra breve.

L'insieme di queste incertezze ha avuto per effetto di far lievitare oltre misura il costo del salvataggio della Grecia, il cui onere sarebbe stato in partenza del tutto sopportabile dato lo scarso peso del debito di quel paese rispetto al prodotto comunitario,

⁴ A partire dall'accordo di Deauville nell'ottobre 2010 tra Francia e Germania circa il criterio del PSI (*Private Sector Involvement*), ovvero la necessità di far partecipare i creditori al costo del salvataggio della Grecia, imponendo loro una perdita (*haircut*) inizialmente del 21 e quindi del 50 per cento, i mercati recepiscono il messaggio catastrofico che i bond emessi dai sovrani della zona euro non potevano più essere considerati come esenti da rischi. Si veda anche Orphanides (2012).

ma anche di diffondere il contagio ad altri paesi periferici quali l'Irlanda, il Portogallo, l'Italia, la Spagna, e da ultimo Cipro. Con l'avvertenza che anche paesi centrali quali la Francia e la stessa Germania non ne sono stati risparmiati, amplificando la crisi a livello dell'intera zona euro. Senza contare che i finanziamenti richiesti per far fronte alle esigenze dei possibili salvataggi risultano decisamente ingenti e che le soluzioni di emergenza sotto forma di interventi monetari illimitati da parte della BCE si scontrano contro la lettera e lo spirito dei Trattati europei. Nel primo caso, a causa del divieto esplicito fatto alla banca centrale di finanziare direttamente i governi; nel secondo, per avere sostenuto i corsi dei titoli degli stati in difficoltà mediante il *Securities Markets Programme* (SMP) in primo luogo e aver poi spinto le banche della zona euro a usare le operazioni di rifinanziamento a tre anni (*Long Term Refinancing Operations, LTRO*, per un ammontare di più di 1.000 miliardi) allo scopo di acquistare titoli pubblici di tali paesi.

In ordine ai costi associati all'opzione della prosecuzione dello status quo va detto che, accanto ai costi diretti derivanti dai finanziamenti mobilitati dall'ESM (*European Stability Mechanism*) o Meccanismo Europeo di Stabilità (MES)⁵, devono essere considerate anche le perdite indirette dovute alla ristrutturazione dei debiti e al conseguente fallimento o salvataggio delle banche creditrici e detentrici dei titoli relativi, unitamente a quelle derivanti dal contagio trasmesso all'insieme dei paesi dell'area, dal venir meno della credibilità della zona euro e dagli effetti recessivi indotti sui principali poli dell'economia mondiale. Con la specificazione che i costi appena descritti potrebbero essere in parte attenuati dal deprezzamento della moneta unica provocato dalle difficoltà della zona euro, con un effetto di reddito positivo associato all'aumento delle esportazioni europee.

In ogni caso, un altro costo da mettere in conto riguarderebbe la caduta del reddito e dell'occupazione provocata dalle ripetute manovre di consolidamento fiscale, con cui i paesi oggetto della crisi del debito tentano di rassicurare i mercati, spesso senza successo, seguendo le ricette deflazionistiche imposte dalla BCE, dalla Germania e dal Fondo Monetario Internazionale (FMI). Si tratta però di un argomento alquanto controverso, in relazione al quale si fronteggiano due opposte interpretazioni: da un lato l'analisi di Irving Fisher (1933) degli anni Trenta sugli effetti recessivi della riduzione della spesa pubblica, che attraverso la caduta del prodotto indotta impedisce di conseguire gli avanzi di bilancio scontati da destinare alla riduzione del debito, e dall'altro la teoria più recente degli effetti

⁵ L'ESM, spesso definito nel linguaggio informale Fondo salva stati, ha sostituito i due programmi provvisori EFSF (*European Financial Stability Facility*) ed EFSM (*European Financial Stabilisation Mechanism*). La sua capacità di intervento è stata fissata in 500 miliardi di euro (Münchau, 2012).

non keynesiani dei consolidamenti fiscali, che nel medio andare provocherebbero la ripresa del reddito (Giavazzi *et al.*, 1999). In presenza di cadute della domanda aggregata e di spinte di carattere deflazionistico, quali quelle che caratterizzano l'odierno panorama di alcune importanti economie europee, non sembra tuttavia che la teoria della contrazione fiscale espansiva (*expansionary fiscal retrenchment*) possa essere oggi applicata al caso della zona euro. Senza contare che, come vedremo più avanti, le basi scientifiche di tale teoria sono state di recente messe in discussione con successo.

La conclusione che si può trarre dall'esame dei contenuti di questa prima opzione di uscita dalla crisi è che in realtà lo scenario dello status quo è del tutto instabile, posto che nella migliore delle ipotesi potrebbe portare a ripetute ristrutturazione del debito, con costi di difficile valutazione, mentre nella peggiore potrebbe sfociare in un crollo o in un fallimento più o meno esteso dell'integrazione monetaria con shock depressivi trasmessi all'intera economia mondiale.

L'incapacità sinora dimostrata dai paesi dell'area e dalla leadership franco-tedesca di affrontare i nodi di fondo della crisi del debito sovrano in Europa, con misure incisive in direzione del completamento dell'unificazione economica mediante la creazione di un'unione bancaria, fiscale e di bilancio e di una qualche forma di governo europeo, potrebbe in realtà preludere a uno smembramento della zona euro o al suo crollo complessivo. In questo modo, la disgregazione della zona euro, che la letteratura aveva in partenza considerato come una pura congettura di studio, con i lavori di De Grauwe (2006b, 2009) e di Eichengreen (2007) portati a sostegno, rispettivamente, dell'elevata o scarsa probabilità che l'integrazione monetaria europea potesse fallire⁶, cesserebbe di essere tale per formare oggetto di valutazioni e di strategie di politica economica.

Questa seconda opzione di uscita dalla crisi in modo regressivo, portando un colpo forse mortale all'intero processo di integrazione europea, potrebbe dar vita, di fatto, ad alcuni esiti alternativi, a seconda delle ipotesi considerate.

Una prima ipotesi potrebbe consistere nella fuoriuscita dall'area della moneta unica di uno o più paesi periferici, a cominciare dalla Grecia. Per definizione, nell'unione monetaria un paese divergente, oberato da un disavanzo delle partite correnti associato a una perdita di competitività e da un debito pubblico a rischio elevato di insolvenza, non può fare ricorso agli strumenti usuali di cui dispone un paese in condizioni di autonomia monetaria. Per un verso non può utilizzare la svalutazione o il deprezzamento della moneta per riportare in equilibrio le partite correnti, e per l'altro non è in grado di ridurre

⁶ Su questo aspetto si veda anche Praussello (2011).

il peso reale dello stock del debito, monetizzandolo con una dose appropriata di inflazione. Non disponendo di una moneta propria ed essendo indebitato in una valuta su cui non ha un controllo diretto⁷, come un tempo accadeva per i paesi in via di sviluppo, l'unico strumento di aggiustamento rimasto a sua disposizione è quello della cosiddetta "svalutazione interna", vale a dire di una progressiva riduzione dei costi interni, principalmente attraverso una compressione dei costi del lavoro in termini relativi. In assenza di trasferimenti di risorse da parte di un'autorità centrale, per un paese divergente ciò significa in concreto dover affrontare un lungo periodo di deflazione, con costi elevati di carattere economico, sociale e anche politico⁸.

Di fronte a questa prospettiva, la tentazione di ritornare all'autonomia monetaria nazionale potrebbe far superare il punto di non ritorno della secessione, specie se alcune forze governative avessero deciso di alimentare l'euroscetticismo e la reazione populistica nei confronti di programmi di austerità che l'opinione pubblica reputa imposti dall'Europa e in particolare dalla Germania. Questa strada sarebbe tuttavia irta di ostacoli e comporterebbe costi molto elevati. In primo luogo occorrerebbe affrontare il nodo giuridico dell'abbandono della zona euro.

Come è noto, i trattati non prevedono l'uscita di un singolo paese, né tantomeno un'espulsione dalla zona euro, proprio allo scopo di evitare attacchi speculativi. Tuttavia il Trattato di Lisbona permette la secessione dall'Unione, seguendo una procedura particolare, e questo potrebbe fornire uno strumento per riacquistare la sovranità monetaria, formalmente abbandonata per sempre con l'adesione alla zona euro. E' dubbio però che un paese non in grado di sopportare i vincoli dell'unione monetaria sia disposto ad aggiungere agli enormi costi provocati dall'abbandono volontario, identificati con dovizia di particolari da Eichengreen (2007), anche quelli legati alla rinuncia dei vantaggi derivanti dall'appartenenza all'UE in quanto tale, a cominciare dal libero accesso di merci, servizi, lavoratori e capitali al mercato interno europeo. Per contro, se il paese secessionista decidesse, con formule giuridiche ad hoc da stabilire con i paesi partner, di abbandonare soltanto l'unione monetaria volendo rimanere parte integrante dell'Unione, è possibile che quest'ultima decida di ridurre o di eliminare i trasferimenti di risorse a suo

⁷ Questa situazione va bene al di là della circostanza che la politica monetaria è attualmente attribuita a banche centrali indipendenti dai governi. In effetti una banca centrale nazionale, sia pure indipendente, potrebbe decidere di contribuire alla monetizzazione del debito, come accade oggi per la Gran Bretagna, che registra un progressivo deprezzamento della sterlina e un correlativo aumento dell'inflazione su livelli superiori a quelli dell'eurozona.

⁸ Per l'Italia dovrebbe verificarsi un deprezzamento virtuale del 10-15 per cento lungo un arco di tempo di 5-10 anni (Wolf, 2012).

favore attraverso i canali delle politiche strutturali, sottoponendo anche a dazi le sue esportazioni verso il mercato interno.

In effetti, e questo è il secondo elemento da considerare, la reintroduzione per esempio della dracma sarebbe seguita da un forte deprezzamento della nuova valuta, che renderebbe meno costose le esportazioni greche, ma metterebbe a repentaglio la tenuta del mercato interno, dove i prodotti originari degli altri paesi dell'eurozona vedrebbero ridursi i propri sbocchi. Nel contempo, i tassi di inflazione interni tenderebbe a esplodere, con effetti probabilmente moltiplicati rispetto al deprezzamento della nuova dracma nei confronti dell'euro.

Infine, il fatto che la parte del debito greco detenuta dai residenti in altri paesi continuerebbe a essere espressa nella moneta unica renderebbe l'onere della restituzione insostenibile, provocando il fallimento del Tesoro greco e, a catena, delle banche e dei detentori esteri, il quale richiederebbe nuovi piani di salvataggio a carico dei contribuenti, quanto meno per evitare il blocco dei circuiti creditizi nei paesi creditori. Il tutto, in presenza di assalti agli sportelli, fughe di capitali, controlli alle frontiere, crisi sociali e politiche profonde e onde di shock che coinvolgerebbero gli altri paesi periferici della zona euro, mettendo in pericolo la stabilità dell'intero edificio della moneta unica, la cui credibilità risulterebbe pesantemente scossa, e finendo per ripercuotersi negativamente sull'intera economia europea e mondiale. Per la Grecia e in generale per un paese secessionista, nell'ambito dell'UE si verificherebbe una perdita di potere contrattuale e di sovranità peggiore di quella sperimentata attualmente e, sul piano internazionale, un'esclusione dai mercati finanziari che durerebbe a lungo. In sintesi, anche questa ipotesi, che potrebbe applicarsi ovviamente anche al caso dell'Italia, comporterebbe costi elevati per tutti i paesi coinvolti e potrebbe concludersi con il tracollo dell'integrazione monetaria.

Un'altra ipotesi relativa all'uscita dalla crisi mediante la disgregazione della zona euro potrebbe riguardare non tanto la secessione di uno o più paesi periferici particolarmente esposti, quando il suo abbandono da parte del paese leader. La Germania, messa di fronte a quelle che considera ripetute violazioni dello spirito dei Trattati europei, potrebbe decidere di ritirarsi dall'area della moneta unica, riacquistando per intero la sua sovranità monetaria e richiamando in vita il marco⁹. Da quando la crisi del debito sovrano

⁹ Nella fase più acuta della crisi dell'eurozona si sono moltiplicati i *rumour* circa i preparativi della Germania e di altri paesi per stampare e introdurre successivamente nei circuiti economici le vecchie monete nazionali nella nuova versione successiva al possibile fallimento dell'euro. Si tratta per definizione di voci incontrollabili che non meritano di essere prese in considerazione. Tuttavia essi avrebbero potuto avere qualche influenza, se è vero che i mercati sono talvolta talmente in preda al panico e all'irrazionalità

in Europa si è manifestata, i ripetuti tentativi di contrastarla con interventi da parte della BCE, in particolare attraverso acquisti di titoli del debito pubblico sui mercati secondari, sono avvenuti superando l'opposizione dei banchieri centrali di nazionalità tedesca, situazione questa che ha portato alle dimissioni dapprima di Axel Weber, presidente della Bundesbank, e poi di Jürgen Stark, membro del Comitato esecutivo della Banca di Francoforte. Anche le richieste, avanzate da molti¹⁰, di fare della BCE il prestatore di ultima istanza¹¹ capace di acquistare quantità illimitate di titoli del debito pubblico, vengono considerate irricevibili dalle autorità¹² e dalla generalità degli economisti tedeschi perché contrarie ad alcuni dei capisaldi dell'accordo di Maastricht: il divieto di finanziamento degli Stati da parte della BCE, unitamente alla responsabilità esclusiva di ogni paese per il proprio debito pubblico (clausola del *no bail out*), e da ultimo l'obbligo pressoché assoluto della BCE di limitare la sua missione al mantenimento della stabilità dei prezzi.

In questo contesto, si può quindi comprendere perché un abbandono dell'euro da parte della Germania rappresenti comunque una possibilità da prendere in considerazione.

Fra tutte le eventualità considerate, tuttavia, questa si rivelerebbe con ogni probabilità la più esplosiva dal punto di vista politico, e probabilmente anche in termini storici. Con essa verrebbe infatti meno la base di potere che ha retto tutto il processo di integrazione europea negli ultimi sessant'anni: l'accordo franco-tedesco, e la Germania vedrebbe rafforzarsi la diffidenza nei confronti di quello che è stato definito l'euronazionalismo tedesco (Beck, 2011), una nuova versione della tradizionale deriva egemonica del più potente stato nazionale in Europa. Rischierebbe allora di verificarsi la nefasta profezia di Feldstein (1997), che in alcuni testi scritti alla vigilia del lancio dell'euro prevedeva, con il fallimento dell'euro, la fine del processo di integrazione e la ripresa dei conflitti fra Francia e Germania, rimettendo in discussione il più importante frutto storico fornito dal processo di integrazione europea: il mantenimento della pace in Europa.

da effettuare errori clamorosi, com'è accaduto nell'estate del 2011 quando una serie di racconti di fantapolitica circa il ripristino del marco da parte della Germania pubblicata da *Le Monde* nei suoi tradizionali articoli di svago estivi, è stata presa per qualche tempo sul serio, scatenando alcuni attacchi speculativi contro i titoli del debito pubblico francese.

¹⁰ Fra gli altri, sul quotidiano italiano più autorevole, Alesina e Giavazzi (2011).

¹¹ Peraltro, come è stato chiarito dal presidente della BCE Draghi (TMNews, 2011), l'istituto di Francoforte è già prestatore di ultima istanza, ma solo nei confronti delle banche dell'eurozona solvibili.

¹² Un elemento che talvolta nella pubblicista italiana si trascura riguarda il fatto che il governo tedesco, nelle trattative relative alla salvaguardia della zona euro risulta fortemente condizionato dalle successive decisioni della Corte costituzionale tedesca, circa la necessità che il contenuto dei singoli accordi incontri l'assenso del parlamento di Berlino.

Le considerazioni appena svolte dovrebbero peraltro essere sufficienti per convincerci che questa ipotesi catastrofica difficilmente potrà verificarsi.

Sotto il profilo economico, in ogni caso, se la Germania dovesse abbandonare la zona euro, ne risulterebbe fortemente penalizzata: in seguito al drastico apprezzamento del nuovo marco nei confronti della moneta unica, le sue esportazioni registrerebbero delle consistenti riduzioni, con effetti negativi sui tassi di crescita e i livelli di occupazione¹³. Vi è poi da dubitare che l'integrazione monetaria possa resistere allo shock provocato dalla secessione della Germania. Il crollo dell'intero assetto della zona euro farebbe fallire i lunghi tentativi dispiegati dalla Germania in tutto il secondo dopoguerra per garantirsi in Europa un mercato di sbocco stabile per i propri prodotti industriali, al riparo dalle svalutazioni competitive degli altri paesi. Con l'aggiunta che gli effetti provocati dal *break up* dell'euro comporterebbero per essa ulteriori danni, in seguito al fallimento dei paesi periferici, con conseguenze negative in termini di caduta del reddito e di aumenti della disoccupazione in Europa e nel resto del mondo.

Nell'ambito dello scenario della disgregazione della zona euro, una terza ipotesi, infine, potrebbe consistere nella sua sostituzione con due zone monetarie distinte. Alla zona dell'euro dei paesi virtuosi del Nord, raccolti intorno alla Germania, farebbe da contraltare la zona dell'euro dei paesi del Sud finanziariamente poco affidabili, mentre fra le due monete, da taluni denominate rispettivamente il "neuro" e il "sudo" (Taylor, 2010), opererebbe un sistema di cambi flessibili. L'esito di questa ipotesi dipende principalmente dal fatto che nella zona del neuro sia presente anche la Francia. Per l'Italia, probabilmente, il destino sarebbe segnato: la tradizionale diffidenza della Germania verso l'irresponsabilità finanziaria del governo di Roma ci relegherebbe con ogni probabilità nel gruppo dei paesi del "Club Méditerranée".

Tornando al caso della Francia, se essa riuscisse a rimanere nella zona nord, l'accordo franco-tedesco, inteso come base di potere indispensabile per la prosecuzione del processo di integrazione, verrebbe salvaguardato, riducendo i costi dello smembramento dell'area della moneta unica.

In termini economici, questa soluzione comporterebbe peraltro costi più contenuti rispetto alle ipotesi precedenti, dato che l'immediato apprezzamento del neuro e il correlativo deprezzamento del sudo agirebbero come strumenti di aggiustamento degli

¹³ La quota delle esportazioni tedesche verso la zona euro nel 2010 era pari al 41 per cento, e risultava in calo rispetto al 1999, quanto ammontava al 45 per cento. Tuttavia nello stesso arco di tempo il valore delle esportazioni della Germania verso l'area della moneta unica saliva da 230 a 400 miliardi (Straubhaar, 2011).

squilibri fra paesi centrali e paesi periferici, i quali potrebbero probabilmente evitare il default, anche se il loro debito estero continuerebbe a essere espresso nella vecchia valuta comune. La situazione dell'integrazione regredirebbe tuttavia a quella che caratterizzava la metà degli anni Ottanta, quando lo SME attraversava una fase di relativa stabilità, che ora mancherebbe peraltro del tutto. Le mete della completa integrazione economica e della nascita di un governo europeo si allontanerebbero indefinitamente nel tempo, mentre sul piano esterno il mantenimento di qualche forma di cooperazione monetaria in Europa non comporterebbe probabilmente i pesanti effetti di contagio propri di un tracollo disordinato della zona euro.

Esaminiamo infine la terza delle opzioni possibili in ordine alle vie di uscita dalla crisi del debito sovrano e della zona euro: quella progressiva dell'aumento dell'integrazione, sino a giungere al completamento dell'unificazione economica, vale a dire a una unione bancaria, fiscale e di bilancio, gestita da qualche forma di governo europeo, che abbia il potere, come si esprime De Grauwe (2006c), di tassare e di decidere le spese a livello dell'intera eurozona. Si tratta di una opzione di difficile realizzazione in termini politici¹⁴, che potrebbe tuttavia risultare vincente come unica soluzione in grado di essere efficace, se è vero che il processo di integrazione registra i suoi avanzamenti più significativi proprio nei periodi di crisi e di difficoltà.

In occasione del vertice del dicembre 2011 i paesi dell'Unione, a eccezione della Gran Bretagna, hanno deciso di imboccare una strada di riforme istituzionali, che potrebbe portare a questi ambiziosi obiettivi. I contenuti di tali riforme vengono definiti in un trattato sulla disciplina fiscale nell'ambito della cooperazione intergovernativa firmato nella primavera del 2012¹⁵. Il nuovo *Fiscal compact*, tuttavia, contiene esclusivamente disposizioni di carattere restrittivo. In esso vengono resi più stringenti gli obblighi di rispetto dei vincoli di Maastricht sulla finanza dei singoli paesi, a cominciare dall'inserimento in costituzione del principio del bilancio in pareggio, nonché

¹⁴ Per superare le difficoltà d'ordine politico, Pisani-Ferry (2012) suggerisce di avanzare sulla strada dell'unione fiscale e della emissione di eurobond attraverso schemi sperimentali di portata limitata. Altri sviluppi intermedi in direzione dell'unione fiscale e di bilancio potrebbero riguardare la nascita di un Fondo Monetario Europeo, dotato di ampie risorse e con compiti simili a quelli svolti dal FMI (Mayer and Gros, 2010).

¹⁵ Peraltro, dopo l'approvazione nel vertice del marzo 2011 del patto europlus, finalizzato a migliorare la governance economica e la stabilità finanziaria dell'eurozona, alla fine dello stesso anno è entrato nella fase di realizzazione il piano comunitario per il rafforzamento del PSC con il varo di un nuovo gruppo di misure denominato "Six Pack", comprensivo di cinque regolamenti e di una direttiva proposti dalla Commissione europea.

dall'impegno di progressiva riduzione dello stock di debito pubblico eccedente il limite del 60 per cento del PIL e di controllo più cogente sui bilanci dei paesi divergenti.

Al di là di queste misure di consolidamento fiscale, nei progetti dei governi non si trova traccia della possibilità di emettere eurobond con la garanzia comune dei paesi dell'eurozona, né della istituzione di un ministero delle finanze europeo, e in generale di un aumento della capacità di spesa del bilancio comunitario e del varo di provvedimenti europei per il rilancio della crescita. Si tratta di limiti importanti sotto un duplice profilo. In primo luogo perché l'imposizione di politiche di austerità in assenza di piani di rilancio della crescita rischia di tradursi in spinte deflazionistiche, rendendo più difficile lo stesso raggiungimento degli obiettivi di stabilità finanziaria. E poi perché il mancato potenziamento del bilancio comunitario, tutt'ora ancorato all'1 per cento del PIL dell'UE, continuerebbe a renderne irrilevanti gli effetti di stabilizzazione a vantaggio dei paesi colpiti da cadute del reddito e dell'occupazione, in contrasto con l'obiettivo di giungere a un'unione fiscale e di bilancio europea.

Il tutto, in un contesto istituzionale inappropriato diverso da quello del metodo comunitario, in quanto basato sullo strumento insufficiente della cooperazione intergovernativa, la quale non supera la grave carenza del deficit democratico né quella della sua scarsa, se non nulla efficacia. Se il passaggio verso forme di unione fiscale e di bilancio e di governo europeo sarà basato unicamente sull'imposizione di vincoli ai paesi membri, senza alcun controllo democratico a livello nazionale ed europeo, oltre che su procedure che mantengono in vita il potere di veto degli stati, c'è da dubitare che gli obiettivi ultimi del processo di integrazione possano essere raggiunti.

Nonostante queste vistose insufficienze, tuttavia, è possibile che successivamente al varo del nuovo trattato fiscale la zona euro sia in grado di eliminare i difetti iniziali e di procedere in direzione degli obiettivi dell'unione bancaria, fiscale e di bilancio e della nascita di forme di governo europeo. Con ogni probabilità, se i progetti e le prime realizzazioni delle riforme appariranno credibili agli occhi degli europei e dei mercati, la crisi della zona euro potrà dirsi superata. Rimarrebbe peraltro in sospeso il problema giuridico di regolare i rapporti fra la zona euro, ormai avviata a trasformarsi in un vero e proprio Stato federale, e la Gran Bretagna e i paesi euroscettici che non intendano rinunciare al loro potere di veto e neppure ai vantaggi del mercato interno garantiti dalla UE nella sua attuale configurazione.

10. *Sviluppi della crisi dell'eurozona: la posizione dell'Italia e i costi del possibile abbandono della moneta unica*

Nel corso del 2011 la posizione finanziaria dell'Italia nel quadro della zona euro registra un deciso peggioramento in concomitanza con le crescenti difficoltà incontrate dal governo Berlusconi e dal ministro dell'economia Tremonti nella gestione dei rapporti con l'UE e i governi dell'area della moneta unica. In effetti, il governo italiano, dopo aver sottovalutato a lungo l'ampiezza della crisi economica ed essere stato aiutato dall'acquisto di titoli del debito pubblico da parte della BCE con le vecchie operazioni del *Securities Markets Programme*¹⁶, sembra prendere coscienza della necessità di varare misure di risanamento, ma inizialmente le rinvia alla legislatura successiva, suscitando nei paesi partner il sospetto di non voler tener fede agli impegni europei. Tutto ciò alimenta una esplosione del divario, o spread, fra i gli interessi sul debito tedesco e quelli richiesti ai sottoscrittori dei titoli di debito pubblico decennali emessi dal governo italiano, il quale raggiunge livelli inusitati superiori ai 550 punti base¹⁷. Con l'avvertenza che tale divario non è per nulla ininfluenza sulla situazione dell'economia reale, dato che uno spread elevato si traduce in maggiori interessi richiesti per il servizio del debito pubblico e in generale in un aumento del costo degli investimenti e dei consumi, con un effetto di freno sul sistema economico. Ora, è noto che quando ha un costo superiore al tasso di crescita del paese emittente un debito pubblico diventa insostenibile e nel medio-lungo periodo il rischio di default risulta molto elevato¹⁸.

L'aggravamento delle condizioni finanziarie dell'Italia e la perdita di credibilità del governo, nella seconda parte del 2011, giunge al punto da far ritenere imminente il default del paese, malgrado l'impegno preso di anticipare al 2013 l'azzeramento del disavanzo pubblico, inizialmente previsto per il 2014. Nel novembre 2011 nasce il nuovo governo presieduto dal premier Monti, che attua, soprattutto nei primi mesi, una serie di riforme strutturali e finanziarie, che saranno poi all'origine del recupero di credibilità internazionale dell'Italia, ma anche della nuova recessione in cui è entrata l'economia italiana a partire dal 2012¹⁹.

¹⁶ Dei 218 miliardi di euro di titoli di Stato acquistati dalla BCE entro la fine del 2012, circa la metà (103 miliardi) hanno riguardato i titoli italiani (Il Sole24ore, 2013).

¹⁷ Un punto base corrisponde a un centesimo di punto percentuale.

¹⁸ Il costo medio dell'indebitamento pubblico italiano nel 2012 si è aggirato intorno al 4 per cento (Banca d'Italia, 2012), mentre il tasso di crescita del PIL dell'Italia è stato del -2,1 per cento, con una perdita di 7 punti percentuali di PIL dall'inizio della crisi (De Mizio, 2013).

¹⁹ Come è emerso di recente, una delle cause della recessione va identificata nell'errore di valutazione del governo circa i moltiplicatori fiscali, vale a dire l'impatto che il consolidamento fiscale, attraverso la riduzione della spesa

La riacquistata credibilità internazionale consente successivamente all'Italia di contribuire alla stabilizzazione, almeno temporanea, della zona euro. Fra l'estate e l'autunno del 2012, in effetti, vengono poste le premesse per attivare uno strumento di intervento comunitario a favore delle economie virtuose dell'eurozona, ovvero di quei paesi che hanno effettuato riforme strutturali in vista del rispetto dei vincoli di appartenenza all'area della moneta unica. Le richieste del governo italiano di poter usufruire degli aiuti della BCE allo scopo di contenere il livello degli spread vengono in tal modo accolte. Il punto di svolta di questa vicenda si verifica nel luglio di quell'anno, quando il presidente della BCE Mario Draghi assume l'impegno pubblico di fare tutto ciò che sarà necessario (*"whatever it takes"*) per salvare l'euro, fornendo un aiuto a quei paesi che, come l'Italia e la Spagna, erano in quel periodo nel mirino della speculazione internazionale. Come verrà specificato qualche settimana dopo, con il lancio delle operazioni OMT, la BCE sarà disponibile ad acquistare quantità illimitate di titoli con scadenze fino a tre anni allo scopo di mantenere entro limiti fisiologici i rendimenti dei titoli di Stato.

A partire da quel momento la crisi del debito sovrano della zona euro, dopo tre anni di interventi infruttuosi da parte dei governi, entra nella nuova fase della stabilizzazione, o meglio di una sorta di congelamento, dato che per una sua effettiva risoluzione sarà necessario, come alcuni governi hanno promesso di fare, dar vita a un'unione bancaria, a un'unione fiscale e a qualche forma di unione politica a livello europeo. In breve, i rendimenti dei titoli italiani e spagnoli, in precedenza decisamente elevati, si ridimensionano e sino alla primavera del 2013, anche in assenza di interventi da parte della BCE, il solo impegno di effettuarli viene giudicato credibile da parte dei mercati, dando vita a una sorta di "effetto luna di miele" (*honeymoon effect*).

Sotto il profilo tecnico, tuttavia, il sostegno della BCE, oltre a essere collegato al funzionamento dell'ESM²⁰, verrà subordinato a una richiesta esplicita da parte del paese in difficoltà, che dovrà impegnarsi a effettuare una serie di riforme concertate con le autorità europee. L'elevato costo politico di tale intervento, da parte di governi che

pubblica o l'aumento delle imposte, esercita sul reddito. Contrariamente alle attese dei modelli tradizionali di politica economica che sono basati su moltiplicatori dell'ordine di 0,5, attualmente, in concomitanza con il virtuale azzeramento dei tassi di riferimento della politica monetaria, i moltiplicatori (e quindi la contrazione del reddito) risultano più elevati e sono di norma superiori a 1 (Blanchard and Leigh, 2013).

²⁰ Gli interventi OMT riguarderanno l'acquisto dei titoli sul mercato secondario (ossia già emessi), mentre in parallelo l'ESM potrà acquistare titoli sul mercato primario, al momento della loro emissione, operazione questa che i trattati vietano alla BCE di effettuare, in quanto configurerebbe una forma di finanziamento diretto agli stati (Wakeupnews, 2012).

potrebbero essere giudicati dalle rispettive opinioni pubbliche come commissariati dall'Europa, spiega perché né l'Italia né la Spagna, paesi che si riteneva avrebbero potuto esserne i primi beneficiari, abbiano avanzato sinora domande ufficiali per poterne usufruire.

La giustificazione formale invocata da Draghi per varare le OMT riguarda la necessità di garantire il funzionamento dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria in tutta l'area dell'euro. Il rischio di una fuoriuscita dalla zona euro finisce infatti per tradursi in spread più elevati per i paesi in maggiori difficoltà²¹, impedendo che i tassi decisi dalla BCE risultino gli stessi nelle diverse parti dell'unione monetaria.

Al di là di tale giustificazione, tuttavia, appare chiaro che la BCE intende svolgere fino in fondo il suo ruolo di unica istituzione economica federale dell'eurozona. In mancanza di una qualche forma di governo europeo, che per ora continua a latitare, la BCE dal punto di vista tecnico tende sempre più ad avvicinarsi a un'istituzione che svolge le funzioni di prestatore di ultima istanza, finendo anche per svolgere un ruolo di natura politica in vista di un avanzamento del processo di unificazione del Continente.

Il quadro più recente della crisi della zona euro e dei suoi rapporti con le emergenze economiche del nostro paese non sarebbe completo se trascurassimo l'approvazione da parte dell'Italia del trattato del *Fiscal compact* e l'inserimento nella nostra Costituzione dell'obbligo del pareggio del bilancio a partire dal 2016. In base a esso e alle regole del Six Pack²² non sarà più possibile decidere autonomamente la gestione di un bilancio in disavanzo, al di là di un modesto margine concesso dello 0,5 per cento e di una correzione dell'obbligo del pareggio per tener conto del ciclo economico. Inoltre, viene previsto l'impegno di ridurre del 5 per cento all'anno la differenza fra il rapporto del debito pubblico rispetto al PIL e il limite del 60 per cento, inizialmente previsto dalle regole di Maastricht per far parte dell'area euro²³. Il tutto, nel quadro di procedure nazionali di bilancio sempre più sottoposte a regole comunitarie, che attuano un progressivo trasferimento della sovranità fiscale verso il livello europeo (Trupiano, 2012). Dopo il fallimento delle regole iniziali del PSC e le difficoltà e i salvataggi dei paesi periferici della zona euro, si tratta di misure che configurano tappe in direzione di una messa in comune della sovranità fiscale nel quadro europeo, ovvero

²¹ Un effetto analogo riguarda il rischio di un collasso generale dell'eurozona, il quale dà vita a un aumento dei tassi al di sopra di quelli decisi dalla BCE, in contrasto con i suoi obiettivi di politica monetaria.

²² Le regole del Six Pack obbligano specificamente un paese con debito superiore al 60 per cento a ridurlo al ritmo di un ventesimo all'anno sino a ricondurlo a tale limite, pena una possibile sanzione sino ad un massimo dello 0,5 per cento del PIL.

²³ In realtà il raggiungimento del pareggio del bilancio dovrebbe comportare anche il rispetto della regola sul debito (Lavoce.info, 2013). Si veda a questo proposito il paragrafo successivo.

dell'unione fiscale, con la possibilità di gestire in modo unitario i debiti dei paesi europei, tramite l'emissione di euroobbligazioni o eurobond, oltre che di vincoli necessari per poter usufruire degli aiuti europei in caso di crisi finanziaria. Tuttavia, in una fase di recessione o di stagnazione, quale è quella che sta attraversando l'area dell'euro nel suo complesso²⁴, le manovre di consolidamento fiscale dettate dalle regole europee sono destinate ad aggravare la caduta del reddito e dell'occupazione, a meno che le spinte deflazionistiche non vengano contrastate con manovre di rilancio anticicliche.

Va aggiunto che, come si è accennato, dopo la garanzia di interventi di acquisto illimitati da parte della BCE e la successiva fase di stabilizzazione della crisi del debito sovrano riflessa nella contrazione degli spread, nel marzo del 2013 sono comparsi nuovi segnali di tensione sui mercati in seguito al salvataggio di Cipro²⁵ e al blocco del processo politico in Italia dopo i risultati delle elezioni politiche del febbraio dello stesso anno. Nel primo caso, dopo gli errori del passato, la cattiva gestione²⁶ del possibile fallimento dell'isola mediterranea, la cui economia ha peraltro un peso modestissimo nell'ambito della zona euro²⁷, ha messo in allarme gli investitori che ora temono di vedere colpiti da nuove imposte i loro depositi bancari, creando un precedente pericoloso. Per quanto concerne l'Italia, le incertezze politiche si sono tradotte in una ripresa degli aumenti dei divari nei confronti dei titoli tedeschi, confermando lo stretto legame che ormai intercorre fra la politica nazionale e quella europea.

In questo contesto i rischi di un abbandono dell'euro da parte del nostro paese diventano di nuovo rilevanti, non ultimo a causa di una diffusa reazione popolare nei confronti dell'austerità associata alle regole europee, che si è tradotta anche nella richiesta di un'uscita unilaterale espressa da forze politiche per ora minoritarie e da alcuni tecnici, che non sembrano valutare correttamente gli enormi costi associati a una defezione dall'eurozona di un paese fondatore dell'EU quale l'Italia (Bagnai, 2012).

²⁴ Su questo punto recentemente la vecchia idea della stagnazione secolare è stata rilanciata da Larry Summers (2013). Qualora la situazione di bassa crescita dovesse dipendere da fattori di lungo periodo diversi dai fattori di medio periodo che stanno alla base della crisi del debito sovrano, la possibile uscita da quest'ultima risulterebbe molto più complessa di quanto inizialmente ritenuto.

²⁵ Gli aiuti europei concessi a Cipro, pari a 10 miliardi, fanno seguito quelli forniti all'Irlanda nel 2008 (85 miliardi), alla Grecia (110 miliardi nel 2010 e 130 miliardi nel 2012), al Portogallo nel 2011 (78 miliardi) e alla Spagna nel 2012 (100 miliardi) (Spiegel, 2013).

²⁶ Il precedente dell'elevata tassazione decisa dal governo cipriota a carico dei depositi superiori ai 100 mila euro potrebbe alimentare la sfiducia dei risparmiatori in altri paesi periferici della zona euro, provocando anche, nei casi più gravi, rischi di corsa agli sportelli (*bank run*). Va anche aggiunto che la primitiva intenzione del governo cipriota di tassare altresì i depositi inferiori a 100 mila euro non teneva conto della garanzia assoluta prestata dall'UE per i risparmi depositati al di sotto di tale limite.

²⁷ Pari allo 0,2 per cento del PIL dell'UE.

Per quanto riguarda in particolare tali costi, le stime più accreditate da parte di istituzioni quali la UBS o la Fondazione Bertelsmann parlano di una perdita di reddito dell'ordine di 40-50 per cento, oppure del 20-25 per cento per ogni cittadino dell'eurozona, per i paesi, rispettivamente periferici o per la Germania, in quanto paese centrale (Deo *et al.*, 2011; Belke, 2011; HSBC, 2011). Per l'Italia la nuova lira, introdotta dopo la defezione, subirebbe un deprezzamento di una grandezza valutabile intorno al 50-60 per cento, con una corrispondente esplosione dell'inflazione interna, che ridurrebbe alla povertà una quota consistente dei lavoratori e dei pensionati, ovvero delle famiglie dei percettori di redditi fissi. Il tutto in presenza di un default del paese per la parte di debito pubblico espressa in euro, di una catena di fallimenti e di un aggravamento degli squilibri di reddito fra le varie categorie, a discapito della quota di reddito costituita dai salari e a favore della quota dei profitti. Senza contare che, anche ammesso che il processo di integrazione europea continuasse a rimanere sul campo, l'Italia dovrebbe rinunciare ai vantaggi dei fondi strutturali ricevuti dall'Unione e alle opportunità di crescita fornite dall'accesso senza ostacoli al grande mercato interno, dove le esportazioni italiane rischierebbero di essere colpite da dazi compensativi, mentre il suo potere contrattuale in ordine alle questioni europee risulterebbe virtualmente distrutto per un numero non breve di anni.

11. Una possibile via d'uscita: al di là dei programmi di austerità

Dopo la ricomparsa ufficiale della crescita nell'ultimo trimestre del 2013²⁸, a conclusione del peggior periodo di recessione mai sperimentato dall'Italia dopo la grande depressione del secolo scorso, l'economia italiana inizia il nuovo anno con prospettive incerte in direzione di un aumento del PIL che nella migliore delle ipotesi si collocherà sullo 0,8-1 per cento su base annuale, con una pesante eredità negativa in fatto di disoccupazione, aumento della povertà e peggioramento della concentrazione dei redditi. In effetti, in conseguenza delle severe misure di austerità prese dai successivi governi dopo che la crisi del debito sovrano si era estesa all'Italia nel 2011, la disoccupazione ha raggiunto il 13 per cento, con un massimo di oltre il 42 per cento per le classi di età giovanili, mentre quasi un terzo delle famiglie hanno attraversato la linea della povertà e il coefficiente di Gini della disuguaglianza del reddito è aumentato di circa 2 punti

²⁸ Con un misero + 0,1 per cento rispetto al terzo trimestre del 2013, mentre per l'intero anno si è registrato un tasso negativo di -1,9 per cento. Questi risultati vanno messi a confronto con quelli dell'eurozona nel suo insieme con tassi di crescita di +0,3 e di -0,4 per cento, rispettivamente.

percentuali fra il 2007 e il 2010. Inoltre, alla fine del 2013 la produzione industriale era ancora inferiore del 25 per cento al livello massimo raggiunto prima della recessione e il PIL perduto dal 2007 ammontava a più di 9 punti percentuali. Altri risultati negativi venivano poi registrati in termini di una caduta del PIL pro capite a livelli inferiori a quelli dell'anno 2000 e di una riduzione del reddito disponibile, per effetto del forte consolidamento fiscale operato a partire dal 2010. Tutto ciò, senza contare che la dinamica della produttività rimaneva ancora insoddisfacente.

Per contro, grazie a una lieve riduzione del costo del lavoro con una caduta dei salari reali, alla ripresa di un avanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti e alla recente chiusura della procedura di deficit eccessivo in sede UE, con un disavanzo inferiore al 3 per cento, i differenziali di rendimento dei titoli del debito pubblico si erano ridotti a livelli ragionevoli di 170-190 punti base.

I pesanti costi sopportati dall'Italia e dagli altri paesi periferici a causa delle politiche di austerità decise dai paesi dell'eurozona sotto l'impulso della Germania, a partire dalla Grecia, il cui tessuto sociale è stato sconvolto per intero, con ogni probabilità ha raggiunto un limite sotto il profilo politico. Certo, l'Italia non ha fatto oggetto di un piano ufficiale di aiuti gestito dalla troika di esperti europei e del FMI, ma ha adottato politiche autonome in termini formali, le quali tuttavia sono state suggerite se non imposte dalla BCE e dai governi della zona euro.

Con l'avvertenza che, come abbiamo già accennato, gli alti costi della messa in sicurezza della situazione finanziaria, ovvero dello svolgimento di parte dei "compiti a casa" ad essa assegnati, sono stati in una certa misura dovuti agli errori di previsione imputabili alle autorità di politica economica, i governi italiani e le istituzioni internazionali (OECD, 2014), che si sono rivelati incapaci di valutare correttamente i moltiplicatori fiscali in un contesto in cui la politica monetaria aveva quasi esaurito i suoi strumenti di intervento tradizionali. Come De Grauwe and Ji (2013) hanno dimostrato in maniera convincente, i moltiplicatori fiscali incorporati nei programmi di austerità imposti sui paesi periferici non erano dell'ordine di 0,5, come si riteneva inizialmente (Blanchard and Leigh, 2013), ma di circa 1,4, con la conseguenza che per migliorare dell'1 per cento i bilanci questi ultimi erano obbligati a ridurre il PIL del 2,8 per cento.

I medesimi autori confermano che i programmi di austerità non hanno migliorato la loro capacità di ridurre il debito pubblico. Nel caso dell'Italia, il rapporto debito-PIL è aumentato dal 120 al 133 per cento fra il 2011 e il 2013. Nel contempo, l'incapacità delle misure di consolidamento fiscale di produrre gli effetti non keynesiani

attesi in termini di maggiore crescita dimostra che l'ipotesi di Reinhart and Rogoff (2010) e di altri economisti neolibéristi in merito alla cosiddetta contrazione fiscal espansiva in seguito alla riduzione della spesa pubblica manca di basi solide sotto il profilo scientifico ed empirico (Herdon et al., 2013).

Il bilancio degli effetti negativi per l'economia italiana della crisi del debito sovrano comprende anche tre elementi preoccupanti emersi di recente. Da una parte nel corso degli ultimi mesi l'inflazione sta procedendo in direzione di valori negativi con il rischio di provocare una trappola deflazionistica pericolosa, e dall'altra il funzionamento del principale strumento in grado di bloccare la speculazione contro l'euro, lo strumento delle OMT, è stato rimesso in discussione dalla decisione della Corte costituzionale tedesca pubblicata all'inizio del febbraio 2014. Inoltre, il compromesso raggiunto nel marzo dello stesso anno fra la Germania e il Parlamento europeo circa i nuovi passi in direzione dell'unione bancaria risulta ancora insoddisfacente.

Per quanto concerne il primo punto, rispetto all'obiettivo della BCE (al di sotto, ma prossimo al 2 per cento) l'indice complessivo dei prezzi al consumo oscillava tra lo 0,6 e lo 0,7 per cento nei mesi a cavallo della fine del 2013, vale a dire a livelli pericolosi, in prossimità di una trappola deflattiva²⁹. Nel contempo, il rischio che l'intera eurozona possa cadere in una deflazione di stile giapponese è elevato, dal momento che spinte di carattere deflattivo sono già presenti nelle sue due economie più importanti. In Francia l'inflazione di base è scesa dallo 0,6 per cento nel dicembre 2013 allo 0,1 per cento nel gennaio 2014, mentre in Germania i salari reali al netto dell'inflazione sono diminuiti nel corso del 2013. Quest'ultimo fenomeno, in particolare, non promette nulla di buono per il futuro dell'integrazione monetaria, dato che una situazione deflazionistica nel mercato principale dell'eurozona potrebbe ostacolare l'aggiustamento competitivo a favore della periferia, il quale diventa sempre più urgente (Münchau, 2014c; Wolf, 2014).

Gli strumenti in grado di contrastare le spinte deflazionistiche non sono sempre efficaci ma risultano in teoria disponibili all'interno della cassetta degli attrezzi delle banche centrali, a cominciare dalle misure di allentamento monetario quantitativo (*quantitative easing*, QE). Tuttavia non è scontato che all'interno degli attuali assetti

²⁹ A livello dell'intera zona euro nel 2014 l'inflazione dovrebbe raggiungere l'1,1 per cento secondo la BCE o l'1 per cento in base alle aspettative della Commissione. Tuttavia, per l'Italia e la Spagna quest'ultima prevede una dinamica dei prezzi inferiore, dell'ordine dello 0,9 e dello 0,3 rispettivamente.

istituzionali la BCE sia libera di adottarli, a causa delle spinte contrarie alla crescita che emanano dalle autorità tedesche³⁰.

Per quanto riguarda l'opzione delle misure di QE, a tutt'oggi la BCE non ha seguito la politica di altre banche centrali di primo piano, quali la Federal Reserve (FED), che le hanno adottate ampiamente negli ultimi tempi³¹. Accanto al contesto generale non favorevole alla crescita che caratterizzano le sue politiche, una possibile ragione addizionale del suo atteggiamento di cautela potrebbe consistere nella difficoltà di identificare i titoli pubblici da acquistare, unitamente alla scarsa disponibilità di numerosi membri del suo comitato direttivo a seguire sentieri di politica monetaria non tradizionali. In effetti, mentre la FED può decidere liberamente di acquisire in un dato ammontare titoli pubblici USA a lungo termine, la BCE deve stabilire non solo quanti titoli di debito acquistare, ma anche di quale paese, e questo solo sul mercato secondario per non infrangere il divieto di salvataggio dei paesi in difficoltà, stabilito dai trattati europei. È chiaro, per esempio, che un conto è scegliere titoli emessi, in ipotesi, dall'Austria e un altro, del tutto differente, è sostenere titoli del debito pubblico emessi da paesi quali l'Italia o da altri paesi della periferia.

Altri possibili strumenti a disposizione della BCE per contrastare le pressioni deflative consisterebbero nell'acquisto di pacchetti di prestiti bancari a famiglie e imprese³², secondo alcuni segnali lanciati dal presidente Mario Draghi (Fontanella-Khan, 2014), o nell'accettare la recente proposta di Bofinger (2014) di emettere a livello della zona euro un titolo europeo a garanzia singola sotto forma di "eurobundle", vale a dire di un'obbligazione multipla in cui il debito di ogni paese verrebbe garantito pro quota dal rispettivo paese, che sarebbe anche tenuto a liquidare gli interessi legati al proprio premio di rischio idiosincratico³³.

Per quanto concerne poi il giudizio emesso dalla Corte di Karlsruhe al seguito di una lunga litania di pronunce che subordinano la partecipazione della Germania al funzionamento degli strumenti creati dai governi dell'eurozona per affrontare la crisi di quest'ultima a un assenso esplicito da parte del parlamento tedesco, il suo significato

³⁰ Tuttavia, di recente Jens Weidmann, presidente della Bundesbank, ha espresso la sua disponibilità ad accettare le misure di QE, e questo potrebbe preludere a un cambiamento di atteggiamento da parte della autorità della Germania.

³¹ Peraltro, secondo alcuni gli interventi LTRO del passato potrebbero essere considerati come misure occulte di QE.

³² Si tratta di titoli garantiti dalle attività sottostanti (ABS, *Asset Backed Securities*).

³³ In un certo senso la proposta degli "eurobundle" potrebbe essere considerata come un approccio subottimale allo schema standard degli eurobond, la cui nascita è espressamente esclusa programma del governo tedesco di Grande Coalizione. Secondo il suo ideatore gli "eurobundle" di debiti nazionali potrebbero estendere il mercato europeo delle obbligazioni, riducendo i tassi di interesse, senza danneggiare i paesi a merito di credito più elevato

potrebbe consistere nel fatto che l'OTM, non ancora attivato, verrebbe in pratica sospeso sine die (Münchau, 2014a). E' pur vero che la corte tedesca si è rivolta alla Corte di giustizia comunitaria chiedendole di chiarire se la BCE abbia rispettato il suo mandato promettendo di acquistare quantità illimitate di titoli di un paese in difficoltà, con l'obiettivo di salvare l'eurozona dal tracollo. Tuttavia, nel fare ciò, essa ha affermato che lo strumento OMT costituisce una forma di monetizzazione del debito e viola inoltre la sovranità del parlamento di Berlino. Anche qualora la corte europea dovesse sostenere la posizione della BCE, ci si chiede tuttavia in che misura la Bundesbank potrebbe partecipare a un programma OMT, nel caso in cui si rendesse necessario³⁴.

L'ultimo argomento relativo ai più recenti sviluppi negativi sul fronte dell'eurozona riguarda il tentativo di completare il progetto di unione bancaria allo scopo di proteggere le finanze pubbliche da possibili fallimenti delle banche. In effetti, durante la crisi economica e finanziaria che ha fatto seguito al fallimento della Lehman Brothers, anche paesi che avevano una tradizione di finanza pubblica non eccessivamente squilibrata, come la Spagna e l'Irlanda, furono spinte a trasferire alle banche nazionali ingenti risorse per evitarne la chiusura. Di conseguenza i deficit e il debito di tali paesi finirono per raggiungere livelli di guardia.

Allo scopo di evitare pericoli del genere in futuro, i paesi dell'eurozona hanno deciso di creare un'unione bancaria a livello europeo. In generale, un'unione bancaria consiste di tre strumenti: un sistema europeo di vigilanza, un meccanismo di risoluzione unitario e uno schema di garanzia comune di protezione dei piccoli risparmiatori depositanti.

Dopo l'avvio delle trattative fra governi, l'ultimo strumento indicato è stato lasciato cadere a causa della resistenza della Germania che utilizza il sistema intergovernativo di assunzione delle decisioni per evitare una possibile mutualizzazione dei debiti dei diversi paesi, mentre la vigilanza sulle banche maggiori è stata trasferita alla BCE nel 2013³⁵. L'altro strumento del meccanismo di risoluzione delle crisi bancarie è stato completato nel marzo 2014, quando la Germania ha accettato un compromesso al ribasso con il Parlamento europeo sotto forma di creazione di un fondo insufficiente di sostegno alle banche sull'orlo del fallimento, dotato di soli 55 miliardi e attivabile

³⁴ Peraltro la recente decisione del marzo 2014 con la quale la corte di Karlsruhe ha riconosciuto la legittimità dell'ESM potrebbe modificare l'atteggiamento dell'opinione pubblica tedesca.

³⁵ Nel corso del 2014 è previsto che la BCE effettui una revisione della qualità degli attivi (*Asset Quality Review*, AQR) per verificare la condizioni finanziarie delle banche soggette al meccanismo unico di vigilanza.

attraverso una procedura molto complessa³⁶, lungo un periodo transitorio di otto anni (Barker, 2014).

In questo contesto, nel febbraio 2014 si è formato il governo Renzi, che ha tra i suoi obiettivi il varo di un insieme di riforme urgenti finalizzate anche al mantenimento dell'Italia all'interno della zona euro. La missione del governo Renzi risulta molto impegnativa, dato che il paese ha alle spalle un lungo periodo di crescita negativa o di stagnazione, in presenza di un debito pubblico molto elevato e di un'unione monetaria incompleta. Secondo una stima indipendente di fonte FMI, il tasso di crescita necessario all'Italia nei prossimi anni per stabilizzare il debito pubblico e recuperare i 15 punti percentuali perduti durante la grande recessione rispetto al trend del periodo precedente la crisi potrebbe essere dell'ordine del 13 per cento (Lusinyan and Muir, 2013). Aggiungendo un costo aggiuntivo dovuto all'introduzione di una riforma fiscale, il paese potrebbe dover colmare una perdita totale di crescita intorno al 20 per cento. Un obiettivo, questo, che potrebbe dimostrarsi irraggiungibile in assenza di stimoli aggiuntivi positivi quali la mancanza di spinte deflattive, di bassi tassi di interesse alimentati da politiche monetarie non convenzionali da parte della BCE e di una riforma del sistema bancario locale (Münchau, 2014b)³⁷.

In ogni caso, una politica attiva finalizzata alla modernizzazione delle istituzioni economiche e sociali in Italia richiede la presenza di un certo numero di prerequisiti a livello europeo, unitamente a impegni nazionali specifici. Per quanto concerne i primi, il passaggio in direzione di un'unione bancaria, fiscale e anche di qualche forma di unione politica deve essere effettuato in tempi non geologici, allo scopo di superare i molti limiti che minano il modello di unione monetaria adottato dalla UE (De Grauwe, 2006a; Stiglitz, 2013). E' certo, infatti, che senza la correzione dei molti difetti che rendono impossibile per l'eurosistema di operare in modo paragonabile a quello di un'AMO, l'attuale situazione di stallo della crisi del debito sovrano non potrebbe durare all'infinito e nel lungo periodo la zona euro non potrebbe sopravvivere.

Dopo i pesanti costi sociali e i risultati deludenti delle politiche di austerità con cui i paesi dell'eurozona hanno tentato di salvare l'integrazione monetaria dal collasso, sono necessarie nuove politiche rivolte alla crescita, per quanto in un contesto di stabilità finanziaria.

³⁶ Gli accordi nell'ambito del meccanismo singolo di risoluzione richiederanno più di 100 decisioni comuni.

³⁷ Bofondi et al. (2013) chiariscono che durante la crisi del debito nel 2011 le banche italiane hanno ridotto l'offerta di credito di circa il 3 per cento rispetto alle banche estere operanti nel paese, caricando tassi di interesse più elevati di 15-20 punti base.

Per quanto riguarda specificamente l'Italia, se escludiamo l'opzione di una cancellazione parziale o di una ristrutturazione del debito, il peso fuori misura del debito pubblico può essere ridotto solo da una ripresa della crescita. Qualora la stagnazione di lungo termine che caratterizza l'economia italiana dovesse cessare, anche i vincoli del *Fiscal compact* potrebbero risultare sopportabili. Come possibile esempio, possiamo citare una condizione sufficiente per la riduzione del debito nell'ipotesi in cui in rapporto al PIL esso abbia un peso del 120 per cento. In questo caso, la riduzione necessaria del 3 per cento nominale dell'indebitamento verso il livello del 60 per cento potrebbe essere ottenuta da una combinazione di un tasso di crescita dell'1 per cento e di un tasso di inflazione del 2 per cento, in via del tutto ipotetica. Naturalmente la realtà è più complicata, dal momento che il debito ha di fatto raggiunto il 133 per cento e che l'inflazione potrebbe scendere a zero, o a un valore negativo.

Tutto ciò richiede una politica monetaria accomodante da parte della BCE e una politica fiscale espansiva a livello europeo, dato che i paesi membri sono vincolati al mantenimento del consolidamento fiscale e non possono svolgere il compito di dar vita in modo autonomo a una ripresa della crescita a livelli accettabili.

La quadratura del cerchio si può ottenere mediante il lancio di piano europeo per una crescita sostenibile, la cui versione più recente è contenuta in Majocchi (2013). La proposta è quella di creare un Fondo europeo per la crescita e l'occupazione finalizzata al finanziamento di investimenti in vista dell'aumento della produttività e delle capacità competitive dell'economia europea, con l'ausilio di nuove risorse finanziarie trasferite a un bilancio dell'eurozona quali l'imposta sulle transazioni finanziarie (*Financial Transaction Tax*, *FTT*). Con l'avvertenza che i progressi verso forme avanzate di unione fiscale richiederanno necessariamente un rafforzamento del controllo democratico sulla capacità della zona euro di stabilire imposte e decidere spese con l'obiettivo finale di giungere a una unificazione politica completa basata sui principi di sussidiarietà.

Nell'ipotesi in cui questo percorso virtuoso di rivelasse impraticabile, in assenza di sviluppi effettivi all'interno dell'eurozona in termini di un riequilibrio delle bilance dei pagamenti, da un lato della periferia, e all'altro dei paesi centrali, in merito specificamente all'Italia il principale ostacolo al suo mantenimento all'interno dell'unione monetaria finirebbe per essere il debito pubblico fuori controllo. In particolare, qualora dovessero continuare le politiche di forte austerità patrocinata dalla Germania e da altri paesi centrali e le conseguenti tensioni deflazionistiche, il suo peso eccessivo non potrebbe essere ridotto verso il livello previsto del 60 per cento, aprendo la strada a una

cancellazione parziale o a una sua ristrutturazione, per non parlare di una possibile uscita unilaterale del paese dalla zona euro.

Con la conseguenza aggiuntiva che quasi certamente la defezione dell'Italia potrebbe produrre il collasso finale dell'eurozona e il blocco se non la distruzione di risultati ottenuti in più di sessant'anni di integrazione europea (Praussello, 2012). In tal modo, potrebbero realizzarsi le predizioni di alcuni economisti anglosassoni e in particolare di Milton Friedman (1997), secondo cui l'unificazione monetaria, mossa dall'ambizione di portare all'unificazione politica dei paesi europei, in realtà provocherebbe la distruzione non solo dell'unione monetaria nella versione dell'eurozona ma dello stesso edificio comunitario sinora costruito³⁸.

12. Conclusioni

Questo scritto si proponeva di effettuare un bilancio provvisorio dell'esperienza vissuta dall'Italia nel quadro della zona euro nei quindici anni trascorsi dal suo inizio. A titolo di premessa, abbiamo visto come prima della creazione della moneta unica l'Italia avesse accettato di entrare nel gioco della convergenza con le condizioni finanziarie proprie della Germania, il paese principale e perno dei vari tentativi di creare in Europa un'area di stabilità monetaria. Quest'ultima intesa come preconditione per dar vita in un secondo tempo a una unione monetaria in ambito UE, destinata a impedire svalutazioni o deprezzamenti della moneta in grado di mettere a repentaglio il funzionamento corretto del mercato interno, garantendo un trattamento non discriminatorio e punti di partenza omogenei per tutti i partner.

Nel corso del processo di convergenza la costituzione monetaria del paese andò incontro a un cambiamento radicale, con l'abbandono delle tradizionali politiche accomodanti che alimentavano il circolo vizioso tra inflazione e svalutazione. Peraltro, la transizione verso un nuovo quadro di stabilità monetaria e di reputazione antinflazionistica non avvenne senza scosse, come fu dimostrato dal ritiro dal meccanismo di cambio comunitario da parte della lira nel periodo 1992-1996, ma fu in ogni caso resa possibile dalla scelta lealista di "legarsi le mani" nel quadro delle regole monetarie comuni, ovvero effettuando la scelta a favore di una moneta forte (*strong*

³⁸ A questo proposito Feldstein (1998), come abbiamo già notato, aggiungeva che le tensioni fra Francia e Germania avrebbero finito per aggravarsi al punto di mettere in discussione la stessa pace, che regna ormai fra i paesi europei dalla fine della seconda guerra mondiale.

currency option) mediante il legame fra la lira e il marco tedesco. A fronte di ciò l'Italia rinunciava a produrre inflazione a sorpresa, importando nel contempo credibilità sui mercati internazionali.

A conclusione del processo di transizione il gioco della convergenza fornì all'Italia un migliore accesso alla liquidità internazionale in presenza di un basso premio per il rischio, con un vantaggio considerevole per un paese che aveva accumulato un elevato debito pubblico, superiore al PIL annuale. Rispetto a questo rilevante beneficio, il picco registrato nell'inflazione percepita in seguito al passaggio dalla lira all'euro si presenta come uno svantaggio tutto sommato contenuto, anche se il fenomeno contribuì ad alimentare l'ostilità popolare nei confronti della moneta unica.

Dopo l'adesione alla zona euro, tuttavia, l'Italia può essere stata penalizzata dal mix di politiche monetarie e fiscali vincolate ai meccanismi dell'unione monetaria, con tassi di crescita molto modesti, per quanto la stagnazione virtuale dell'economia italiana possa essere anche dovuta a fattori più strutturali, tra i quali la caduta dei livelli di produttività e una specializzazione internazionale superata e messa in crisi dalla concorrenza dei paesi emergenti nell'ambito della nuova divisione internazionale del lavoro associata alla globalizzazione svolgono un ruolo determinante.

Ma c'è di più. Anche per l'Italia, come per il resto dei paesi periferici con un passato di scarsa affidabilità finanziaria, si sono presentate delle divergenze in termini di alti costi relativi del lavoro rispetto ai risultati della svalutazione interna adottata dalla Germania con la politica della stretta salariale. Una situazione che alla lunga potrebbe mettere in forse la sua permanenza all'interno della zona euro, come hanno anche dimostrato i passati attacchi speculativi alle attività finanziarie italiane.

A livello sistemico le indecisioni messe in luce dai paesi della zona euro nell'affrontare la crisi debitoria delle economie periferiche hanno prodotto numerosi danni che vanno dal risentimento nei confronti della Germania e della stesa UE, giudicate da molti responsabili dei sacrifici sopportati dalle popolazioni dei paesi colpiti dalle recessioni, alla ripresa del nazionalismo e all'abbandono dei sentimenti a favore di un'Europa giudicata sempre più matrigna, alla reazione populistica nei confronti dell'euro, che secondo alcuni partiti e movimenti dovrebbe essere abbandonato, con costi economici e politici enormi.

Un possibile superamento di queste difficoltà potrebbe consistere nell'accelerare i progressi verso l'unione bancaria, fiscale e anche politica dei paesi della zona euro, nel medio e lungo periodo, e nel lancio, nell'immediato, di un piano europeo per una crescita

sostenibile in grado di mobilitare nuove risorse europee, al di là dei vincoli imposti alle politiche fiscali nazionali.

Bibliografia.

- Alesina A. e Giavazzi F. (2011), “La BCE e il debito sovrano: c’è una sola via di uscita”, *Corriere della Sera*, 24 novembre.
- Angelini P. and Lippi F. (2007), “Did Prices Really Soar After the Euro Cash Changeover? Evidence from ATM Withdrawals”, *International Journal of Central Banking*, 3, 1-22.
- Bagnai A. (2012), *Il tramonto dell’euro*, Imprimatur Editore, Reggio Emilia.
- Banca d’Italia (2012), *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 4, novembre, Roma.
- Barker A. (2014), “How Eurozone Banking Union Plan Will Work”, *Financial Times*, March 21.
- Beck U. (2011), “Créons une Europe des citoyens”, *Le Monde*, 27 Décembre.
- Belke A. (2011), “Doomsday for the Euro Area: Causes, Variants and Consequences of Breakup”, November, Bertelsmann Stiftung.
- Bergsten C. and Kierkegaard J. (2012), “The Coming Resolution of the European Crisis”, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, January.
- Bernard W. (2002), “Exchange Rate Stability and Political Accountability in the European Monetary System”, European Union Center University of Illinois at Urbana-Champaign, February.
- Blanchard O. (2006), “Adjustment within the Euro: The Difficult Case of Portugal”, Mimeo, MIT.
- Blanchard O. and Leigh D. (2013), “Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers”, IMF WP 13/1.
- Boeri T. and Garibaldi P. (2007), “Two Tier Reforms of Employment Protection: A Honeymoon Effect?”, *Economic Journal*, 117, 357-385.
- Bofinger P. (2014), “A Eurozone Bond Need not Be a Feeloarders’ Charter”, *Financial Times*, February 4.
- Bofondi M., Carpinelli L., and Sette E. (2013), “Credit Supply During a Sovereign Debt Crisis”, *Banca d’Italia, Temi di discussione*, No. 909, April.
- Bugamelli M. e R. Tedeschi R (2005), “Le strategie di prezzo delle imprese esportatrici italiane”, *Banca d’Italia, Temi di discussione*, No. 563, Novembre.
- Canale R. and Napolitano O. (2009), “The Recessive Attitude of EMU policies: Reflections on the Italian Experience, 1999-2008”, MPRA Paper No. 20207.
- Carlucci F. (2008), *L’Italia in ristagno*, Franco Angeli, Milano.
- Corden M. (1972), “Monetary Integration”, *Essays in International Finance* No. 93, Princeton, New Jersey.

- Daveri F. and Jona-Lasinio C. (2005), "Italy's Decline: Getting the Facts Right", *Giornale degli Economisti*, 64, 365-410.
- De Cecco M. (2007), "Italy's Dysfunctional Political Economy", *West European Politics*, 30, 763-783.
- De Grauwe P. (1995), "Alternative Strategies Towards Monetary Union", *European Economic Review*, 39, 483-491.
- De Grauwe P. (2006a), "Flaws in the Design of the Eurosystem?", *International Finance*, 9, 137-144.
- De Grauwe P. (2006b), "On Monetary and Political Union", Paper prepared for the CESifo Workshop on "Enlarging the Euro Area" to be held on Friday 24 November.
- De Grauwe P. (2006c), "What Have we Learnt on Monetary Integration Since the Maastricht Treaty?", *Journal of Common Market Studies*, 44, 711-730.
- De Grauwe P. (2009), *The Economics of Monetary Union*, 8th rev. edn. Oxford University Press, Oxford.
- De Grauwe P. (2010a), "Crisis in the Eurozone and How to Deal with it", CEPS Policy Brief, No. 204, February.
- De Grauwe P. (2010b), "A Mechanism of Self-destruction of the Eurozone", CEPS Commentary, 9 November.
- De Grauwe P. and Ji Y. (2012), "Mispricing of Sovereign Risk and Multiple Equilibria in the Eurozone", Mimeo, University of Leuven, January.
- De Grauwe P. and Ji Y. (2013), "The Legacy of Austerity in the Eurozone", *CEPS Commentary*, October 4.
- De Mizio G. (2013), "Bankitalia ricorda: dal 2008 perso il 7% del PIL", *International Business Times*, 23 marzo.
- Del Giovane P. and Sabbatini R. (2005), "The Introduction of the Euro and the Divergence Between Officially Measured and Perceived Inflation: The Case of Italy", Paper presented at the OECD Seminar "Inflation Measures: Too High - Too Low - Internationally Comparable?", Paris, June.
- Deo S., Donovan P. and Hatheway L. (2011), "Euro Breakup, the Consequences", UBS Investment Research, Global Economic Perspectives, London, September 6.
- Dubois E. (2009), "What if the Euro Had Been Never Launched? A Counterfactual Analysis of the Macroeconomic Impact of Euro Membership", *Economics Bulletin*, 29, 2241-2255.
- Dullien S. and Schwarzer D. (2006), "A Question of Survival? Curbing Regional Divergences in the Eurozone", *Review of Economic Conditions in Italy*, 60, 65-85.
- Eichengreen B. (2007), "The Breakup of the Euro Area", NBER WP No 13393, September.
- Fachin S. and Gavosto A. (2010), "Trends in the Labour Productivity in Italy: A Study with Panel Co-integration Methods", *International Journal of Manpower*, 31, 755-769.

- Faini R e Sapir A. (2005), “Un modello obsoleto? Crescita e specializzazione dell’economia italiana”, Fondazione Rodolfo Benediti, Maggio.
- Feldstein M. (1997), “EMU and International Conflict”, *Foreign Affairs*, 76, 60-73.
- Feldstein M. (1998), “The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability”, NBER WP No. 6150.
- Fisher I. (1933), “The Debt-Deflation Theory of Great Depressions,” *Econometrica*, 1, 337-357.
- Fontanella-Khan J. (2014), “Deflation Spectre Adds to Calls for ECB Action”, *Financial Times*, February 1/February 2.
- Frankel J. and Rose A. (1998), “The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criterion”, *Economic Journal*, 108, 1009-1025.
- Fratzcher M. and Stracca L. (2009), “Does it Pay to Have the Euro? Italy’s Troubled Politics and Financial Markets under the Lira and the Euro”, *International Finance*, 12, 1-31.
- Friedman M. (1997), “Wither the EMU?”, *The Wall Street Journal*, June 20.
- Gandullia L. e Praussello F. (2012). “La crisi della zona euro e la proposta degli Eurobond”, in Pirmi A. e Varnier G.B., *Tra Settecento e Novecento: le sfide del cambiamento*, ECIG, Genova, 243-250.
- Giavazzi F. and Pagano M. (1990), “The Advantage of Tying One’s Hands”, *European Economic Review*, 32, 1055-1082.
- Giavazzi F. and Spaventa S. (1989), “Italy: The Real Effects of Inflation and Disinflation”, *Economic Policy*, 4, 135-171.
- Giavazzi F., Jappelli T. and Pagano M. (1999), “Searching for Non-Keynesian Effects of Fiscal Policies”, Centre for Studies in Economics and Finance, Università degli Studi di Salerno, WP No. 16, February.
- Herndon T., Ash M., and Pollin R. (2013), “Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff”, *Political Economy Research Institute (PERI)*, U. Mass. Amherst, April.
- HSBC (2011), “How to Solve the Euro’s Problem”, *Economics Global*, September 30.
- Il Sole 24 Ore (2013), “La BCE ha acquistato 103 miliardi di bond italiani”, 21 febbraio, consultato il 27 marzo: “www.ilsole24ore.com”
- Jones E. (2009), “Italy and the Euro in the Global Economic Crisis”, *The International Spectator*, 44, 93-103.
- Lavoce.info (2013), “Le regole del fiscal compact”, 15 marzo, consultato il 28 marzo: www.lavoce.info
- Lusinyan L. and Muir D. (2013), “Assessing the Macroeconomic Impact of Structural reforms: The Case of Italy”, *IMF WP* 13/22, January.

- Maes I. and Quaglia L. (2003), “The Process of European Monetary Integration: A Comparison of the Belgian and Italian Approaches”, National Bank of Belgium, Working Paper No. 40, August.
- Majocchi A. (2013), “Priority: The European Fund for Growth and Employment”, *Centro Studi sul Federalismo, Comments*, No. 21, December 9.
- Marani U. e Napolitano O. (2010), “L’unione monetaria europea oggi”, in Praussello F., a cura di, *Cinquant’anni e più di integrazione economica in Europa.*, Franco Angeli, Milano, 75-97.
- Mayer T. and Gros D. (2010), “Towards a Euro(pean) Monetary Fund”, CEPS Policy Brief, May.
- Münchau W. (2012), “Europe’s Bailout Bazooka is Proving to Be a Toy Gun ”, *Financial Times*, March 25.
- Münchau W. (2014a), “German Judges Have Strengthened the Eurosceptics”, *Financial Times*, February 10.
- Münchau W. (2014b), “Renzi Will not Revive Italy with Reforms Alone”, *Financial Times*, February 17.
- Münchau W. (2014c), “Europe Cannot Ignore its Deflation Problem”, *Financial Times*, February 24.
- Mundell R. (1973), “Uncommon Arguments for Common Currencies”, in Johnson H. and Swoboda A., eds., *The Economics of Common Currencies*, Allen and Unwin, London, 114-132.
- OECD (2014), “OECD Forecasts During and After the Financial Crisis: A Post Mortem”, *OECD Economic Department Policy Notes*, No. 23, February.
- Orphanides A. (2012), “Time to Jettison the Plans to Hit Greek Creditors”, *Financial Times*, January 6.
- Orsi R. and Turino F. (2013), “The Last Fifteen Years of Stagnation in Italy: A Business Cycle Accounting Perspective”, *Empirical Economics*, 01-2013-DOI 10.1007/s00181-013-0748-8.
- Padoa-Schioppa T. (1988). "The European Monetary System: A Long Term View," in Giavazzi F., Micossi S. and Miller M., eds., *The European Monetary System*, Cambridge University Press, Cambridge, 369–384.
- Pisani-Ferry J. (2012), “The Euro Crisis and the New Impossible Trinity”, Bruegel Policy Contribution, 2012/01, January.
- Praussello F. (2010), “Flaws in the Design of EMU: The Role of Asymmetric Shocks of Federal and National Origin”, *The European Union Review*, 15, 29-55.
- Praussello F. (2011), “Asymmetric Shocks and Monetary Disintegration: The Case of the Eurozone”, in Jovanovic M., ed., *International Handbook on the Economics of Integration*, Vol. II, Edward Elgar, Cheltenham, Northampton, 360-377.

- Praussello F. (2012), “Evaluating the Eurozone Membership for Italy”, in Praussello F., ed., *The Eurozone Experience: Monetary Integration in the Absence of a European Government*, Franco Angeli, Milan, 138-159.
- Quaglia L. (2003), “European Monetary Integration and the ‘Constitutionalization’ of Macroeconomic Policy Making”, *Constitutional Political Economy*, 14, 235-251.
- Reinhart C. M. and Rogoff K. S. (2010), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton N.J.
- Roubini N. (2006), “Italy and the Euro”, consultato il 18 maggio 2009: “www.rgemonitor.com”
- Russo V. (2008), “E’ l’euro il responsabile del ristagno dell’economia italiana?”. *Rivista di Studi Politici Internazionali*, 75, 614-619.
- Spiegel P. (2013), “Eurozone Shifts Burden of Risk from Taxpayers to Investors”, *Financial Times*, March 26.
- Stiglitz J (2013), “An Agenda to Save the Euro”, consultato il 9 dicembre: www.social-europe.eu/agenda-to-save-the-euro
- Straubhaar P. (2011), “Trois scénarios pour l’avenir de l’euro ”, *La vie économique*, 11, 30-33.
- Summers L. (2013), “Why Stagnation Might Prove to Be the New Norm”, *Financial Times*, December 15.
- Taylor M. (2010), “A Pseudo Solution to the Euro’s Failing”, *Financial Times*, 21 March.
- TMNews (2011), “BCE/Draghi: Prestatore di ultima istanza solo su banche solventi”, *Wall Street Italiana*, 1° dicembre.
- Trupiano G. (2012), “The New European Governance”, in Praussello F., ed., *The Eurozone Experience: Monetary Integration in the Absence of a European Government*, Franco Angeli, Milan, 187-196.
- Wakeupnews (2012). “Crisi, OTM: il super bazooka anti-spread della BCE”, 9 settembre, consultato il 28 marzo 2013: “www.wakeupnews.eu”
- Wei W. (2010), “The Father of the Euro: It's Italy that Will Really Torpedo the Union”, consultato l’11 novembre: “www.businessinsider.com/mundell-italy-poses-the-biggest-threat-to-the-euro-2010-2#ixzz14zz8Y5FV”
- Wolf M. (2012), “Why the Bundesbank is Wrong”, *Financial Times*, April 11.
- Wolf M. (2013), “The Spectre of Eurozone Deflation”, *Financial Times*, March 12.

