

Introduzione: sulle cause reali della crisi finanziaria

CARLO D'IPPOLITI*

In questo numero di *Moneta e Credito* pubblichiamo un lavoro inedito di Josef Steindl (2012a), in occasione del centenario della sua nascita, così come un articolo di Nina Shapiro (2012a) in ricordo dell'economista austriaco. A lui è dedicato anche un numero speciale di *PSL Quarterly Review*, con contributi di Alessandro Roncaglia (2012a), Kurt Rothschild (2012), Alois Guger e Ewald Walterskirchen (2012), Nina Shapiro (2012b), Marcella Corsi (2012), oltre alla versione originale del lavoro di Steindl qui riproposto in traduzione e alla ripubblicazione del contributo di Steindl ([1984] 2012b) alla collana di "Recollections" della *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*.

Nell'inedito pubblicato in questo numero, Steindl (2012a) segnala la persistente tendenza alla sotto-occupazione come una caratteristica tipica delle economie capitalistiche del secondo dopoguerra. Di conseguenza, c'è da attendersi che una serie di politiche vengano continuamente attuate al fine di aumentare la domanda aggregata. Steindl ne menziona alcune tipiche già nel momento in cui scriveva (1990): i deficit strutturali del settore pubblico o i persistenti avanzi commerciali nei conti con l'estero; e alcuni fenomeni che stavano allora prendendo più nettamente piede, come la concessione su larga scala di credito al consumo e mutui immobiliari finalizzati a sostenere la capacità di spesa delle famiglie. La conseguenza di questa crescita del debito pubblico e privato, così come della ricerca di rendimenti superiori da parte dei grandi conglomerati industriali, ha prodotto la parallela tendenza alla finanziarizzazione dell'economia: non solo in termini di estensione del settore finanziario rispetto all'industria, ma anche di coinvolgimento attivo delle imprese industriali in attività finanziarie.

Tutte queste forme di sostegno alla domanda aggregata soffrono però di un comune problema, secondo Steindl: accrescono lo *stock* di

* Sapienza Università di Roma. Email: carlo.dippoliti@uniroma1.it

debito (pubblico, privato o estero) senza accrescere parallelamente le attività produttive nell'economia. Correttamente, Steindl non vede nell'accumularsi di debito un problema di trasferimento intertemporale di risorse, con buona pace della retorica sul debito (pubblico) come 'gravame sulle prossime generazioni'. Questo a livello macroeconomico è impossibile, per le ragioni che già Samuelson (1958) evidenziava: nel tempo "il cioccolato si scioglie", e solo insegnando a un giovane a produrne dell'altro posso sperare di consumarne in futuro. Però, questo non significa che il debito non sia un problema, nella misura in cui non vi corrisponde una parallela crescita della capacità produttiva.¹ Infatti, in questo caso – che poi è quello dominante nelle economie contemporanee più sviluppate – aumenta la quota di reddito che sotto forma di interesse o altre forme di rendita beneficia la classe dei finanzieri e redditieri.

Steindl giustamente osserva che un'ampia fascia di lavoratori (che potremmo chiamare le classi medie), poiché è stata in grado di risparmiare in precedenza, partecipa oggi alla distribuzione di questo reddito finanziario, per quanto evidentemente in piccola misura. Questo certamente aumenta il grado di accettazione sociale della rendita, che invece sarebbe in contrasto con gli interessi materiali delle 'classi produttrici' (lavoratori e capitalisti). Incidentalmente, si tratta di considerazioni vicine a quelle sollevate da Roncaglia (2012) nella recensione al recente lavoro di Gallino (2012) in questo numero.

Il problema indicato da Steindl è che in media la propensione al consumo legata alle rendite è inferiore alla propensione al consumo legata ai redditi da lavoro, così come al grado di reinvestimento dei profitti. Dunque, le forme di sostegno della domanda aggregata basate sul debito hanno un effetto ovviamente positivo nell'immediato, ma nel medio periodo portano a un peggioramento delle prospettive di crescita e, quindi, rafforzano la tendenza alla sotto-occupazione delle economie mature.² Secondo Steindl, il modo più sostenibile nel medio-lungo

¹ Come nota Steindl in apertura del lavoro, nella misura in cui il debito è contratto per aumentare la capacità produttiva, si pone comunque il problema della creazione di domanda per questa nuova capacità produttiva.

² Il processo non è del tutto estraneo a quello che diversi commentatori, a partire da Serra, giudicano tra le cause del sottosviluppo del Sud Italia (si veda Perrotta e Sunna, 2012, recensito in questo numero da Zamagni, 2012).

periodo di aumentare la domanda aggregata è innalzare la propensione media al consumo, ad esempio tramite una politica di redistribuzione dei redditi in senso progressivo.

Come scrive Shapiro (2012) in questo numero, storicamente già Steindl (1952) identificava una prima manifestazione della tendenza alla sotto-occupazione negli anni '20-'30, come conseguenza del processo di concentrazione industriale negli Stati Uniti. In regime di oligopolio, secondo Steindl, gli investimenti sono inferiori rispetto al regime di concorrenza e quindi, sebbene l'oligopolio sia l'esito (la stadio maturo) del precedente regime di concorrenza, la conseguenza è una tendenza alla crisi da domanda. Secondo Shapiro, il boom del secondo dopoguerra è stato, per Steindl e molti economisti keynesiani, una sorpresa tanto quanto la crisi del '29 lo era stata per gli economisti *mainstream*. Steindl spiega questa stagione dei 'miracoli economici' in molti paesi (incluso il nostro) con l'accresciuto ruolo del governo nell'economia. Allo stesso tempo, il trasferimento tecnologico dagli Stati Uniti all'Europa ha permesso di aumentare la capacità produttiva più o meno di pari passo alla crescita della domanda (e dell'indebitamento). La successiva nuova crisi degli anni '70-'80 è, ancora una volta, conseguenza della crescita precedente, per la reazione che questa suscitò in molti paesi e tra gli economisti contro le rivendicazioni salariali, i diritti dei lavoratori e il *Welfare State*, cui si addossava la responsabilità dell'impennata inflazionistica, e per la crescita del risparmio delle famiglie che, anziché indirizzarsi verso gli investimenti, come il risparmio delle imprese, costituisce una riduzione netta della domanda aggregata.

Come nota Nina Shapiro nel suo contributo, la prospettiva keynesiana e marxiana di Steindl aiuta a spiegare molti aspetti anche della crisi scoppiata negli Stati Uniti nel 2007-2008. Opportunamente integrata da considerazioni legate all'instabilità del settore finanziario, fornisce una valida interpretazione delle sue cause di lungo periodo, sulla scorta di quanto fatto anche ad esempio da Sylos Labini ([2003] 2009) su questa rivista.³ Questa interpretazione sembra indicare che anche gli Stati

³ A questa interpretazione post-keynesiana si avvicinano anche i contributi neo-keynesiani che sottolineano tra le cause reali della crisi la crescita delle disuguaglianze, e in

Uniti, attualmente meno soggetti a crisi di fiducia dei mercati finanziari, siano ancora lontani da una vera soluzione della crisi, come mostra non solo la stagnante crescita dell'occupazione ma anche l'ulteriore peggioramento del debito pubblico e del debito estero. Data la perdurante strategia europea di una crescita trainata dalle esportazioni, le magre prospettive dell'economia americana sembrano dunque implicare che, a meno di cambiamenti di politiche sui due lati dell'Oceano Atlantico, le speranze per l'economia globale dipendono dal grado con cui le economie emergenti riusciranno a 'separarsi' (*decoupling*) dalle economie mature, per proseguire un autonomo percorso di sviluppo. Questa in definitiva è la stessa conclusione cui giungono le principali istituzioni internazionali (si veda ad esempio Commissione Europea, 2012a), sebbene sulla scorta di un'analisi economica del tutto differente, fondata, com'è uso nei modelli *mainstream*, sulla prevalenza delle variabili di offerta, e tra queste, almeno nel lungo periodo, in particolare quelle demografiche.

Tuttavia, questa interpretazione sembra meno calzante nella spiegazione della crisi nell'area dell'euro. Certamente aiuta a chiarire che il semplice livello del debito pubblico dei paesi periferici non ne è la causa, così come la semplice riduzione di questo livello non ne sarà la soluzione. Manca però di sottolineare i due aspetti principali della crisi in corso in Europa: l'aver creato una moneta unica senza uno Stato, e senza una banca centrale dotata dei normali poteri di politica monetaria (aspetti di cui ovviamente Steindl non poteva avere notizia, all'epoca); e la crescita degli squilibri delle bilance dei pagamenti all'interno dell'area dell'euro. E' quest'ultimo un aspetto cui Steindl dedica poche righe nel lavoro pubblicato in questo numero, per notare come un surplus strutturale della bilancia commerciale prima o poi rischia comunque di condurre a una crisi. Come egli stesso nota, però, “[l]e conseguenze negative implicate da [...] l'avanzo commerciale [...] richiederanno molto tempo prima di arrivare al punto in cui è richiesta urgentemente un'azione di contrasto” (p. **XX**). Ovvero, gli avanzi commerciali (o più in

particolare la crescita pluri-decennale della quota di reddito 'catturata' dai centili più alti della distribuzione: ad esempio Krugman (2007) o Stiglitz (2010).

generale delle partite correnti) rappresentano un problema molto meno pressante delle forme di sostegno della domanda aggregata fondate sull'indebitamento, pubblico o privato che sia.

Anzi, anche nel medio periodo il problema indicato da Steindl – la riduzione del tasso di crescita dovuta alla crescita delle rendite sul totale del reddito – potrebbe non porsi affatto, se le esportazioni crescono a un tasso sufficiente da garantire un'adeguata crescita della domanda. La conseguente riduzione della propensione media al consumo, come mostra la cosiddetta legge di Thirlwall, potrebbe anzi rappresentare un vantaggio, se a ridursi è anche la propensione all'importazione (Thirlwall, 2011).

Quindi, il limite principale della strategia neo-mercantilista, che molti ritengono essere una causa degli attuali squilibri dell'area dell'euro (ad esempio Hein, 2012), non è la sua prospettiva di breve respiro, come negli altri casi qui individuati – in particolare il caso 'americano' della crescita del debito delle famiglie – ma è la continua accumulazione di crediti verso l'estero che essa implica: crediti la cui esigibilità diviene man mano sempre più dubbia.⁴ In quest'ottica i debiti pubblici ed esteri dei paesi dell'euro-zona divengono rilevanti non solo in rapporto al PIL dei paesi debitori, come nelle analisi standard e nel dibattito politico, ma anche in rapporto al PIL e agli assets dei paesi creditori (rapporto che assume valore come misura della fragilità finanziaria).

All'inizio della crisi, come sottolineato ad esempio da D'Ippoliti e Roncaglia (2010), questi crediti esteri costituivano una quota importante e preoccupante, ad esempio, del settore bancario dei paesi 'centrali' dell'euro-zona. Da allora, le principali banche europee hanno direttamente o indirettamente trasferito una parte rilevante dei loro crediti verso la periferia dell'euro-zona alla Banca Centrale Europea (BCE), ai fondi pubblici EFSF e ESM, o ad altri operatori: tramite la cessione di titoli (in vendita o in garanzia come 'collaterale') o il mancato rinnovo dei crediti (o mancato riacquisto di titoli). Ancora più rilevante, da allora gli operatori dei paesi in surplus hanno tentato di evitare l'accumulo di

⁴ Escludendo le conseguenze indirette di tali politiche, in termini di riduzione della crescita potenziale della domanda aggregata a livello globale, probabile induzione di ritorsioni commerciali, crescita dei rischi di guerre valutarie, ecc.

ulteriori nuovi crediti verso i paesi periferici, conducendo al gonfiarsi dei bilanci delle banche centrali appartenenti al Sistema Europeo delle Banche Centrali (ESCB), mediante il sistema dei pagamenti internazionali interni all'area dell'euro noto come Target 2 (si veda ad esempio Cecioni e Ferrero, 2012). Ciononostante, come notano Montanaro e Tonveronachi (2012), la dimensione degli istituti di credito europei è ancora tale da costituire un elemento di fragilità per le nostre economie, anche quelle dei paesi centrali dell'euro-zona.

La criticità della situazione creditoria, e non solo debitoria, tra il 2009 e il 2010 ha certamente influenzato il tentativo di 'resistenza' alla crisi (Quadrio Curzio, 2011) tramite la preservazione ad ogni costo della liquidità degli Stati debitori: ad esempio impedendone un default fino all'estremo (e forse, nel caso greco, anche oltre). Per questo, per il futuro è fondamentale che dei progetti di unione bancaria europea – che allo stato attuale sembrano limitati a schemi di supervisione e vigilanza congiunta, e solo delle banche più grandi – sia parte anche un efficace strumento transnazionale di risoluzione degli operatori che dovessero entrare in crisi, in primis quelli bancari, e uno di garanzia sui depositi, come per ora solo auspicato nelle *Conclusioni* del Consiglio Europeo del 13-14 dicembre.

Queste riflessioni mostrano come la distinzione tra cause reali e cause finanziarie della crisi sia una falsa dicotomia. Ogni transazione reale ha un aspetto finanziario e, sebbene non ogni transazione finanziaria abbia un aspetto reale, la finanziarizzazione dell'economia nel suo complesso influisce sulla domanda aggregata (in senso positivo, per 'l'effetto ricchezza', che però nelle fasi di crisi diventa negativo) e sulla propensione media al consumo (in senso negativo, come sostenuto da Steindl, in conseguenza della redistribuzione del reddito, come visto sopra). Inoltre, nel caso specifico della crisi dell'euro, anche le dinamiche finanziarie che potremmo definire 'indipendenti' dalle sottostanti variabili reali, nel senso che non ne sono necessariamente una diretta conseguenza, sembrano muoversi nella stessa direzione di quelle reali: nel caso attuale, di 'smembramento' dell'area monetaria. E' il caso della speculazione sulla possibile frammentazione o uscita dall'area dell'euro di uno o più dei suoi Paesi membri, che a parere del governatore della

BCE è la causa principale dell'impennata dei rendimenti e degli *spreads* sui tassi d'interesse di questi paesi.⁵

L'asimmetria tra la sostenibilità di lungo periodo di debiti e crediti induce ad alcune riflessioni su questi ultimi, a complemento dell'analisi di Steindl sui primi. Si tratta di una duplice asimmetria: temporale, in quanto dubbi sulla solvibilità dei debitori possono indurre crisi di liquidità molto rapidamente; e di opzioni politiche, in quanto, come già Keynes sottolineò fortemente durante le trattative di Bretton Woods, i paesi in surplus strutturale possono sterilizzare l'accumulo di riserve e impedire così riflussi inflazionistici e perdita di competitività, mentre i paesi in deficit non possono impedire la perdita di riserve se non con grande difficoltà.

Per quanto riguarda il secondo tipo di asimmetria, nel contesto dell'area dell'euro la condivisione della stessa moneta e la perfetta libertà di movimento sia delle merci e dei servizi sia dei capitali rende la sterilizzazione delle riserve impossibile (perché la politica monetaria è unica) e non necessaria, ma solo fin tanto che i paesi in surplus sono disposti a rinnovare i loro crediti. Piuttosto saranno i bilanci del settore finanziario (*in primis* delle banche) a rispecchiare gli squilibri reali. Per questo, il processo di segmentazione dei sistemi finanziari europei su base nazionale viene visto dalle istituzioni che più si rifanno agli approcci monetaristi come la fonte di potenziali fenomeni inflazionistici nei paesi in surplus.⁶ Peraltro, tali timori sono probabilmente eccessivi, alla luce del fatto che potrebbe piuttosto darsi un'inflazione degli *assets* (che potrebbe almeno temporaneamente migliorarne ulteriormente le prospettive di crescita, senza danneggiarne la competitività). Questo scenario sembra reso più probabile dal fatto che la politica monetaria della BCE è tradizionalmente molto ostile all'inflazione dei prezzi dei beni di consumo, che le banche e gli operatori finanziari potrebbero optare per una riduzione della leva anziché un ampliamento del credito, e che nel principale paese in surplus, la Germania, esiste un cospicuo

⁵ Come sostenuto da Mario Draghi, ad esempio, nella periodica conferenza stampa di ottobre 2012.

⁶ E' il caso ad esempio dei crescenti timori dello svilupparsi di una bolla immobiliare in Germania.

esercito di riserva di disoccupati e soprattutto sotto-occupati (ad esempio tramite i cosiddetti *mini-jobs*) che ancora per molto potrebbe rallentare la crescita dei salari. Viceversa, per i paesi in deficit l'appartenenza all'area dell'euro peggiora la situazione, impedendo la possibilità di utilizzare il tasso di cambio come strumento di politica economica. Tale asimmetria risulta dunque, nel caso dell'euro, inasprita.

Per quanto riguarda l'asimmetria temporale, questa ha avuto nel caso dell'euro un forte impatto (quantomeno in termini di legittimazione) sulla strategia comunitaria di politica economica. Difatti, in applicazione del Regolamento UE 1176 del 2011, gli squilibri macroeconomici, in particolare dei paesi dell'area dell'euro, devono essere sorvegliati parallelamente alle finanze pubbliche, nell'ambito del semestre europeo e in particolare di quella che è stata chiamata la Procedura per gli squilibri macroeconomici (MIP, *Macroeconomic Imbalance Procedure*). Questa norma era stata fortemente voluta anche dal Governo italiano, deciso a controbilanciare politicamente, se non economicamente, l'alto debito pubblico italiano con gli alti risparmio e ricchezza privati. Inoltre, come notato altrove (D'Ippoliti, 2012), mentre a un livello 'basso' di dibattito politico la causa della crisi nell'area dell'euro veniva interamente addossata ai 'vizi' dei paesi con alto debito pubblico, al livello 'alto' del dibattito economico, in sede istituzionale e accademica, si riconosceva che gli squilibri delle bilance dei pagamenti hanno certamente giocato un ruolo fondamentale. A questo livello, perfino il Fondo Monetario Internazionale ha riconosciuto la nocività delle politiche di austerità ai fini della riduzione dei debiti pubblici, quantomeno se attuate da molti paesi contemporaneamente e in forma marcata (Blanchard e Leigh, 2013).⁷

Proprio la procedura di vigilanza macroeconomica ha però permesso di fornire nuova legittimazione alla politica di forte austerità simultanea, almeno in tutti i paesi in deficit delle partite correnti: nella misura in cui il

⁷ Occorre d'altra parte rilevare che, in una risposta pubblica a due eurodeputati, il governatore Mario Draghi ha sostenuto che, a differenza del Fondo Monetario Internazionale, la BCE non ritiene di avere in qualche modo errato nelle previsioni o utilizzato modelli macroeconomici fuorvianti: si vedano le lettere disponibili agli indirizzi http://www.ecb.int/pub/pdf/other/20121204_kratsa-tsagaropoulou.en.pdf e http://www.ecb.int/pub/pdf/other/20121204_melo.en.pdf

crollo della domanda aggregata in questi paesi ne ha ridotto oltre ai consumi anche le importazioni, con ricadute negative sulle esportazioni dei paesi centrali, ha contribuito in qualche misura a un riequilibrio delle bilance dei pagamenti dei paesi dell'area dell'euro (si veda ad esempio il citato Commissione Europea, 2012a). Si tratta ovviamente di un riequilibrio 'verso il basso', ovvero corrispondente a un livello di minori domanda aggregata, reddito e occupazione in tutti i paesi coinvolti, e che peraltro si basa su un aggiustamento dei trasferimenti anziché su un riequilibrio dei divari di competitività, ma nondimeno – fintanto che si ragioni in termini di saldo netto delle partite correnti, anziché delle sue componenti – risulta effettivamente un progresso nella direzione indicata dal citato Regolamento UE. Oltre al suo *bias* deflazionistico, è discutibile anche la sostenibilità di tale approccio, in quanto è abbastanza probabile che – in assenza di significativi aggiustamenti strutturali – un'ipotetica e per ora lontana ripresa della crescita nei PIIGS porterebbe rapidamente a un nuovo deterioramento del loro saldo delle partite correnti.

Come detto, l'asimmetria temporale tra la sostenibilità di debiti e crediti ha giocato un forte ruolo nell'adozione di questa strategia, in quanto nella sua prima applicazione (Commissione Europea, 2012b) la MIP ha preso in considerazione come "soggetti a uno squilibrio delle partite correnti" solo alcuni paesi dell'area dell'euro, tutti con deficit delle partite correnti.⁸ Questa asimmetria politica è stata giustificata dalla Commissione Europea (che ha il potere/dovere di predisporre le analisi economiche per le successive *Raccomandazioni* del Consiglio) sulla base della diversa urgenza e gravità dei surplus rispetto ai deficit. Così, la Commissione ha deciso di considerare convenzionalmente come in una condizione di squilibrio quei paesi che presentano un deficit delle partite correnti uguale o superiore al 4% del PIL, e quelli con un surplus uguale o superiore al 6%. La diversa soglia ha permesso, non casualmente, di trascurare tutti i paesi in surplus. Evidentemente, considerare i surplus

⁸ I dodici paesi considerati a rischio nel 2012, e quindi per cui è stato realizzato uno studio più approfondito da parte della Commissione Europea sono: Belgio, Bulgaria, Danimarca, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Ungheria, Slovenia, Finlandia, Svezia e Regno Unito. Tra questi, solo la Svezia è stata indicata (anche) per via del suo surplus delle partite correnti, ma come è noto tale paese non fa parte dell'area dell'euro.

come meno urgenti o meno problematici dei deficit richiede l'ipotesi che essi non siano una concausa dei deficit. Inoltre, richiede di ignorare a priori ogni argomentazione in favore di un riequilibrio 'cooperativo' delle bilance dei pagamenti, in cui cioè l'onere del riportare le partite correnti in pareggio non ricada esclusivamente sui paesi in deficit. In effetti, nelle *Raccomandazioni* del Consiglio Europeo del 6 luglio 2012 è presente in tal senso solo un incoraggiamento alla Germania a "creare le condizioni perché i salari crescano in linea con la produttività" (dunque a non aumentare la sua competitività, misurata dal costo del lavoro per unità di prodotto, piuttosto a tenerla costante), sebbene non siano indicate misure concrete in tal senso, e vi sia inoltre una raccomandazione allo stesso paese di ridurre ulteriormente il cuneo fiscale sul lavoro, dunque in direzione opposta a quanto auspicabile.

Esistono dunque forti ragioni per ritenere che nella sua prima applicazione la Procedura per gli squilibri macroeconomici ha violato lo spirito, se non la lettera, del Regolamento UE 1176/2011 e ha ribadito il principio che ogni paese deve risolvere autonomamente i 'suoi' problemi. Per il 2013, la proposta della Commissione Europea (2012c) è di includere 14 paesi sotto osservazione.⁹ Di questi, solo per i Paesi Bassi (e per la Svezia, fuori dall'area dell'euro) si segnalano potenziali rischi derivanti dal surplus delle partite correnti.

L'importanza della questione non è solo distributiva, all'interno dell'area dell'euro, né solo del livello della domanda aggregata nel complesso dell'area – punti ovviamente di importanza centrale. Il modo in cui verranno risolti gli squilibri delle bilance dei pagamenti interni all'area dell'euro determinerà anche il ruolo che l'euro potrebbe o dovrebbe assumere nel sistema monetario internazionale. La Commissione Europea ha recentemente realizzato un nuovo rapporto (2012d), come documento preparatorio per il secondo anno della MIP, rapporto tardivamente (perché appunto in ritardo di un anno) focalizzato sui paesi in surplus delle partite correnti. Nel documento, spiega che una delle principali ragioni per cui non intende consigliare politiche

⁹ Si tratta di Belgio, Bulgaria, Danimarca, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Ungheria, Malta, Paesi Bassi, Slovenia, Finlandia, Svezia e Regno Unito.

reflazionistiche, forti aumenti della domanda aggregata o altre forme di perdita di competitività ai paesi centrali non è un malinteso egoismo nei confronti di quelli periferici, ma piuttosto il desiderio non far perdere competitività all'area dell'euro nel suo complesso, rispetto al resto del mondo. Infatti, se si realizzasse una correzione simmetrica degli squilibri, quindi con un forte sforzo anche nei paesi in surplus, la previsione della Commissione è che si avrebbe una perdita di competitività in questi ultimi, senza un significativo miglioramento per i paesi in deficit.

Il documento esprime chiaramente l'opinione che l'area dell'euro nel suo complesso, o perfino l'intera Unione Europea, debba puntare a un surplus della bilancia dei pagamenti (*ibid.*, ad esempio p. 13 e pp. 99-114). A parte il rimando a generiche "condizioni strutturali" dell'economia, l'unica motivazione fornita per questa opinione è il fine di accumulare crediti verso il resto del mondo in vista del processo prevedibile di ulteriore invecchiamento della popolazione (nuovamente, implicita è l'ipotesi di decoupling dei sentieri di crescita delle aree del mondo caratterizzate da diversi *trend* demografici). A questo fine, il modo in cui la Commissione Europea propone di superare gli squilibri interni all'area dell'euro sono sostanzialmente tre: l'aumento moderato della domanda aggregata nei paesi in surplus (che però suppone derivare da riforme strutturali nel settore dei servizi), l'incremento dei flussi di investimenti diretti esteri dai paesi in surplus ai paesi in deficit (al fine di finanziare i deficit in forme diverse dall'indebitamento) e il miglioramento della competitività di costo dei paesi in deficit.

Affrontando il tema degli squilibri delle bilance dei pagamenti a livello globale (*ibid.*, p. 114), il rapporto afferma che gli sviluppi nell'area dell'euro dipendono (sottointeso: esclusivamente) da come questi squilibri saranno risolti tra gli Stati Uniti e l'estremo oriente. Il tasso di cambio dell'euro non è considerato come sopravvalutato né sottovalutato. La questione dell'influenza di un surplus strutturale dell'intera area dell'euro sulle altre economie mondiali è totalmente ignorata.

Nel complesso questa posizione, che potremmo chiamare della 'grande piccola economia aperta', immagina l'Europa come un'economia che cresce al traino delle altre, grazie alle esportazioni, ma senza così

facendo contribuire a modificare la stessa economia mondiale. E, potremmo aggiungere, senza nemmeno aspirare a modificarla. Infatti, se dovesse essere confermata dal Consiglio Europeo, questa strategia implica considerare l'area dell'euro come una piccola economia aperta (quando invece è la maggiore del mondo, per PIL aggregato), e rinunciare a proporre l'euro come una moneta di riserva internazionale. Questo passaggio infatti richiederebbe, com'è noto, la tolleranza verso un deficit delle partite correnti (Triffin, 1954). Inoltre, questa posizione implica un'ipotesi di *ceteris paribus* nei confronti del resto dell'economia mondiale, dove invece paesi rilevanti come la Cina seguono anch'essi strategie di crescita trainata dalle esportazioni, rendendo sempre più difficile il perseguimento di tali politiche per gli altri. Come già accennato, nell'attuale contesto di guerra valutaria l'ipotesi di mancanza di ritorsioni sembra particolarmente curiosa.

Del resto, come nota ad esempio Eichengreen (2012), le prospettive dell'euro di rimpiazzare a breve il dollaro – già minate dall'assenza dell'importante piazza finanziaria di Londra al suo interno – sono state ulteriormente ridimensionate dalla lentezza e inadeguatezza della risposta di politica economica alla crisi che ha attraversato l'area, che tuttora non fuga del tutto i timori circa il suo dissolvimento, e che in generale non trasmettono un'immagine e non generano aspettative di solidità e stabilità. Questo avviene contemporaneamente a una politica monetaria che invece, sin dalla costituzione dell'euro, si è consistentemente mostrata relativamente più restrittiva di quella degli altri principali paesi sviluppati, infliggendo dunque (in particolare ai paesi periferici e meno competitivi, che non beneficiano di tassi d'interesse reali negativi) i costi di una moneta forte, senza i vantaggi che ne potrebbero derivare.

Per questo sembra fondamentale che anche a livello 'basso' del dibattito di politica economica, e a maggior ragione al livello istituzionale e accademico, la discussione non verta tuttora sul confronto di costi e benefici derivanti dalla permanenza o abbandono della moneta unica (con stime rilasciate da istituti finanziari non del tutto neutrali rispetto a tale scelta, come il gruppo UBS, o Bank of America Merrill Lynch), ma si sposti finalmente sulla questione di quale politica l'area dell'euro nel suo

complesso dovrebbe perseguire, nell'interesse – probabilmente spesso non confligente – di tutti i paesi che vi sono parte.

BIBLIOGRAFIA

- BLANCHARD O. e LEIGH D. (2013), “Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers”, *IMF Working Paper*, n. 13/1, International Monetary Fund, Washington (DC).
- CECIONI M. e FERRERO G. (2012), “Determinants of TARGET2 imbalances”, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional papers)*, n. 136, Banca d'Italia, Roma.
- COMMISSIONE EUROPEA (2012a), “European Economic Forecast. Autumn 2012”, *European Economy*, n. 7, Commission Staff Working Document, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Brussels.
- (2012b), *REPORT FROM THE COMMISSION: Alert Mechanism Report. Report Prepared in Accordance with Articles 3 and 4 of the Regulation on the Prevention and Correction of Macro-economic Imbalances*, COM(2012) 68 final, Brussels, 14 febbraio.
- (2012c), *REPORT FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE COUNCIL, THE EUROPEAN CENTRAL BANK, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE, THE COMMITTEE OF THE REGIONS AND THE EUROPEAN INVESTMENT BANK on the Alert Mechanism Report 2013, Prepared in Accordance with Articles 3 and 4 of the Regulation on the Prevention and Correction of Macroeconomic Imbalances*, COM(2012) 751 final, Brussels, 28 novembre.
- (2012d), “Current Account Surpluses in the EU”, *European Economy*, n. 9, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Brussels.
- CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA (2012), “COUNCIL RECOMMENDATION on the National Reform Programme 2012 of Germany and Delivering a Council Opinion on the Stability Programme of Germany, 2012-2016”, *Legislative Acts and Other Instruments*, UEM 210, ECOFI 584, SOC 561, COMPET 429, EV 525, EDUC 202, RECH 265, EER 294, Brussels, 6 luglio 2012.
- CORSI M. (2012), “Steindl on Stochastic Processes”, *PSL Quarterly Review*, vol. 65 n. 261, pp. 151-166.
- D'IPPOLITI C. (2012), “Introduzione: la ritirata del neoliberismo?”, *Moneta e Credito*, vol. 65 n. 259, pp. 183-192.
- EICHENGREEN B.J. (2012), *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Oxford University Press, New York.
- GALLINO L. (2012), *La lotta di classe dopo la lotta di classe*, Laterza, Roma-Bari.
- GUGER A. e WALTERSKIRCHEN E. (2012), “Josef Steindl's Life and Work in Austria”, *PSL Quarterly Review*, vol. 65 n. 261, pp. 135-149.
- HEIN E. (2012), “Finance-Dominated Capitalism, Re-Distribution, Household Debt and Financial Fragility in a Kaleckian Distribution and Growth Model”, *PSL Quarterly Review*, vol. 65 n. 260, pp. 12-51.
- KRUGMAN P. (2007), *The Conscience of a Liberal*, W.W. Norton, New York.
- MONTANARO E. e TONVERONACHI M. (2012), “Financial Re-regulation at a Crossroads:

- How the European Experience Strengthens the Case for a Radical Reform Built on Minsky's Approach", *PSL Quarterly Review*, vol. 65 n. 263, pp. 335-383.
- PERROTTA C. e SUNNA C. (2012), *L'arretratezza del Mezzogiorno. Le idee, l'economia, la storia*, Bruno Mondadori, Milano-Torino.
- QUADRIO CURZIO A. (2011), "Economie in crisi: Eurolandia dalla resistenza alla ricostruzione", *Moneta e Credito*, vol. 64 n. 254, pp. 105-114.
- RONCAGLIA A. (2012a), "Josef Steindl, the Trieste School and the *BNL Quarterly Review*", *PSL Quarterly Review*, vol. 65 n. 261, pp. 113-116.
- (2012b), "Note bibliografiche: Gallino, L. (2012), *La lotta di classe dopo la lotta di classe*, Laterza, Roma-Bari. ISBN 9788842096726 (€12)", *Moneta e Credito*, vol. 65 n. 260, pp. 335-339.
- ROTHSCHILD K.W. (2012), "Roots – Reflections on Josef Steindl's First Article in and Economic Journal", *PSL Quarterly Review*, vol. 65 n. 261, pp. 117-133.
- SAMUELSON P.A. (1958), "An Exact Consumption-Loan Model of Interest with or without the Social Contrivance of Money", *Journal of Political Economy*, vol. 66, pp. 467-482.
- SHAPIRO N. (2012a), "Josef Steindl: un economista del suo tempo", *Moneta e Credito*, vol. 65 n. 260, pp. 293-315.
- (2012b), "Joseph Steindl: An Economist of His Times", *PSL Quarterly Review*, vol. 65 n. 261, pp. 167-187.
- STEINDL J. (1952), *Maturity and Stagnation in American Capitalism*, Blackwell, Oxford.
- (2012a), "La domanda effettiva nel breve e nel lungo periodo", *Moneta e Credito*, vol. 65 n. 260, pp. 317-327.
- (2012b), "Reflections on the Present State of Economics", *PSL Quarterly Review*, vol. 65 n. 261, pp. 199-212. Originariamente pubblicato come Steindl J.A. (1984), "Reflections on the Present State of Economics", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, vol. 37 n. 148, pp. 3-14.
- STIGLITZ J. (2010), *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*, W.W. Norton, New York.
- SYLOS LABINI P. (2009), "Le prospettive dell'economia mondiale", *Moneta e Credito*, vol. 62 n. 245-248, pp. 61-89. Originariamente pubblicato come Sylos Labini P. (2003), "Le prospettive dell'economia mondiale", *Moneta e Credito*, vol. 56 n. 223, pp. 267-294.
- THIRLWALL A.P. (2011), "Balance of Payments Constrained Growth Models: History and Overview", *PSL Quarterly Review*, vol. 64 n. 259, pp. 307-351.
- TRIFFIN R. (1954), "International Currency and Reserve Plans", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, vol. 7 nn. 28-29, pp. 5-22.
- ZAMAGNI V. (2012) "Note bibliografiche: Perrotta C. e Sunna C. (2012), *L'arretratezza del Mezzogiorno. Le idee, l'economia, la storia*, Bruno Mondadori, Milano-Torino, pp. 306, ISBN: 9788861596917, 22 €", *Moneta e Credito*, vol. 65 n. 260, pp. 329-334.