

RIVISTA DI

POLITICA ECONOMICA

IL DEBITO PUBBLICO IN ITALIA:
PERCHÉ È UN PROBLEMA
E COME SE NE ESCE

Leonardo Becchetti
Sofia Bernardini
Stefano Caselli
Marika Cioffi
Lorenzo Codogno
Carlo Cottarelli
Giampaolo Galli
Gabriele Giudice
Marcello Messori
Ugo Panizza
Andrea F. Presbitero
Pietro Rizza
Marzia Romanelli
Pietro Tommasino
Carlo Valdes



CONFINDUSTRIA

N. 1-2019

Rivista di
Politica Economica

Direttore: Giampaolo Galli

Chair del board: Stefano Manzocchi

Advisory Board

Barbara Annicchiarico

Mario Baldassarri

Riccardo Barbieri

Leonardo Becchetti

Andrea Boitani

Massimo Bordignon

Luigi Carbone

Elena Carletti

Alessandra Casarico

Stefano Caselli

Lorenzo Codogno

Luisa Corrado

Carlo Cottarelli

Francesco Daveri

Sergio Fabbrini

Eugenio Gaiotti

Nicola Giammarioli

Gabriele Giudice

Paolo Guerrieri

Luigi Guiso

Elisabetta Iossa

Francesco Lippi

Marcello Messori

Salvatore Nisticò

Luigi Paganetto

Ugo Panizza

Marcella Panucci

Andrea Prencipe

Andrea Filippo Presbitero

Riccardo Puglisi

Pietro Reichlin

Francesco Saraceno

Fabiano Schivardi

Lucia Tajoli

Gilberto Turati

RIVISTA DI

POLITICA ECONOMICA

IL DEBITO PUBBLICO IN ITALIA:
PERCHÉ È UN PROBLEMA
E COME SE NE ESCE

Introduzione	pag. 5
Giampaolo Galli	
Debito pubblico e crescita economica	» 21
Andrea F. Presbitero	
La sostenibilità del debito pubblico italiano, un <i>safe asset</i> e una capacità fiscale per l’Eurozona	» 39
Lorenzo Codogno	
Il debito pubblico e le conseguenze sul finanziamento alle imprese	» 53
Stefano Caselli	
La riduzione del debito pubblico: l’esperienza delle economie avanzate negli ultimi 70 anni	» 69
Sofia Bernardini, Carlo Cottarelli, Giampaolo Galli, Carlo Valdes	
Un fondo di ammortamento del debito dell’Area euro: cos’è, perché costruirlo, come progettarlo	» 87
Marika Cioffi, Pietro Rizza, Marzia Romanelli, Pietro Tommasino	
Completare l’Unione economica e monetaria con un <i>safe asset</i> europeo (E-bond)	» 99
Gabriele Giudice	
Il gioco della flessibilità non vale la candela del nuovo ESM	» 121
Marcello Messori	
Come risolvere il problema del debito pubblico italiano: un’analisi critica delle soluzioni facili ..	» 135
Ugo Panizza	
Le molte “leggerezze” che circolano sul debito pubblico e perché uscire dall’euro non sarebbe una soluzione	» 159
Leonardo Becchetti	

Le molte "leggerezze" che circolano sul debito pubblico e perché uscire dall'euro non sarebbe una soluzione

Leonardo Becchetti*

- *Di fronte ai problemi strutturali dell'economia del nostro Paese è forte la tentazione di soluzioni drastiche e semplici a problemi complessi. L'uscita dall'euro come via maestra per il sovranismo monetario che include l'opzione di una politica macroeconomica "giapponese" senza limiti alla crescita del debito pubblico è una di queste.*
- *Nel lavoro si illustrano i molti motivi per i quali questa soluzione "semplice" avrebbe effetti indesiderati probabilmente drammatici sfidando i molti luoghi comuni che circolano nella narrazione sovranista. Affrontando questioni come il rapporto tra valore economico e creazione di moneta e l'effetto di svalutazioni competitive.*

JEL classification: H63, E42.

Keywords: sostenibilità debito pubblico, svalutazione competitiva, politiche monetarie.

* becchetti@economia.uniroma2.it, Università degli Studi di Roma Tor Vergata.

1. Introduzione: il fascino dell'irredentismo monetario

I temi dell'“irredentismo monetario” e dei limiti del debito pubblico sono strettamente collegati e carsicamente riemergono nel dibattito economico e politico dei nostri giorni. Discussioni accese sui social network su monete locali e parallele, criptovalute, monete lanciate dai giganti delle piattaforme social (il progetto Lybra di Facebook) si sovrappongono con quelle circa i costi e i benefici dell'uscita dall'euro e i limiti di sostenibilità del rapporto debito/PIL.

L'idea sotterranea e strisciante che li accomuna è che gli attuali assetti (partecipazione all'Eurozona, rispetto dei vincoli sulla dinamica di debito e deficit stabiliti nell'UE) siano le catene che sacrificano le possibilità di crescita e di sviluppo del paese. Uno dei “dividendi” principali dell'uscita dall'euro sarebbe in sostanza generato dalla possibilità di superare il famoso divorzio tra Tesoro e Banca d'Italia monetizzando il deficit per finanziare in questo modo spesa corrente, consumi e investimenti pubblici e muovere verso un esempio ritenuto “virtuoso” come quello del Giappone che tiene assieme la piena occupazione e un rapporto debito pubblico/PIL superiore al 230%. Nell'utopia dell'“irredentismo monetario”, guardando al Giappone, sembra quasi che togliere il limite alla crescita del rapporto debito pubblico/PIL possa risultare decisivo per raggiungere l'obiettivo di piena occupazione anche in un paese come il nostro, dove al momento il tasso di disoccupazione è ancora attorno alla doppia cifra e nasconde, come anche in altri paesi, la questione del *mismatch* tra domanda e offerta di lavoro e un problema di qualità del lavoro che è molto più ampio del tasso di disoccupazione stessa, perché tra gli occupati troviamo anche i cassintegrati, “lavoratori poveri (*work poor*)” e una percentuale crescente di “involuntary part-timers”, ovvero persone formalmente occupate ma che lavorano saltuariamente o comunque per un periodo di tempo inferiore a quello desiderato.

L'“irredentismo monetario” ha ovviamente una visione tutta particolare di ciò che costituisce la ricchezza di un paese che è molto simile al numero di banconote stampate e dunque, avere il controllo a livello nazionale dell'offerta di moneta e aumentarla vuol dire avere in mano la chiave per lo sviluppo e la prosperità. Non si ignora ovviamente che oggi le banche centrali controllano solo una parte dell'offerta di moneta, in buona parte determinata dai comportamenti delle banche e dalle loro scelte nel rapporto tra riserve e depositi che mette in moto la moneta ad alto potenziale che esse creano. Si conviene tuttavia che, nonostante questi limiti, è la Banca centrale ad avere il controllo del sistema di creazione complessiva di moneta ed è quello il potere da controllare e gestire politicamente.

Le idee troppo semplici devono essere sempre guardate con un certo sospetto. Come per il metodo Stamina in campo di lotta ai tumori e i *no vax* in materia di vaccini l'“irredentismo monetario” ha un sapore

"terraplattista" e fa parte di una più ampia rivolta della gente comune verso le competenze e gli esperti nei diversi campi del sapere, facilitata dall'esplosione della comunicazione sui social che abbatte ogni gerarchia e meritocrazia.

Il lato, se vogliamo, positivo della vicenda è che questioni molto complesse che un tempo i non addetti ai lavori lasciavano in mano agli esperti con un atto di fiducia che evidentemente oggi manca, entrano nel dibattito quotidiano offrendo occasioni di crescita culturale e di approfondimento. Il tentativo di questo articolo è quello di dare un contributo mettendo sul tappeto le complesse questioni che s'intrecciano in materia di debito pubblico e di "irredentismo monetario".

2. L'idea di valore

Ripartendo dai contenuti più elementari dei testi di economia di base troviamo a proposito del ruolo della moneta e della sua capacità di creare valore due riferimenti classici come la Teoria Quantitativa e la politica monetaria espansiva keynesiana. Nella logica della Teoria Quantitativa la moneta creata, moltiplicata per la velocità di circolazione (numero di volte per unità di tempo che la stessa banconota circola nell'economia) deve semplicemente accompagnare la creazione di valore economico dell'economia reale (beni e servizi prodotti e venduti sul mercato). La ricchezza di un paese dunque non è il numero di banconote stampate ma la somma degli ingegni, dei sudori, degli sforzi e della loro capacità di trasformarsi in attività produttiva e, con essa, la produttività delle sue imprese, la capacità d'innovare e di conquistare mercati esteri. La Banca centrale deve semplicemente sapere a quanto ammonta questa creazione di valore per unità di tempo, tenere conto della velocità di circolazione della moneta (e della capacità degli istituti bancari di moltiplicare la moneta creata) e accompagnare il processo creando la quantità di moneta opportuna. Se la moneta complessiva in circolazione eccede quanto necessario per lubrificare gli scambi, l'unico effetto (nella prospettiva della teoria quantitativa) è quello di produrre un aumento del livello dei prezzi e dunque inflazione che finisce per ridurre potere d'acquisto e tenore di vita dei cittadini con effetti distributivi importanti.

Il contributo di Keynes in questo specifico ambito racconta una storia diversa legata per lo più alla dinamica del ciclo economico. Grandi crisi finanziarie come quella del '29 distruggono enormi quantità di moneta. I fallimenti di banche comportano l'uscita di scena di attori che creano moneta ad alto potenziale tramite il moltiplicatore delle riserve e, in sistemi ancora più interrelati come quello attuale, la crisi di grandi intermediari finanziari come la Lehman Brothers produce un effetto a catena sulle controparti legate da relazioni economiche

con essa, deprimendo gli scambi sul mercato interbancario e amplificando l'effetto depressivo sull'offerta di moneta. Il compito del banchiere centrale è in questo caso quello di intervenire tempestivamente per reintegrare le scorte monetarie ed evitare così l'amplificazione di effetti depressivi sull'economia reale. È questa la lezione della crisi del '29 imparata con dolore dagli Stati Uniti che soltanto con l'avvento di Roosevelt avvieranno il processo espansivo. Ed è questo il retroterra di formazione scientifica e culturale di Ben Bernanke, economista monetario e studioso della *credit view* e degli eventi del '29, che si trovava alla guida della FED al momento della nuova grande crisi del 2008 e intervenne tempestivamente con il *quantitative easing*. La riflessione su questi eventi ci fa capire subito che teoria quantitativa della moneta e politiche monetarie espansive non sono necessariamente agli antipodi, ma si integrano in una visione dell'economia dove il banchiere centrale controlla il pedale del gas e sa che deve accelerare in salita - le crisi finanziarie o i momenti di depressione economica - non ingolfando la macchina quando viaggia a buon ritmo.

Tornando al titolo iniziale di questo paragrafo, il valore di un'economia non è il numero di banconote stampate e non aumenta aumentando la stampa a prescindere, ma è la forza dell'economia reale e, collegata ad essa, la capacità di chi gestisce l'offerta di moneta di mantenere la fiducia e il potere d'acquisto della moneta stessa (e la fiducia relativa rispetto alle altre valute circolanti nell'economia globale), evitando di innescare processi inflattivi e dinamiche speculative sul mercato dei cambi.

3. L'inflazione è scomparsa?

La scomparsa dell'inflazione (e della memoria del passato) nei paesi europei e in generale in quelli ad alto reddito è uno dei propellenti più formidabili per gli irredentisti monetari, tra i quali sono in pochi a ricordare cos'era l'Italia quando abbiamo deciso di entrare nell'euro. Quest'"illusione monetaria della memoria" dimentica i disagi dei tempi nei quali l'inflazione in Italia era a due cifre e gli effetti di riduzione del valore reale della ricchezza e quelli distributivi perversi che essa produceva nel nostro Paese.

Motivi di questa perdita di memoria ci sono. Tralasciando casi estremi di iperinflazioni recenti (lo Zimbabwe, il Venezuela) bisogna registrare in effetti che la malattia dell'inflazione sembra quasi debellata. Una parte importante del merito è endogena e sta proprio nell'abilità e nella professionalità dei banchieri centrali che gestiscono il processo di offerta di moneta in modo tale da non alimentare la crescita dei prezzi. Se però osserviamo come in tempi recenti i tentativi di rag-

giungere un livello target di inflazione da parte delle Banche centrali (il 2% per la BCE) siano sistematicamente falliti al ribasso è evidente che sembrano essere scese altre forze in campo in grado di generare effetti deflazionistici sul sistema (e dunque rendendo meno pericolose politiche di espansione monetaria). Il motivo più probabile, oltre come abbiamo detto alla professionalità dei banchieri centrali, è che in un'economia sempre più globalmente integrata il potere contrattuale dei datori di lavoro - che hanno in mano l'arma della delocalizzazione o possono comunque attingere all'esercito di riserva di un vasto serbatoio di lavoratori a basso costo - è enormemente aumentato rispetto a quello dei lavoratori. E questo, unito alla concorrenza, spinge i prezzi verso il basso. Inoltre il ritmo del progresso tecnologico e digitale comporta significativi aumenti di qualità dei prodotti generando un trend di riduzione di prezzo per unità di prodotto aggiustata per la qualità (si pensi alla dinamica del prezzo dei microprocessori). L'insieme di queste due forze genera una pressione deflattiva che incoraggia le ambizioni dell'irredentismo monetario: se l'inflazione è debellata perché non allentare le briglie e stampare molta più moneta? L'era del *quantitative easing* e dell'abbondanza monetaria in cui viviamo suggerisce che le stesse banche centrali non sono insensibili a questa sollecitazione. La questione diventa dunque, più che di contenuti, politica e relativa al tema di chi ha in mano il potere di creare moneta.

Gli ultimissimi sviluppi delle politiche della Banca centrale europea e delle altre maggiori banche centrali del pianeta sembrano indicare una tendenza alla "giapponesizzazione". Il ruolo delle Banche centrali diventa sempre più invasivo e le politiche di *quantitative easing* si affiancano a quelle di sostegno agli utili delle banche con emissioni *ad hoc* a condizioni particolarmente remunerative. Nell'UE il passaggio da Mario Draghi a Christine Lagarde ha fugato i timori di un cambiamento di rotta della BCE creando le condizioni per una riduzione generalizzata dei tassi sulle emissioni di titoli pubblici anche dei paesi periferici. Spagna e Portogallo si avviano verso emissione di titoli decennali a tassi zero o quasi, mentre già riescono a farlo a scadenze più brevi. In questo scenario le velleità di conflitto con l'UE rischiano di diventare via via più anacronistiche impedendo ai paesi che le coltivano di cogliere le grandi opportunità delle nuove politiche monetarie. Non è un caso che il cambio di governo in Italia sia coinciso con un calo sensibile dello spread che non deve più prezzare la pur bassa probabilità di uscita dell'Italia dall'euro.

In questo nuovo contesto, più che dall'uscita dall'euro, grandi opportunità per la riduzione del debito nascono dalla sostituzione più rapida possibile dei vecchi titoli con i nuovi emessi a tassi più bassi. Se il mercato oggi può comprare titoli decennali del debito pubblico italiano a meno dell'1%, e se queste condizioni permangono nel tempo, diventerà molto più semplice innescare percorsi di riduzione

del debito pubblico. Come è noto, se escludiamo l'effetto del disavanzo/avanzo primario, il rapporto debito/PIL cala quando la somma di crescita reale più inflazione è superiore al costo medio dello stock del debito (oggi ancora attorno al 2,9% per il peso dello storico delle emissioni passate). Con uno stock di debito in futuro sperabilmente a tassi sotto l'1% o vicini allo zero mantenere questa condizione sarà piuttosto semplice a meno di non metterla a repentaglio con una dinamica dissennata del disavanzo primario. Il suggestivo piano Wyplosz formulato nei momenti più difficili della crisi dell'Eurozona progettava un intervento della BCE che acquistava i titoli in eccesso al 60% del rapporto debito/PIL per trasformarli in nuove emissioni a tasso zero¹. Nelle condizioni attuali (sempre che le stesse durino) può essere semplicemente il mercato a portarci in questa situazione.

Se le autorità monetarie non fanno errori, le guerre contro la BCE o l'UE dei sovranisti possono diventare rapidamente anacronistiche.

4. Un futuro di concorrenza nella creazione di moneta?

Ci sono poche cose che eccitano di più la fantasia anarchica dei nostri contemporanei come quelle della possibilità di crearci moneta da soli, della "moneta fatta in casa" come il pane che sostituisce nella fantasia odierna il mito dei cercatori d'oro ai tempi della frontiera americana. Non a caso gli adepti del bitcoin che con energia e fatica lavorano per cercare di risolvere il complesso problema che consentirebbe loro di vincere il diritto a ricevere i nuovi bitcoin sono chiamati proprio "miners" (minatori, cercatori d'oro). Sono in molti, moltissimi ad invidiare il superpotere delle Banche centrali di creazione di moneta e a volersi mettere in competizione con loro. Si parte dal fenomeno consolidato, ma di nicchia delle monete locali ("monete a scadenza" o comunque ad utilizzo in aree geograficamente limitate) che fungono da veri e propri strumenti di politiche keynesiane espansive locali fino al fenomeno digitale tecnologico del *bitcoin*, una moneta da collezionisti ad emissione limitata e controllata nel tempo per opera di un algoritmo che per questo motivo assomiglia più ad una gigantesca emissione filatelica e diventa terreno naturale di fenomeni speculativi.

L'ultima frontiera di questo fenomeno è il progetto di moneta di Facebook (la Lybra), dai contorni per la verità ancora un po' confusi e sfumati, dai quali non si comprende appieno se si tratterà (in caso di partenza effettiva) di una concorrenza al sistema bancario nei sistemi di pagamento oppure anche di una concorrenza alle banche centrali

¹ Pâris P., Wyplosz C. (2014), Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone, *Geneva Special Report on the World Economy* n. 3, ICMB and CEPR.

nella creazione vera e propria di moneta.

Sullo sfondo di quest'utopia permangono sempre gli stessi errori. Il pericolo dell'inflazione non esiste e possiamo creare quanta moneta vogliamo senza intaccare la fiducia dei cittadini nella capacità dei mezzi di pagamento di mantenere la loro proprietà essenziale di essere fondo di valore nel tempo. Il debito pubblico viene considerato come una partita di giro con la sua monetizzazione che consentirebbe di creare risorse che finanziano all'infinito le nostre esigenze di consumo e d'investimento senza nessuna necessità che i conti tornino tra valore reale creato e banconote emesse.

5. I limiti di deficit e debito (non in astratto, per noi)

In un sistema economico iperfinanziarizzato e globalmente integrato, la dinamica del rapporto deficit/PIL dipende da diversi fattori (alcuni ricordati sopra). E politiche di *deficit spending* in mercati aperti e senza controlli di capitali possono avere paradossalmente effetti recessivi per paesi con livelli di debito elevati perché aumentano i timori sulla solvibilità degli emittenti. I risparmiatori nazionali ed esteri che devono finanziare il debito acquistando titoli pubblici considerano quei titoli più rischiosi e chiedono in cambio rendimenti più elevati. Lo spread (il differenziale di rendimenti rispetto ai titoli di paesi considerati sicuri come la Germania) aumenta rischiando di innescare una speculazione che si autoalimenta e le cui profezie di default finiscono per autoavverarsi. Si tratta di vicende che abbiamo vissuto nel nostro paese e che hanno portato alla caduta del governo Berlusconi e all'arrivo del governo Monti, e che abbiamo temuto di dover rivivere nello scorso autunno quando il governo Lega-Cinquestelle ha dichiarato di non voler rispettare i limiti di deficit stabiliti dalla Commissione UE.

Quello che è stato più volte sottolineato è che la vera controparte del paese emittente in questi processi non è la commissione UE quanto piuttosto i risparmiatori e la loro fiducia.

Tutto questo non vuol dire che in un sistema iperfinanziarizzato e globalmente integrato non sia possibile aumentare il deficit, ma solo che quando lo si fa bisogna avere la credibilità che l'intervento produrrà un impatto positivo sulla crescita tale da controbilanciare l'esborso iniziale innescando dinamiche di riduzione e non di esplosione dei rapporti deficit/PIL e debito/PIL. A questo si riferiva Mario Draghi nel suo discorso di Jackson Hole quando parlava di qualità della spesa pubblica "ad alto moltiplicatore". Sta il fatto che le *survey* che analizzano gli effetti delle variazioni di spesa in un ampio spettro di paesi e periodi storici indicano che i moltiplicatori tendono ad es-

sere piuttosto bassi e che in molti casi possono verificarsi i paradossi di consolidamenti fiscali espansivi o espansioni fiscali con effetti negativi sulla crescita². Se dunque in principio non dovrebbe essere difficile in un contesto di moneta abbondante e tassi molto bassi aumentare la spesa pubblica per investimenti con rendimenti superiori a quei tassi, nei fatti la tentazione politica di usare la spesa per finalità politicamente più redditizie nel breve periodo (quello dei sondaggi) tende quasi sempre a prevalere. Le vicende dei 14 mesi di governo Lega-Movimento 5 stelle lo confermano con interventi in deficit che hanno finanziato politiche sociali come il reddito di cittadinanza e quota 100 e non investimenti pubblici. E l'impatto di queste politiche sociali sulla crescita è stato modesto se non nullo, confermando che il principio numero uno dell'irredentismo monetario (basta stampare più denaro e metterlo nelle tasche dei cittadini per far crescere l'economia) non funziona. La dinamica positiva delle entrate nella lotta all'evasione e un contesto internazionale non negativo ha per fortuna consentito di mantenere il rapporto deficit/PIL entro limiti ragionevoli.

6. I dogmi no-euristi

Il tema no euro è indissolubilmente legato all'irredentismo monetario e all'utopia di un rapporto debito/PIL senza limiti. L'idea noeurista è infatti che bisogna liberarsi dalle catene della moneta unica per due motivi. Il primo è poter svalutare la neovaluta nazionale e realizzare attraverso questo un effetto positivo sulla bilancia commerciale. Il secondo è poter scegliere politiche monetarie e fiscali espansive senza l'assillo dei vincoli posti dall'Unione europea sui rapporti deficit/PIL e debito/PIL.

Le ragioni dell'uscita dall'euro si fondano su una serie di dogmi che vengono considerati indiscutibili dai suoi sostenitori; peraltro se lo

² La *survey* di Briotti (2005) dimostra che esistono molti episodi di consolidamento fiscale espansivo e che l'effetto dipende come è ovvio attendersi dalla composizione delle misure d'intervento. Favero e Karamysheva (2015) cercano di spiegare l'eterogeneità dell'evidenza empirica sui moltiplicatori evidenziando che il risultato finale dipende dal complesso gioco delle dinamiche delle variabili rilevanti, gli effetti di equilibrio economico generale e le aspettative degli operatori. Le principali variabili in gioco sono il tipo di politica fiscale (sulla spesa o sulle entrate fiscali), la fase del ciclo economico in cui viene varata e l'anticipazione o meno della politica da parte degli agenti economici. Batini *et al.* (2014) mostrano che la maggior parte dei moltiplicatori nei numerosi episodi di politiche fiscali esaminate sono inferiori all'unità.

Batini N., Eyraud L., Forni L., Weber A. (2014), *Fiscal Multipliers; Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Projections*, *IMF Technical Notes and Manuals* 14/04, International Monetary Fund.

Briotti M.G., (2005), *Economic Reactions to Public Finance Consolidation: a Survey of the Literature*, *Occasional Paper Series* 38, European Central Bank.

Favero C., Karamysheva M. (2015), *What Do We Know About Fiscal Multipliers?*, *CEPR Discussion Papers*, No 10986.

fossero, visti gli enormi costi della transizione riconosciuti anche da loro, tutto il ragionamento scricchiolerebbe. Primo, restando nell'Eurozona è impossibile essere competitivi con gli altri paesi dell'Area euro se non attraverso la deflazione salariale. Ovvero, se prima potevamo fare le scarpe ai tedeschi - è il caso di dire in senso metaforico, ma non solo - con le svalutazioni competitive, ora che condividiamo con loro la stessa moneta, possiamo farlo soltanto "sfruttando" il nostro lavoro e assicurandoci che la dinamica dei nostri salari non cresca come quella tedesca³. Secondo, quando avremo nuovamente una valuta nazionale, svalutando, realizzeremo un boom delle esportazioni che alimenterà la crescita del paese. Ovviamente si tratta di due dogmi tutt'altro che inattaccabili e che si fondano su idee un po' obsolete di commercio internazionale dove i prodotti sono interamente realizzati all'interno di un solo paese. La realtà di oggi è molto più complessa. Una quota rilevante del fatturato delle esportazioni di prodotti finiti dalla Germania diventa valore aggiunto di imprese italiane che ne producono le componenti⁴. I traffici di perfezionamento che trasformano materie prime in prodotti finiti prevedono numerosi passaggi da un confine all'altro così che l'idea di usare l'arma della svalutazione del cambio in una logica di "beggar-thy-neighbour" (spiazzamento del vicino) diventa assai poco ragionevole. Perché una svalutazione si trasformi in un vantaggio commerciale deve innanzitutto essere realizzata la condizione di Marshall-Lerner - che riguarda le elasticità dell'export e dell'import al tasso di cambio - semplicemente perché la svalutazione non rende solo più convenienti le esportazioni, ma anche più care le importazioni. Perché dunque produca un beneficio commerciale è necessaria una elevata elasticità al prezzo sia della domanda dei prodotti esportati che di quelli importati. La polverizzazione geografica delle filiere di produzione rende altresì più bassa la percentuale attraverso la quale una variazione del cambio si trasforma in una variazione del prezzo del prodotto esportato (*pass-through ratio*). Inoltre la bilancia commerciale del nostro paese in questi anni di Area euro è assolutamente florida: siamo il quinto paese del mondo e il secondo in Europa per saldo della bilan-

³ In realtà come ha ricordato recentemente Daniel Gros la manovra con cui la Germania è uscita dalla sua crisi negli anni '90 è stata una combinazione di aumento dell'IVA (che non si applica sulle esportazioni) utilizzato per finanziare la riduzione del cuneo fiscale su tutte le imprese (incluse quelle esportatrici). In questo modo è stato possibile coniugare competitività via deflazione salariale senza ridurre i salari dei lavoratori ma distribuendo l'onere su tutti gli acquirenti di beni e servizi finali (<https://www.quotedbusiness.com/thm-17-economia/paese-15-eurozona/art-3358-daniel-gros-aumentare-l-iva-sarebbe-la-soluzione-migliore-per-l-italia>).

⁴ L'Autore (2019) sottolinea come le esportazioni tedesche incorporano una quota di valore aggiunto italiano che cresce dal 17% del 1999 al 25% del 2011. Per un approfondimento si rimanda a Marotta (2017).

Becchetti L., *Neuroscettici: perché uscire dall'euro sarebbe una follia*, Rizzoli, 2019.

Marotta G. (aprile 2017), I rischi dell'uscita dall'euro e dall'Unione europea, *Short Notes Series* n. 17, Università di Modena e Reggio Emilia e Centro Studi Banca e Finanza.

cia commerciale manifatturiera⁵ e siamo su almeno una delle tre prime posizioni in circa un quarto delle oltre 4000 categorie merceologiche in cui sono classificati i prodotti nel commercio internazionale⁶. La storia che non si possa competere se non con la deflazione salariale è un'altra gigantesca semplificazione. La competitività di un bene/servizio esportato dipende dalla capacità innovativa dell'azienda, dal capitale umano dei suoi dipendenti, dal valore dei marchi e della reputazione, dall'efficienza del sistema paese e solo in piccola parte dal costo del lavoro non specializzato. Alcuni paesi che ci precedono nella classifica del reddito pro-capite hanno salari medi nel settore manifatturiero ben superiori ai nostri (tedeschi *in primis*) e performance commerciali di grande qualità. È del tutto evidente dunque che la variabile competitiva più importante è l'innovazione, la qualità dei prodotti, il capitale umano dei lavoratori e l'efficienza organizzativa delle imprese. La deflazione salariale è semplicemente il segnale di una debolezza e dell'incapacità di muovere verso la fascia alta di qualità delle produzioni.

Se smontare i primi due dogmi di economia reale sui presunti benefici derivanti dall'uscita dall'euro è semplice, è ancor più semplice spiegare gli enormi problemi dal lato finanziario di una scelta così sconsiderata.

L'irredentismo monetario che si cela dietro l'idea di Eurexit si traduce in un'idea semplice quanto pericolosa. Uscendo dall'euro e recuperando la sovranità monetaria lo stato italiano potrà emettere titoli di debito pubblico per finanziare consumi e investimenti. Il deficit e il debito saliranno, ma la Banca centrale comprerà illimitatamente quei nuovi titoli superando l'epoca del divorzio con il Tesoro⁷. Alternativamente lo stato potrà mettere la nuova moneta direttamente nelle tasche degli italiani superando la logica della "moneta creata a debito", ovvero della moneta creata dalle banche ordinarie di credito che si alimentano dalla Banca centrale e a loro volta creano moneta ad alto

⁵ Con 106 miliardi di attivo seguiamo Cina, Germania, Corea e Giappone secondo le stime della Fondazione Edison su dati del WTO.

⁶ Secondo l'indagine della Fondazione Edison presentata nell'ultimo rapporto Symbola I.T.A.L.I.A. effettuata sulla base dei 5206 prodotti della classificazione HS2012, l'Italia è al primo posto per surplus commerciale per 240 prodotti, al secondo posto per 380 prodotti e al terzo per 302 prodotti.

Rapporto Symbola (2019), *I.T.A.L.I.A. Geografie del nuovo made in Italy* <http://www.symbola.net/aprofondimento/symbola-unioncamere-e-fondazione-edison-presentano-il-rapporto-i-t-a-l-i-a-2019/>

⁷ Ciò che chiamiamo divorzio tra il Tesoro e la Banca d'Italia viene fatto risalire ad uno scambio di lettere fra il Ministro del Tesoro, Beniamino Andreatta, e il governatore della Banca d'Italia, Carlo Azeglio Ciampi del febbraio 1981 nel quale venne meno l'impegno della Banca d'Italia ad acquistare residualmente i titoli rimasti invenduti nelle aste. In realtà il Tesoro mantenne formalmente la possibilità di incidere sui tassi e la Banca d'Italia continuò ad intervenire discrezionalmente ancora per qualche anno ma progressivamente il divorzio divenne effettivo. La causa di questo cambiamento strutturale fu il desiderio di dare un segnale forte per combattere efficacemente l'inflazione a due cifre di quegli anni.

potenziale attraverso i prestiti alla clientela.

Per aiutare a comprendere la fallacia di questo ragionamento bisogna ricordare due cose fondamentali. Primo, i paesi a sovranità monetaria possono fallire e falliscono nonostante il potere che hanno di stampare tutta la moneta di cui hanno bisogno. Secondo, il valore della moneta non è invariante rispetto al ritmo e alla quantità di moneta creata. Esso si regge su di una componente invisibile e molto delicata che si chiama fiducia. Quando viene meno la fiducia nel fatto che la moneta nel tempo mantenga il proprio valore grazie al controllo delle dinamiche inflazionistiche, la moneta stessa inizia a scottare, viene scambiata con valute forti alimentando una spirale di svalutazione e inflazione che può mettere un paese in ginocchio. Un *paper* della Banca centrale canadese ha catalogato tutti gli eventi di fallimento di stati a sovranità monetaria evidenziando come si tratta tutt'altro che di episodi sporadici⁸. Di conseguenza, anche gli stati a sovranità monetaria falliscono perché nessun paese è un'isola (tanto più in un sistema economico sempre più globalmente integrato come il nostro) e ciò accade per problemi di bilancia dei pagamenti. Se infatti la fiducia nella valuta precipita, il cambio si svaluta e le condizioni di elasticità di Marshall-Lerner non giocano a favore; il costo delle importazioni diventa esorbitante e i governi a sovranità monetaria che hanno puntato su svalutazioni competitive si trovano con effetti pesantemente negativi della bilancia commerciale sulla crescita e ad elemosinare prestiti in valuta per pagare le importazioni. Molto spesso (a meno di spettacolari risalite) non sono poi in grado di ripagare i debiti contratti in valuta estera e di conseguenza vanno in default.

È per questo motivo che l'idea che fuori dall'euro saremmo più liberi è totalmente fuorviante e priva di fondamento. Ricordiamo a proposito un episodio interessante nel quale Carlo Azeglio Ciampi, in un convegno che precedeva la nostra entrata nella moneta unica, alla domanda sul perché fosse a favore dell'ingresso dell'Italia affermava "per avere almeno una mano nella stanza dei bottoni". La teoria della parità dei tassi d'interesse scoperti (*Uncovered Interest Rate Parity*) stabilisce infatti che, se un paese "forte" come gli Stati Uniti alza il proprio tasso d'interesse (come accaduto nel 1979 per le politiche monetarie restrittive scelte allora da Volcker per combattere l'infla-

⁸ Beers e Mavalwalla (2017) hanno recentemente costruito un *database* dei fallimenti di stati sovrani dimostrando come la sovranità monetaria non pone affatto al riparo da eventi di questo tipo. I dati presentati dimostrano che nel 2016 il 37% dei paesi censiti (80 su 216) erano in bancarotta. La situazione peggiora nel 2008 quando nella stessa situazione si trovano 102 paesi su 213 (il 48% del totale). L'anno peggiore nell'arco di tempo considerato dagli autori è il 1998, quando il 54% del totale (113 paesi su 210) non è in grado di onorare i propri debiti. Beers D., Mavalwalla J. (2017), *Database of Sovereign Defaults, Technical Report* n. 101, Bank of Canada.

Tra il 1989 e il 2003 nel campione censito i paesi in bancarotta superano quelli in regola con i creditori.

zione), i paesi “deboli” devono seguire alzando anche loro i tassi se vogliono cercare di collocare sul mercato i propri titoli. Secondo la teoria il valore di un titolo di un paese debole è pari al tasso d’interesse meno la svalutazione attesa del tasso di cambio. Evidente dunque che per poter essere attrattivi sui mercati i paesi deboli devono offrire tassi più alti agli investitori internazionali e che questi tassi devono crescere nel momento in cui i paesi forti fanno salire quelli sui loro titoli pubblici.

Quando Ciampi risponde agli studenti a proposito dei motivi dell’entrata dell’Italia nell’euro ha ben presente il problema: fuori dall’euro eravamo tutt’altro che liberi e costretti ad andare a rimorchio di decisioni di politica monetaria prese in sedi nelle quali non potevamo intervenire. La differenza con l’avvento dell’euro è che ora siamo parte di quel *board* di esperti di tutti i paesi dell’Eurozona che prende le decisioni di politica monetaria.

Sino ad ora, sia sul versante dell’economia reale che su quello finanziario, abbiamo esaminato i principali aspetti critici dell’idea dell’uscita dall’euro compiendo il solito irrealistico artificio di proiettarci da una situazione *ex ante* (l’appartenenza all’Eurozona) ad una situazione *ex post* con una sorta di “teletrasporto” che elimina tutti i problemi di “traversa” (si direbbe alla Hicks), ovvero tutti i problemi che potremmo incontrare nel sentiero di passaggio dalla situazione *ex ante* a quella *ex post*. In realtà una parte molto rilevante del problema si trova proprio nel percorso che ci porta dalla situazione attuale alla “terra promessa” che vorremmo raggiungere. Come già ipotizzato da diversi economisti e commentatori, se le aspettative di un’uscita dall’euro aumentano e diventano molto elevate, il rischio di corsa agli sportelli è un rischio tangibile. Tutti i risparmiatori razionali, prevedendo una forte svalutazione dei loro risparmi convertiti dagli euro in nuova valuta locale, cercheranno di ritirarli e di trasferirli su conti esteri al riparo dal rischio di conversione. Non a caso nelle trame fantasiose di Euresit si parla sempre di annuncio a sorpresa e a mercati chiusi e di restrizioni di accesso al bancomat per un congruo periodo di tempo. La temuta corsa agli sportelli si è effettivamente realizzata quando i timori di uscita si sono materializzati all’apice della crisi greca quando il governo chiuse le banche per venti giorni e, alla riapertura consentì di ritirare non più di 60 euro al giorno dagli sportelli e dal bancomat.

L’altro “incidente” nella transizione da un equilibrio all’altro è dettato dalle controversie legali per i possessori esteri di titoli pubblici italiani che in moltissimi casi sono protetti dal rischio di ridenominazione del titolo in altra valuta. Riuscire ad essere rimborsati in euro rivalutati rispetto alla moneta nazionale vorrebbe dire di fatto generare un’impegnata del rapporto debito/PIL che, con ogni probabilità, porterebbe il paese al default e alla ristrutturazione del debito con conse-

guenti forti difficoltà di accesso ai mercati di capitali internazionali per gli anni a seguire.

La stragrande maggioranza degli addetti ai lavori è consapevole di tutti questi problemi e ha sempre considerato per questo motivo l'ipotesi di Italexit devastante oltre che inutile. Per usare una metafora, è come se un consesso di medici si trovasse a consulto di fronte ad un malato con due ipotesi. Un'operazione pericolosissima (Italexit) che, quand'anche riuscisse, ha poche probabilità di migliorare la vita del paziente e portare ad una guarigione. O la scelta di non operare che può portare alla guarigione attraverso molte diverse terapie (non ultime quelle che i nuovi orientamenti della BCE e le idee di riforma della nuova presidente della Commissione UE Ursula von der Leyen sembrano voler adottare). Non è difficile scegliere la seconda opzione quando tutti gli elementi sono messi sul tavolo. Eppure, nell'epoca della "Rivoluzione d'Ottobre" delle competenze, l'idea di Eurexit ha esercitato il suo fascino sulla gente comune e ha raggiunto una parte degli obiettivi che si proponeva di raggiungere. Essere utilizzata come specchietto per le allodole in sede elettorale facendo leva sull'irredentismo monetario e sul fascino indiscutibile che esso esercita su una parte dei non addetti ai lavori.

7. Conclusioni

In un articolo del 15 luglio Francesco Fubini sul Corriere della Sera ricordava che, a quella data, su 140 emissioni di titoli di 14 paesi ad alto reddito con scadenza a 10 anni, solo il 25% aveva rendimenti reali positivi (tra di essi non gli Stati Uniti e il Regno Unito e prevalentemente paesi dell'Eurozona). Tra i 14 la Spagna si finanziava a quella data emettendo titoli pubblici a tasso negativo fino alla scadenza di 6 anni. Noi soltanto fino a quella di un anno per colpa della mancanza di fiducia generata dalle istanze irredentiste del nostro governo nell'autunno 2019. Nell'Unione europea post-Draghi che ha imparato la lezione e dove l'avvicendamento con la Lagarde non lascia presagire la fine della politica espansiva, il sogno di finanziamento a costo zero è già realizzato e sotto la comoda protezione dell'ombrello BCE senza tutti quei problemi enormi che comporterebbe l'uscita dall'euro e il sovranismo monetario. Allora perché agitarci tanto?

La creazione di moneta non si fa col pilota automatico né può essere tantomeno abbandonata a pulsioni anarchiche. In futuro, seppure in un contesto di una probabile pluralità di attori che concorrono a crearla, il ruolo e la professionalità dei banchieri centrali è e resterà essenziale per garantire stabilità e prosperità e con esso una gestione assennata del rapporto debito/PIL.

Rivista di Politica Economica

La Rivista di Politica Economica è stata fondata nel 1911 come "Rivista delle società commerciali" ed ha assunto la sua attuale denominazione nel 1921. È una delle più antiche pubblicazioni economiche italiane ed ha sempre accolto analisi e ricerche di studiosi appartenenti a diverse scuole di pensiero. Nel 2019 la Rivista viene rilanciata, con periodicità semestrale, in un nuovo formato e con una nuova finalità: intende infatti svolgere una funzione diversa da quella delle numerose riviste accademiche a cui accedono molti ricercatori italiani, scritte prevalentemente in inglese, tornando alla sua funzione originaria che è quella di discutere di questioni di politica economica, sempre con rigore scientifico. Gli scritti sono infatti in italiano, più brevi di un *paper* accademico, e usano un linguaggio comprensibile anche ai non addetti ai lavori. Ogni numero è una monografia su un tema scelto grazie ad un continuo confronto fra l'editore e l'*Advisory Board*. La Rivista è accessibile online sul sito di Confindustria.

Redazione Rivista di Politica Economica

Viale Pasteur, 6 - 00144 Roma (Italia)

e-mail: rpe@confindustria.it

<https://www.confindustria.it/home/centro-studi/rivista-di-politica-economica>

Direttore responsabile

Silvia Tartamella

Coordinamento editoriale ed editing

Gianluca Gallo

Adriana Leo

La responsabilità degli articoli e delle opinioni espresse è da attribuire esclusivamente agli Autori. I diritti relativi agli scritti contenuti nella Rivista di Politica Economica sono riservati e protetti a norma di legge. È vietata la riproduzione in qualsiasi lingua degli scritti, dei contributi pubblicati sulla Rivista di Politica Economica, salvo autorizzazione scritta della Direzione del periodico e con l'obbligo di citare la fonte.

Edito da:



Confindustria Servizi S.p.A.
Viale Pasteur, 6 - 00144 Roma