

Introduzione: l'Unione Europea è “mammona”

CARLO D'IPPOLITI*

Dopo il numero speciale su Luigi Spaventa (Roncaglia, 2013a), riprende la normale attività della nostra rivista. Dalla pubblicazione del precedente numero ordinario vi sono state numerose novità nella politica economica nazionale, con la presentazione della Legge di Stabilità per gli anni 2014-2016, ed europea, con crescenti tensioni internazionali dentro e fuori l'Europa e piccoli progressi verso un'unione bancaria europea e un trattato di libero scambio tra Stati Uniti d'America e Unione Europea.

Sul primo fronte, quello nazionale, il Governo Italiano ha predisposto una strategia di politica economica sostanzialmente in linea con il governo precedente, basata sul rispetto dei vincoli formali dettati da norme europee (il Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea, TFEU) o trattati internazionali (come il cosiddetto Fiscal Compact).

All'interno di tali vincoli, si sono cercati margini di flessibilità, tramite quelle che diversi commentatori hanno considerato sopravvalutazioni delle entrate o sottostime delle uscite.¹ Simili margini, così come operazioni giornalmisticamente definite di “contabilità creativa” – come ad esempio le cessioni di attività alla Cassa Depositi e Prestiti, formalmente registrate come privatizzazioni – sono stati adottati per la verità anche dal precedente governo, e quindi appare scorretto attribuire solo a quello un eccesso di rigore o solo a questo il tentativo di aggirarlo.

Sia perché il calcolo del deficit permette maggiore flessibilità contabile di quello del debito, sia perché nel rapporto tra debito e PIL si è

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

¹ Ad esempio tramite la previsione di una cospicua riduzione degli spread sui tassi d'interesse dei titoli decennali rispetto a quelli tedeschi: a 200 punti base nel 2014, 150 nel 2015 e 100 a partire dal 2016; previsioni di crescita del PIL reale superiori a quelle della Commissione Europea, dell'OCSE e del Fondo Monetario Internazionale (per il 2014, previsto un +1% anziché +0,7/0,8%); la mancata inclusione di alcune spese che realisticamente emergeranno nel 2014 (come il finanziamento della Cassa Integrazione in Deroga e delle missioni militari internazionali); e l'inclusione di alcune entrate considerate poco realistiche (ad esempio le entrate da dismissioni per ben un punto percentuale di PIL ogni anno).

di fatto già accettata una deviazione da parte dei paesi europei – per escludere dal relativo computo i contributi nazionali ai fondi europei di salvataggio e in particolare all’European Financial Stability Fund, EFSF – la continuità nella politica economica italiana risiede anche nel particolare approccio fondato sull’“austerità” dei conti pubblici solo per quanto attiene il rapporto deficit/PIL (sia esso strutturale o no). Per questo, nell’ambito della verifica preventiva da parte della Commissione Europea dei percorsi nazionali di “risanamento” delle finanze pubbliche, prevista dai nuovi accordi sul governo economico dell’UE denominati *Six Pack* e *Two Pack*, l’Italia è stata criticata per l’insufficiente riduzione del debito pubblico (Commissione Europea, 2013a). Per la verità, la *Nota di Aggiornamento del Documento di Economia e Finanza 2013* prevede perfino un leggero aumento del rapporto debito/PIL, anche al netto delle poste straordinarie citate sopra: dal 133% al 133,2%, nonostante il presunto rigore nelle finanze pubbliche.

Per questo, occorre ribadire che le critiche della Commissione Europea sono del tutto corrette: come più volte notato su questa rivista e sulla consorella *PSL Quarterly Review* (ad esempio da Cozzi, 2013; Roncaglia, 2013b; 2013c), in un ambito di recessione o comunque bassa crescita del PIL reale, bassa inflazione, e alti tassi d’interesse sul debito, anche un avanzo primario non conduce necessariamente a una riduzione del rapporto tra debito e PIL, soprattutto per un paese con un alto debito pubblico come l’Italia (Pasinetti, 1998). Si tratta della ben nota impossibilità di migliorare il bilancio dello Stato con misure che deprimono l’economia, che ha portato a una crescita del rapporto debito/PIL sia per l’area dell’euro (EZ) sia per l’intera UE, come mostrato nella figura 1. Nel frattempo queste misure (assieme alla mancata crescita delle altre fonti di domanda) hanno portato a un calo dell’occupazione, mostrato in figura 2, e alla crescita della povertà, con il tasso di “rischio di povertà o esclusione sociale” che, nel 2012, ha raggiunto per l’Italia il 29,9%.

Figura 1 – *Debito pubblico lordo consolidato, in percentuale del PIL*

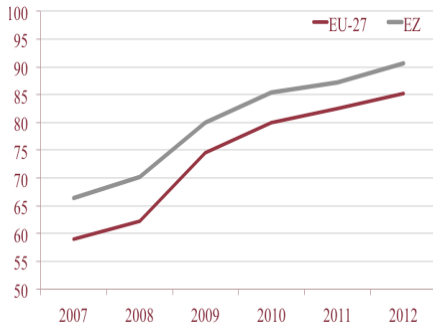
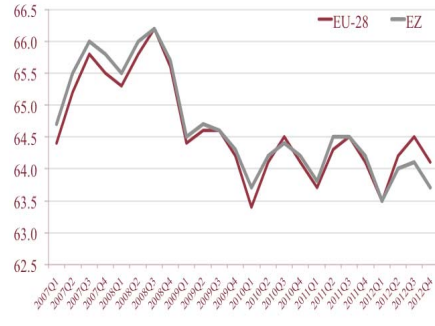


Figura 2 – *Tasso di occupazione medio (%)*

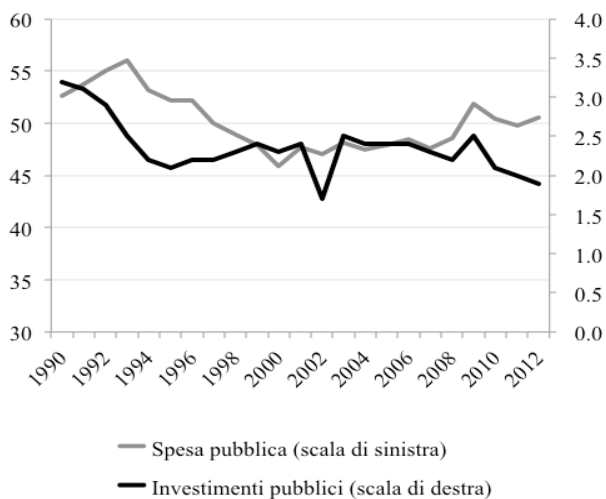


Fonte: Eurostat.

Con la manovra di finanza pubblica tuttora in discussione, la risposta del Governo Italiano alle critiche europee è stata di potenziare le misure per la riduzione della spesa pubblica (tramite la cosiddetta *spending review*) e di sottolineare il potenziale impatto positivo del rimborso dei debiti commerciali delle pubbliche amministrazioni e, soprattutto, della riduzione del cuneo fiscale. Quest'ultima, tramite la riduzione di alcune imposte dirette e indirette sul lavoro, sembra essere la principale strategia per la crescita, sebbene sia stata criticata per le scarse risorse impegnate e per l'eccessiva diluzione nel tempo (Pini, 2013).

Già D'Ippoliti e Roncaglia (2011) su questa rivista sottolineavano però che la progressiva perdita di competitività del nostro paese è dovuta principalmente a un tasso d'inflazione basso, ma sistematicamente superiore alla media europea, e soprattutto al pluridecennale ristagno della produttività media. Dunque, più che la riduzione del costo nominale del lavoro, appare urgente il rilancio di misure per la concorrenza e l'innovazione nei settori industriali e dei servizi. Per questo, appare particolarmente preoccupante un aspetto finora poco considerato nel dibattito di politica economica: il ruolo fondamentale che nella riduzione della spesa pubblica ha avuto, e continua ad avere, la riduzione degli investimenti (figura 3).

Figura 3 – Spesa pubblica in Italia, in percentuale del PIL



Fonte: Eurostat, aggregati “General government total final expenditure” e “General government expenditure for fixed capital formation”.

Se nel medio-lungo periodo gli investimenti (sia pubblici che privati) sono fondamentali, nel breve periodo la produttività media è un indicatore pro-ciclico (Corsi e D’Ippoliti, 2013). L’attuale depressione della domanda non permette dunque sostanziali recuperi di competitività, se si escludono ancora più notevoli riduzioni dell’occupazione. D’Ippoliti e Roncaglia (2011) aggiungono però che, dato il contesto istituzionale, i margini per stimoli della domanda aggregata a livello nazionale, seppur non inesistenti, sono pochi. Il problema è dunque intimamente legato al secondo ambito della politica economica richiamato sopra, quello europeo.

Ad esso sono dedicati due lavori del presente numero: di Elisabetta Montanaro (2013) e Mario Tonveronachi (2013a), in particolare sul progetto di unione bancaria europea. Il tema della supervisione e regolazione bancaria è di importanza cruciale in questa fase che, come nota Sarcinelli (2013a) in questo numero, per molti versi ricorda – ma su

scala europea anziché nazionale – i problemi di regolazione del credito nella fase di ricostruzione dell'economia post-bellica.

Infatti, se riconosciamo che la crisi dell'eurozona è contemporaneamente una crisi di bilance dei pagamenti e una crisi bancaria, vediamo subito che i due ambiti sono intimamente legati. Da un lato, diversi autori vedono nei flussi di capitale, e in particolare nella crescita di attività bancarie internazionali dovute alla convergenza dei tassi d'interesse, l'origine di bolle finanziarie o immobiliari nei paesi periferici dell'eurozona, che a loro volta sono una causa dei deficit delle partite correnti (si veda ad esempio Cesaratto, 2012). D'altro lato, forti movimenti di capitali sono stati necessari per finanziare l'accumularsi di divergenze reali, e innegabilmente oltre a problemi di 'assorbimento' della domanda esiste anche una divergenza nelle competitività dei paesi europei (Brancaccio, 2008). I due punti di vista non sono mutualmente esclusivi, e inoltre con lo scoppio della crisi ad essi si aggiunge una nuova dinamica nel settore bancario, il *deleveraging*, come principale canale di recessione.

A fronte di queste dinamiche, possiamo riassumere l'impostazione dei responsabili di politica economica europei di fronte alla crisi, sulla base di alcune grandi direttrici. La prima è l'imperativo categorico di evitare default totali o parziali, sia degli operatori finanziari che degli Stati. L'impossibilità di lasciar fallire i grandi e interconnessi istituti finanziari è un'evidente manifestazione del problema del *too-big-to-fail* (Masera, 2010; Kregel, 2011) che, come sottolinea Tonveronachi (2013a; 2013b) non è affatto risolto dall'attuale approccio prudenziale alla regolazione bancaria. Poiché gli standard regolatori stabiliti dal Comitato di Basilea includono vantaggi espliciti e impliciti per i soggetti più grandi (vantaggi cui negli Stati Uniti si è cercato di porre un limite: Masera, 2013), e poiché l'approccio complessivo si basa sulla decisione di lasciare alle forze del mercato la determinazione della morfologia del settore, è evidente che anche le nuove norme europee alla base dell'unione bancaria non risolvono questo grave problema. Per ora, si è lasciato alle finanze pubbliche nazionali il peso di eventuali salvataggi bancari, decisione che in diversi casi (Islanda, Irlanda, Cipro, in parte Spagna e Regno Unito) ha portato a crisi dei debiti pubblici dei relativi

paesi. Il principio – in sé condivisibile – che non siano i contribuenti a pagare per la cattiva regolazione del settore bancario ha così assunto inappropriate connotazioni nazionalistiche.

D'altro lato, la decisione di evitare ogni sospetto di default dei titoli di Stato europei discende invece dall'architettura istituzionale dell'area dell'euro (D'Ippoliti, 2012a; 2012b). Infatti, poiché alla Banca Centrale Europea (BCE) è fatto divieto di acquistare titoli di Stato dell'area, la determinazione dei relativi tassi di interesse è interamente lasciata al mercato, e di conseguenza diviene fondamentale mantenere e coltivare la fiducia degli investitori. La ristrutturazione della parte di debito pubblico greco detenuta da privati non costituisce un vero disconoscimento del principio generale, per le dimensioni tutto sommato marginali del debito e dell'economia greca rispetto all'aggregato europeo (sebbene potenzialmente dirompenti dal punto di vista del contagio reputazionale), ma soprattutto perché fu sin dal principio presentata come un'eccezione unica e irripetibile (Evans-Pritchard, 2012).

Poiché però il debito delle istituzioni finanziarie è doppiamente legato con il debito pubblico (sia perché le banche investono una grande quota del portafoglio in titoli pubblici, sia perché gli Stati nazionali devono salvare le banche schiacciate da eccessivo debito: Fratianni e Marchionne, 2010),² la decisione di non ristrutturare nessuno dei due debiti ha avuto come risultato inevitabile il *deleveraging* contemporaneo del settore pubblico e di quello privato. Oltre a produrre recessione, questo fenomeno ha rapidamente portato all'impossibilità di rifinanziare il debito di diversi Stati europei (in alcuni casi, come detto, gravati anche dagli oneri straordinari dei salvataggi bancari), cui si è fatto fronte con due fondi europei di salvataggio (l'EFSF prima, lo European Stability Mechanism, o ESM, poi) e con interventi straordinari della BCE. La strategia europea di austerità fiscale è dunque una necessaria conseguenza delle limitazioni statutarie agli interventi della BCE (D'Ippoliti, 2012a) e della decisione politica di evitare ogni ristrutturazione dei debiti.

Un risultato di questa impostazione è l'aver spostato molte perdite potenziali dalle imprese finanziarie a organismi pubblici nazionali o

² Ma come mostra la crisi, fondamentalmente anche perché i bilanci di entrambe le categorie di soggetti sono legati all'andamento delle economie sottostanti.

internazionali, incluso il Fondo Monetario Internazionale (IMF) che, per la prima volta, rischia seriamente di non ottenere indietro l'intero ammontare di un prestito concesso (alla Grecia: Mody, 2013). Questa prospettiva potrebbe finalmente aprire la strada a una riforma della *governance* dell'IMF, dal momento che difficilmente i paesi emergenti potrebbero tollerare la concessione all'Europa di ciò – la ristrutturazione di prestiti ufficiali con perdite per l'IMF – che non è mai stato concesso ai ben più poveri paesi in via di sviluppo. Anche per questo, così come per evitare perdite nominali in capo alla BCE, lo scenario di un aperto riconoscimento di tali perdite appare poco probabile, a favore piuttosto di un lungo periodo di "*extend and pretend*".

La seconda direttrice alla base della strategia europea è che la competizione, affievolita se non negata per le imprese – quantomeno quelle finanziarie, di cui come si è visto per via del contesto istituzionale non è possibile il fallimento – rimane il principio che domina l'interazione tra paesi membri. Si è infatti escluso che una soluzione agli squilibri delle partite correnti tra paesi europei possa passare per trasferimenti di risorse, in qualsiasi forma, dai paesi in surplus a quelli in deficit delle partite correnti. Questo include non solo trasferimenti fiscali, come sarebbero ad esempio implicati da schemi europei di assicurazione o assistenza sociale, quale ad esempio un sussidio europeo di disoccupazione (come proposto tra gli altri da Sarcinelli, 2013b), ma anche ogni forma di mutualizzazione dei debiti pubblici (Sarcinelli, 2013c) così come l'utilizzo di risorse comuni per la ricapitalizzazione delle banche in difficoltà o per l'ordinata risoluzione delle crisi bancarie. Analogamente, si è di fatto rinunciato a qualsiasi tentativo di rendere simmetrica la reazione agli squilibri macroeconomici, con l'adozione di politiche espansive da parte dei paesi in surplus di bilancia dei pagamenti, come a suo tempo proposto da Keynes a Bretton Woods (Roncaglia, 2005).

Come segnala Tonveronachi nel presente fascicolo, senza uno schema di condivisione del rischio l'unione bancaria parte già incompleta e largamente carente. Data la forte difficoltà in cui versano molti istituti di diversi paesi, appare infatti pleonastico prevedere la creazione di fondi finanziati da apposite contribuzioni degli istituti bancari stessi, che

diverrebbero operativi a livello veramente comunitario solo nel 2016, e sufficientemente capienti, forse solo ancora dopo. La conseguenza di quanto detto finora è che, come nota anche Montanaro (2013), l'unione bancaria europea, per come si sta delineando, né risolve la crisi attuale né previene efficacemente crisi future.

L'accordo appena raggiunto in seno al Consiglio Europeo, che ancora richiede l'approvazione del Parlamento Europeo, prevede infatti che nella fase transitoria in attesa della costituzione di un unico fondo di salvataggio, siano ancora gli Stati membri a procedere ad eventuali ricapitalizzazioni (ovviamente dopo il *bail-in*) e in ultima istanza, ma con modalità ancora da definire, l'ESM ma solo tramite prestiti. Inoltre, anche dal 2016, per utilizzare più del 20% delle sue risorse avrebbe bisogno di una maggioranza qualificata di paesi membri, il cui voto sarebbe ponderato per le quote nel capitale sociale della BCE: quindi, sostanzialmente, con un potere di veto del blocco 'centrale', composto da Germania, Olanda e Finlandia.

D'altro lato, come notano Tonveronachi e Montanaro nei loro contributi, dal momento in cui la supervisione bancaria passerà in capo alla BCE il fallimento di qualche grande gruppo bancario implicherebbe per la banca centrale un costo reputazionale troppo alto; c'è quindi da attendersi che, nuovamente, la risoluzione della crisi attuale (dei *'legacy assets'*) potrebbe di nuovo passare per interventi "non convenzionali" della BCE. Un tale scenario, non implicando un diretto coinvolgimento del 'contribuente tedesco' e date le forti spinte deflazionistiche in molti paesi europei, sembra quello con maggiori possibilità di ottenere un accordo politico europeo. Tuttavia, esso dimostrerebbe un primo ambito (del secondo si dirà sotto) di subalternità culturale europea, in un contesto in cui le conseguenze in termini di *asset inflation* delle politiche monetarie statunitensi sono ampiamente dibattute, mentre le conseguenze globali delle politiche europee non lo sono quasi affatto, nonostante le dimensioni dei bilanci della BCE e della Federal Reserve non siano così diverse.

Sempre nell'ottica della competizione tra paesi, si è esclusa ogni forma di coordinamento delle politiche fiscali (a meno che non vogliamo considerare 'coordinamento' l'applicazione uniforme della stessa politica

in tutti i paesi contemporaneamente), così come di quelle sociali e/o tributarie: addirittura all'Irlanda è stato permesso di accedere ai fondi dell'EFSF senza alcuna condizionalità in merito al *dumping* fiscale di cui il paese è protagonista contro i suoi stessi partner europei. Si è infine deciso (Commissione Europea, 2013b) che l'auspicato ritorno della crescita economica debba passare interamente ed esclusivamente per la deflazione nei paesi in deficit delle partite correnti. Del resto, l'origine di questi deficit viene unilateralmente identificata nella bassa competitività di prezzo delle imprese di questi paesi, senza dunque particolare riguardo per il ruolo che proprio il settore bancario e i flussi internazionali di capitale dentro l'area dell'euro hanno avuto nella creazione degli squilibri macroeconomici (ruolo richiamato sopra), e di conseguenza sottovalutando uno degli aspetti centrali nella futura supervisione macroprudenziale del settore bancario europeo.

Come notano ad esempio OFCE, IMK e ECLM (2013) e EuroMemo Group (2013) la deflazione produce recessione, ma questa viene vista dai *policy-makers* europei come un male temporaneo, necessario a produrre l'urgente aggiustamento macroeconomico, anche sulla scorta di stime econometriche secondo cui politiche reflattive nei paesi in surplus non produrrebbero un forte aumento della domanda nei paesi in deficit (diffuse tramite *working papers* della Commissione Europea: in 't Veld, 2013; e della Bundesbank: Herrmann e Jochem, 2013). Si cerca così di rispondere alle crescenti pressioni internazionali, spesso non 'protocollari', in particolare sulla Germania: ad esempio da parte del Fondo Monetario Internazionale (2013) o del Dipartimento del Tesoro americano (U.S. Department of the Treasury, 2013)

Anche a livello europeo, a seguito di una recente revisione delle stime della Bundesbank, è emerso che la Germania ha presentato un avanzo "eccessivo" del saldo delle partite correnti, per sei anni consecutivi, perfino secondo la generosa definizione della Commissione Europea, che nello *scoreboard* della Procedura sugli Squilibri Macroeconomici (MIP) definisce come eccessivi i deficit che superano il 4% del PIL e, in maniera asimmetrica, i surplus che superano il 6% (D'Ippoliti, 2012a). Con l'*Alert Mechanism Report 2014*, quindi, la Germania è stata inclusa tra i paesi oggetto di analisi approfondita, a

seguito della quale la Commissione potrà decidere l'archiviazione del caso (se non riterrà che lo squilibrio rappresenti un problema per l'UE) o preparare per il Consiglio Europeo di luglio delle Raccomandazioni formali. Tuttavia, a conferma di quanto detto sopra, il commissario Rehn (2013), che aveva anticipato la decisione della Commissione di un paio di giorni, ha già anticipato che ad ogni modo le Raccomandazioni più verosimili sarebbero una riduzione delle imposte sul lavoro e dei contributi sociali (cosa che per la verità farebbe aumentare ancor di più la competitività di costo delle imprese tedesche) e liberalizzazioni nel settore dei servizi: due raccomandazioni 'tipiche' della Commissione, che verosimilmente sarebbero state avanzate comunque, indipendentemente dal surplus delle partite correnti.

Il punto è, come spiegato anche da Schulz (2013), che il riequilibrio dell'area dell'euro non può passare per una perdita della competitività tedesca o una riduzione delle esportazioni dei paesi in surplus, che avrebbe un effetto negativo sull'occupazione di questi paesi. Del resto, sarebbe ben difficile per la Germania operare politiche che ne favoriscano un deficit delle partite correnti verso gli altri paesi europei ma non anche verso il resto del mondo, e con una riduzione del surplus commerciale verrebbe a mancare il principale motore della crescita economica di quel paese e, di conseguenza, dell'Europa.

Al contrario, come esplicitato dalla Commissione Europea (2012), secondo questa impostazione sono i paesi in deficit a dover adottare politiche dirette al riequilibrio dei loro conti con l'estero – proprio questo è l'obiettivo della deflazione – e di conseguenza l'area dell'euro nel suo complesso (o perfino l'intera UE) deve così consolidare il suo surplus delle partite correnti rispetto al resto del mondo. Come notato in D'Ippoliti (2013), in questo modo l'Europa, prima area economica del mondo, si comporta come una piccola economia aperta, perseguendo una crescita trainata dalle esportazioni.

Tuttavia l'area dell'euro (o l'intera UE, visto che anche ai paesi europei che non adottano l'euro sono prescritte le stesse politiche) costituisce oggi un blocco troppo grande per essere trainato dal resto della domanda mondiale, soprattutto alla luce delle difficoltà a malapena sopite nella 'locomotiva' americana (Varoufakis, 2013; Summers, 2013;

Skidelski, 2013). Infatti, la strategia europea sta inasprendo numerose tensioni internazionali anche fuori dai suoi confini. Di fronte alla 'passività aggressiva' delle politiche europee, che tramite il surplus delle partite correnti di fatto esportano disoccupazione nel resto del mondo, la strisciante guerra valutaria, a colpi di politiche monetarie "non ortodosse", sembra una risposta razionale, così come il moltiplicarsi di misure di "micro-protezionismo" (Evenett, 2012) ovvero di ostacoli burocratici o di altra natura che, pur non violando alcun trattato internazionale, riducono l'ambito del libero commercio.

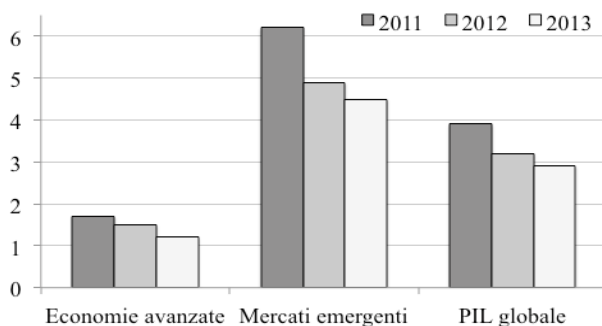
Questa strategia neo-mercantilista è, a ben vedere, la stessa applicata nel secondo dopoguerra – dunque ben prima della crisi – in molti paesi europei, che nel XX secolo hanno fondato sulle esportazioni buona parte del loro benessere. Per questo, questo secondo aspetto di immaturità culturale dell'Europa, che rifiuta di essere 'cresciuta', potrebbe dipendere da una sorta di isteresi o *lock-in* culturale e politico-istituzionale. D'altro lato, i modelli teorici adottati dalle istituzioni europee non aiutano a comprendere che il mondo è cambiato. Nelle stime empiriche della Commissione Europea (ad esempio Pichelmann, 2013) la domanda mondiale rimane una variabile esogena: per l'appunto, come se l'Europa fosse una piccola economia aperta, ancora protetta dalla benevolenza materna delle superpotenze straniere, come ai 'bei tempi' della Guerra Fredda.

All'inizio della crisi, negli ambiti finanziari questa impostazione veniva giustificata con l'ipotesi di uno sganciamento (*decoupling*) della crescita nei paesi emergenti, in particolare i BRICS, da quelli sviluppati. Anche in questo caso, si tratta della riproposizione di una strategia delineata ben prima della crisi – di nuovo, prima che l'Europa divenisse, da un insieme eterogeneo di paesi più o meno piccoli, il più grande blocco economico mondiale – che vedeva l'accumulo di surplus delle partite correnti, quindi di crediti verso il resto del mondo da parte dei paesi sviluppati, come una risposta efficiente all'invecchiamento della popolazione (ricordando che il saldo delle partite correnti è uguale al risparmio nazionale, inteso come somma dei saldi di bilancio del settore pubblico e privato), e al tempo stesso vedeva i necessari deflussi di capitali ad esso collegati come un modo efficiente di finanziare

dall'estero lo sviluppo dei paesi più poveri e, demograficamente, più giovani (questa tesi era sostenuta ad esempio dalla Banca Mondiale, 1994).

Ma giunti al quinto anno di crisi europea, ciò che osserviamo è il fallimento di questa dottrina, sebbene esso sia ancora spesso scambiato per problemi idiosincratici delle singole economie emergenti (la necessità di “ribilanciare” l'economia cinese, l'assenza di infrastrutture in Brasile, la fragilità dell'economia indiana, ecc.). Il trend generale non viene ancora approfondito o discusso nonostante, secondo le ultime previsioni dell'IMF, come mostrato nella figura 4, la crescita nei BRICS sia passata dal 6.2% nel 2011 al 4.5% nel 2013, e di conseguenza la crescita mondiale, data la debolezza sia delle economie sviluppate che di quelle emergenti, dal 3.9% al 2.9%.

Figura 4 – Tassi annuali di crescita del PIL reale

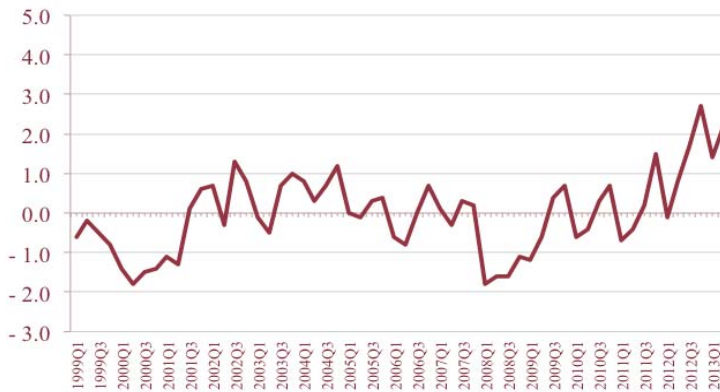


Fonte: IMF (2013).

A livello europeo per ora, come mostrato nella figura 5, la strategia sembra funzionare. Il surplus delle partite correnti dell'area dell'euro è sistematicamente cresciuto dall'inizio della crisi e negli ultimi due anni, nonostante l'evidente stagionalità, non c'è stato un trimestre di deficit.

Tuttavia, nel medio-lungo periodo tale strategia difficilmente potrà avere successo, per tre ragioni.

Figura 5 – *Saldo delle partite correnti dell'area dell'euro, in percentuale del PIL dell'area*



Source: Eurostat.

La prima è che la deflazione produce un miglioramento della competitività di prezzo solo se non è fatta contemporaneamente dai propri partner commerciali, in quanto quel che conta è l'andamento dei prezzi relativi (inoltre, com'è noto devono valere le condizioni di Marshall e Lerner perché un miglioramento della competitività di prezzo conduca a un miglioramento del saldo della bilancia commerciale). Quindi, poiché i paesi europei commerciano molto tra loro è di nuovo la mancanza di un coordinamento internazionale interno all'area a minare la riuscita delle politiche adottate. Inoltre, il raggiunto surplus delle partite correnti dell'eurozona, assieme a una politica monetaria relativamente meno espansiva di molte altre economie sviluppate, sta generando un ininterrotto apprezzamento dell'euro, che riduce la competitività di prezzo rispetto al resto del mondo.

In secondo luogo, negli ultimi decenni molti paesi europei, e l'Europa nel suo complesso, sono divenuti economie trainate dalla domanda interna (Stockhammer e Özlem, 2012), contrariamente a quanto ipotizzato dalla strategia fondata sulle esportazioni. Dunque, riducendo i redditi da lavoro, la deflazione salariale conduce a una riduzione dei consumi e a un rallentamento del tasso di crescita (o perfino alla recessione). Inoltre, secondo diversi studi (ad esempio Stiglitz, 2012) la crescita della diseguaglianza, nel lungo periodo, riduce la crescita economica, quindi anche tramite il suo negativo impatto sociale la deflazione salariale potrebbe ridurre le prospettive di crescita.

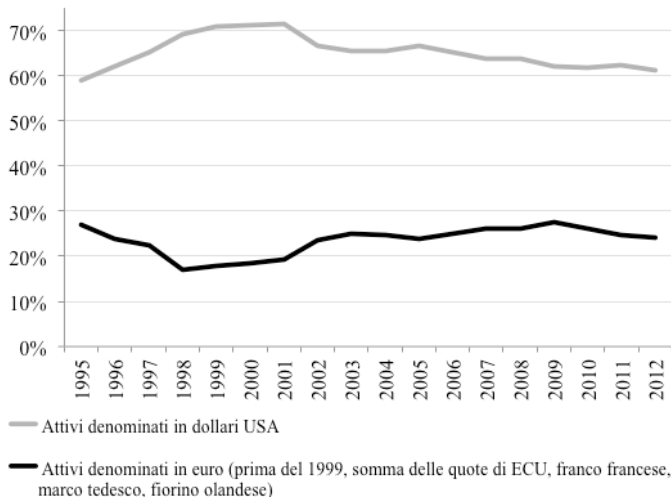
Infine, vi è un problema politico. Se lo scopo della strategia attuale è fare in modo che i creditori ricevano indietro per intero i loro crediti all'estero, i paesi oggi in surplus devono in futuro ricevere un afflusso netto di capitali dall'estero, che per definizione richiede un deficit delle partite correnti (Keynes, 1919). Dunque, senza l'accettazione da parte della Germania e degli altri paesi creditori dell'eurozona di "ridurre la loro competitività" non può esservi soluzione alla crisi dei debiti, anche se i paesi periferici presentassero un surplus delle partite correnti rispetto al resto del mondo.³ Dunque un eventuale (irrealistico) successo della strategia europea di crescita porrebbe fine alla crisi solo in un senso diverso da quello oggi desiderato, cioè non implicherebbe la riduzione dei crediti e debiti esteri, ma al massimo – nella più ottimistica delle ipotesi – solo una loro diversa composizione geografica.

Nel frattempo, il tentativo europeo di perseguire una strategia di crescita *export-led* pone un forte ostacolo a strategie nazionali che volessero fondarsi sulla domanda interna, ostacolo ulteriore rispetto ai vincoli finanziari individuati da D'Ippoliti e Roncaglia (2011), ovvero l'inasprimento del 'vincolo estero'. Infatti, com'è noto sin da Triffin (1954), l'attivo delle partite correnti impedisce a un paese (o in questo caso a un insieme di paesi) di rafforzare la propria moneta come valuta internazionale di riserva. Come mostrato nella figura 10, l'euro non beneficia in campo finanziario delle strategie fondate sulla "stabilità" e

³ In tal caso, otterrebbero la valuta con cui rifinanziare i propri debiti, che potrebbero anche ridursi in percentuale del PIL se per ipotesi vi fosse un ritorno della crescita, ma che nell'aggregato non potrebbero comunque essere restituiti ai paesi oggi in surplus.

sul rifiuto di ogni ristrutturazione dei debiti: nonostante l'apprezzamento, durante la crisi l'euro è sceso, come percentuale delle riserve mondiali dichiarate, più di quanto abbia fatto il dollaro durante la crisi americana.

Figura 6 – *Quota di alcune valute in percentuale delle riserve ufficiali globali dichiarate*



Source: IMF, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*.

Né nel lungo periodo la maggiore liquidità dell'euro rispetto alle vecchie valute nazionali sembra apportare particolari benefici, dal momento che, come mostrato, la quota dell'euro nelle riserve ufficiali non è diversa oggi da quella delle principali tre monete europee prima del 1999 (più l'ECU). Né tale evidenza sorprende, dal momento che il ruolo internazionale dell'euro, e in particolare la sua adozione come valuta di riserva, non sono ufficialmente perseguiti, né osteggiati, dalla BCE, come confermato da Mario Draghi in BCE (2013).

Dunque, senza poter beneficiare dell'"esorbitante privilegio" derivante da una forte domanda mondiale per la propria valuta, i paesi

europei sono costretti a puntare a un tasso di crescita della domanda interna al massimo uguale a quanto consentito dal pareggio delle partite correnti (Thirlwall, 2011; 1979; Lucarelli *et al.*, 2013) anche se, politicamente, rifiutassero la strategia europea fondata sulle esportazioni. I paesi dell'area dell'euro fronteggiano, cioè, un vincolo estero molto più stringente di quanto accade negli Stati Uniti.

In conclusione, le due principali aree economiche presentano condizioni economiche sostanzialmente simili, e strategie di politica economica diametralmente opposte. Per questo sembra particolarmente calzante quanto sostenuto in una recente intervista dal Presidente Obama:

“Una cosa interessante, di cui non si discute abbastanza, è il confronto tra ciò che è accaduto negli Stati Uniti e ciò che è accaduto in altri paesi sviluppati, in particolare in Europa. È un evento raro quando abbiamo l'occasione di guardare a due approcci politici diversi, seguirli per anni, e vedere quale ha funzionato e quale no” (Calmes e Shear, 2013).⁴

BIBLIOGRAFIA

- BANCA CENTRALE EUROPEA (BCE) (2013), *The International Role of the Euro. July 2013*, Banca Centrale Europea, Francoforte sul Meno.
- BANCA MONDIALE (1994), *Averting the Old Age Crisis. Policies to Protect the Old and Promote Growth*, Oxford University Press, New York.
- BRANCACCIO E. (2008), “Deficit commerciale, crisi di bilancio e politica deflazionista”, *Studi Economici*, vol. 96, pp. 109-128.
- CALMES J. e SHEAR M.D. (2013), “Interview with President Obama”, *The New York Times*, 27 luglio, disponibile alla URL http://www.nytimes.com/2013/07/28/us/politics/interview-with-president-obama.html?pagewanted=all&_r=0.
- CESARATTO S. (2012), “Controversial and Novel Features of the Eurozone Crisis as a Balance of Payments Crisis”, *Quaderni del Dipartimento di Economia e Statistica*, n. 640, Università di Siena.
- COMMISSIONE EUROPEA (2012), “Current Account Surpluses in the EU”, *European Economy*, n. 9, DG Economic and Financial Affairs, Bruxelles.
- (2013a), *Commission Opinion on the Draft Budgetary Plan*, COM(2013), 900 final, 15 novembre, Commissione Europea, Bruxelles.

⁴ “One of the interesting things that we don't talk about enough is the contrast between what's happened in the United States and what's happened in a lot of other developing [*sic.*] countries, Europe in particular. It's pretty rare where we have the chance to look at two policy approaches and follow them over several years and see which one worked” (Calmes e Shear, 2013).

- (2013b), *Annual Growth Survey 2014*, COM(2013), 800 final, 13 novembre, Commissione Europea, Bruxelles.
- CORSI M. e D'IPPOLITI C. (2013), "The Productivity of the Public Sector: A Classical View", *PSL Quarterly Review*, vol. 66 n. 267, pp. 300-330.
- COZZI T. (2013), "La crisi e i moltiplicatori fiscali", *Moneta e Credito*, vol. 66 n. 262, pp. 129-151.
- D'IPPOLITI C. (2012a), "Introduzione: sulle cause reali della crisi finanziaria", *Moneta e Credito*, vol. 65 n. 260, pp. 279-292.
- (2012b), *Crisi: (come) ne usciamo?*, L'Asino d'oro, Roma.
- (2013), "The European Union as Peter Pan. Global and Foreign Policy Implications of the Eurozone Crisis", in Skrzypek A. (a cura di), *For a New Social Consensus in Europe. A Promise of Jobs, Welfare and Empowerment*, Foundation for European Progressive Studies, Bruxelles.
- D'IPPOLITI C. e RONCAGLIA A. (2011), "L'Italia: una crisi nella crisi", *Moneta e Credito*, vol. 64 n. 255, pp. 189-227.
- EUROMEMO GROUP (2013), *The Deepening Divisions in Europe and the Need for a Radical Alternative to EU Policies – EuroMemorandum 2014*, European Economists for an Alternative Economic Policy in Europe, dicembre, disponibile alla URL <http://www.euromemo.eu/>.
- EVANS-PRITCHARD A. (2012), "Legal Skull-Duggery in Greece May Doom Portugal", *The Telegraph*, 8 marzo.
- EVENETT S.J. (a cura di) (2012), *Débâcle: The 11th GTA Report on Protectionism*, Centre for Economic Policy Research, Londra.
- FONDO MONETARIO INTERNAZIONALE (IMF) (2013), *World Economic Outlook. October*, Fondo Monetario Internazionale, Washington (DC).
- FRATIANNI M. e MARCHIONNE F. (2010), "The Banking Bailout of the Subprime Crisis: Size and Effects", *PSL Quarterly Review*, vol. 63 n. 254, pp. 187-233.
- KEYNES J.M. (1919), *The Economic Consequences of the Peace*, Harcourt, Brace and Howe, New York; disponibile alla URL <http://www.gutenberg.org/files/15776/15776-h/15776-h.htm>.
- KREGEL J. (2011), "Resolving the US Financial Crisis: Politics Dominates Economics in the New Political Economy", *PSL Quarterly Review*, vol. 64 n. 256, pp. 23-37.
- HERRMANN S. e JOCHEM A. (2013), "Current Account Adjustment in EU Countries: Does Euro-Area Membership Make a Difference?", *Discussion Paper*, n. 49, Deutsche Bundesbank, Francoforte sul Meno.
- IN 'T VELD J. (2013), "Fiscal Consolidations and Spillovers in the Euro Area Periphery and Core", *European Economy*, Economic Papers, n. 506, DG Economic and Financial Affairs, Bruxelles.
- LUCARELLI S., PALMA D. e ROMANO R. (2013), "Quando gli investimenti rappresentano un vincolo. Contributo alla discussione sulla crisi italiana nella crisi internazionale", *Moneta e Credito*, vol. 66 n. 262, pp. 167-203.
- MASERA R. (2010), "Reforming Financial Systems after the Crisis: A Comparison of EU and USA", *PSL Quarterly Review*, vol. 63 n. 255, pp. 299-362.
- (2013), "US Basel III Final Rule on Banks' Capital Requirements: A 'Different-Size-Fits-All' Approach", *PSL Quarterly Review*, vol. 66 n. 267, pp. 300-330.
- MODY A. (2013), "A New Greek Test for Europe", *Project Syndicate*, 16 settembre.
- MONTANARO E. (2013), "Regole di Basilea e modelli di vigilanza: quale convergenza?", *Moneta e Credito*, vol. 66 n. 264, pp. 415-442.

- OBSERVATOIRE FRANÇAIS DES CONJONCTURES ECONOMIQUES (OFCE), INSTITUT FÜR MACROÖKONOMIE UND KONJUNKTURFORSCHUNG IN DER HANS-BÖCKLER-STIFTUNG (IMK) e ECONOMIC COUNCIL OF THE LABOUR MOVEMENT (ECLM) (2013), *iAGS 2014 — independent Annual Growth Survey. Second Report*, disponibile online alla URL http://www.iags-project.org/documents/iags_report2014.pdf.
- PASINETTI L.L. (1998), “European Union at the End of 1997: Who Is within the Public Finance ‘Sustainability’ Zone?”, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, vol. 51 n. 204, pp. 17-36.
- PICHELMANN K. (2013), “Economic Growth Perspectives for Europe”, *ECFIN Economic Brief*, n. 21, DG Economic and Financial Affairs, Bruxelles.
- PINI P. (2013), “Legge di stabilità 2014-2016: le regole europee programmano la depressione”, *Quaderno DEM*, n. 21/2013, Dipartimento di Economia e Management, Università degli Studi di Ferrara.
- REHN O. (2013), “Turning Germany’s Surplus into a Win-Win for the Eurozone”, *Olli Rehn’s Blog*, 11 novembre, disponibile alla URL <http://blogs.ec.europa.eu/rehn/turning-germanys-surplus-into-a-win-win-for-the-eurozone/>.
- RONCAGLIA A. (2005), *The Wealth of Ideas: A History of Economic Thought*, Cambridge University Press, Cambridge.
- (2013a), “Luigi Spaventa”, *Moneta e Credito*, vol. 66 n. 263, pp. 219-247.
- (2013b), “Le politiche di austerità sono sbagliate”, *Moneta e Credito*, vol. 66 n. 262, pp. 121-128.
- (2013c), “Hyman Minsky’s Monetary Production Economy”, *PSL Quarterly Review*, vol. 66 n. 265, pp. 77-94.
- SARCINELLI M. (2013a), “La moneta e il credito negli studi e nelle attività di Giannino Parravicini”, *Moneta e Credito*, vol. 66 n. 264, pp. 443-470.
- (2013b), “L’unione bancaria europea e la stabilizzazione dell’Eurozona”, *Moneta e Credito*, vol. 66 n. 261, pp. 7-42.
- (2013c), “The European Banking Union: Will It Be a True Union without Risk Sharing?”, *PSL Quarterly Review*, vol. 66 n. 265, pp. 137-167.
- SCHULZ M. (2013), “Il vero problema è il diktat sul rigore, cancelliamolo e ci sarà crescita per tutti”, *La Repubblica*, 15 novembre; disponibile alla URL http://www.repubblica.it/economia/2013/11/15/news/intervista_europarlamento_tarquini_martin_schulz_il_vero_problema_il_diktat_sul_rigore_cancelliamolo_e_ci_sar_crescita_pe-71072065/.
- STIGLITZ J. (2012), *The Price of Inequality: How Today’s Divided Society Endangers our Future*, W.W. Norton, New York.
- STOCKHAMMER E. e ÖZLEM O. (2012), “Rethinking Wage Policy in the Face of the Euro Crisis. Implications of the Wage-led Demand Regime”, *International Review of Applied Economics*, vol. 26 n. 2, pp. 191-203.
- SUMMERS L. (2013), “On Secular Stagnation”, *Reuters Analysis & Opinion*, 16 dicembre; disponibile alla URL <http://blogs.reuters.com/lawrencsummers/2013/12/16/on-secular-stagnation/>.
- THIRLWALL A.P. (1979), “The Balance of Payments Constraint as an Explanation of International Growth Rate Differences”, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, vol. 128 n. 791, pp. 45-53; ripubblicato in (id.) (2011), “The Balance of Payments Constraint as an Explanation of International Growth Rate Differences”, *PSL Quarterly Review*, vol. 64 n. 259, pp. 429-438.

- (2011), "Balance of Payments Constrained Growth Models: History and Overview", *PSL Quarterly Review*, vol. 64 n. 259, pp. 307-351.
- TONVERONACHI M. (2013a), "L'unione bancaria europea. Di nuovo un disegno istituzionale incompleto", *Moneta e Credito*, vol. 66 n. 264, pp. 397-413.
- (2013b), "De-globalising Bank Regulation", *PSL Quarterly Review*, vol. 66 n. 267, pp. 300-330.
- TRIFFIN R. (1954), "International Currency and Reserve Plans", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, vol. 7 nn. 28-29, pp. 5-22.
- U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY (2013), *Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies*, Office of International Affairs, Washington (DC); disponibile alla URL http://www.treasury.gov/resource-center/international/exchange-rate-policies/Documents/2013-10-30_FULL%20FX%20REPORT_FINAL.pdf
- VAROUFAKIS Y. (2013), *The Global Minotaur*, II ed., Zed Books, Londra.