

Dipartimento di Scienze

Politiche

Cattedra di Politica

Economica

**UN'EUROZONA A PIÙ VELOCITÀ: LIMITI E OPPORTUNITÀ
DEL CONTRIBUTO DI STIGLITZ**

RELATORE

Prof. Paolo Garonna

CANDIDATO

Cristiano Chiang

Matricola

076822

ANNO ACCADEMICO

2016/2017

INTRODUZIONE.....

CAPITOLO I

CENNI STORICI E STRUTTURA DELL'UNIONE ECONOMICA E MONETARIA EUROPEA

- 1.1 Le origini del progetto e gli obiettivi
- 1.1.1 Le tre tappe verso la nascita dell'UEM: il Rapporto Delors.....
- 1.2 Il trattato di Maastricht: le origini
- 1.2.1 Il negoziato franco-tedesco: la strada verso Maastricht.....
- 1.2.2 Il ruolo della Bundesbank
- 1.3 I criteri di convergenza di Maastricht
- 1.4 L'introduzione dell'euro e gli Stati membri dell'UEM
- 1.5 L'assetto della governance economica europea
- 1.5.1 Il principio di indipendenza.....

CAPITOLO II

CRITICITÀ E DIFETTI STRUTTURALI DELL'EUROZONA: UN'AREA ECONOMICA A PIÙ VELOCITÀ

- 2.1 Un'integrazione imperfetta
- 2.2 I benefici dell'ingresso nell'area valutaria europea
- 2.3 I costi dell'adesione a un sistema di cambi fissi
- 2.4 Il divario centro-periferia nell'eurozona

2.4.1	Lo scarto strutturale tra i differenziali di inflazione
2.4.2	Gli squilibri delle partite correnti.....
2.5	La locomotiva economica tedesca.....
2.5.1	Il neo-mercantilismo tedesco.....
2.5.2	I vantaggi dell'ingresso nell'eurozona.....
2.6	La sostenibilità del modello tedesco.....

CAPITOLO III

UN'EUROZONA A PIÙ VELOCITÀ NEI TRATTATI: LA PROPOSTA DI STIGLITZ

3.1	La ristrutturazione dell'eurozona: un processo indispensabile.....
3.2	La crisi dei debiti sovrani.....
3.3	Il progetto di un «Euro flessibile».....
3.4	Un nuovo sistema finanziario

CAPITOLO IV

I LIMITI E LE ALTERNATIVE ALLA PROPOSTA DI STIGLITZ

4.1	La gestione del debito estero
4.2	La gestione del tasso di cambio.....
4.2.1	I vantaggi limitati di un cambio svalutato.....
4.3	Le alternative a un Euro flessibile.....

4.4 Il completamento dell'UEM.....

4.4.1 L'Unione finanziaria.....

4.4.2 Il rafforzamento dell'architettura istituzionale dell'eurozona.....

CONCLUSIONI.....

INTRODUZIONE

Il seguente lavoro ha come obiettivo principale quello di analizzare e comprendere al meglio la suggestiva proposta di una eventuale eurozona a più velocità, presentata dal premio Nobel per l'economia Joseph Stiglitz nel suo ultimo libro «*The Euro and its threat to the future of Europe*». Dietro alla valutazione di questa rivoluzionaria proposta vi è la convinzione che la struttura attuale dell'eurozona, così come fu architettata nel trattato di Maastricht, è difettosa e deve essere riformata. La proposta dell'introduzione di un'eurozona a più velocità, insieme ai piani di riforma alternativi che verranno presentati e valutati nel corso del quarto capitolo, sono questioni di stretta attualità che occupano una posizione prioritaria nell'agenda politica europea soprattutto dopo lo shock provocato dalla Brexit, che ha messo in discussione l'intero Progetto europeo.

Prima di valutare la proposta di Stiglitz e le altre alternative a disposizione per salvare l'eurozona dalla stagnazione economica e dell'euroscetticismo, vengono elencate e analizzate le criticità strutturali che la caratterizzano.

Nel primo capitolo, in particolare, vi è una digressione storica in cui si espongono le varie tappe che hanno portato alla stipulazione del trattato di Maastricht nel 1992 e alla nascita dell'Unione economica e monetaria europea, un progetto politico fortemente voluto dalla Francia per limitare l'espansionismo tedesco.

Dopo aver descritto la struttura della *governance* economica dell'eurozona, nel secondo capitolo viene presentata un'analisi critica di tale struttura. L'analisi mostra quali errori caratterizzano il progetto di integrazione economica e monetaria, ponendo l'accento soprattutto sulle profonde asimmetrie strutturali che sussistono tra le economie degli Stati membri e che ostacolano il corretto funzionamento dell'unione monetaria. Complessivamente i vantaggi derivanti dall'introduzione dell'Euro sono stati sovrastati dai costi, soprattutto a causa dell'ampliamento della divergenza economica tra gli Stati membri. A tal proposito si introduce il concetto del divario tra centro e periferia all'interno dell'eurozona, un concetto attorno cui si dispiega l'intero lavoro. La suddivisione dell'eurozona in un'area centrale e in un'area periferica, infatti, consente di comprendere al meglio gli squilibri macroeconomici causati dall'imposizione di un'unica politica monetaria su 19 Stati con esigenze molto differenti. In seguito l'analisi si concentra sul ruolo economico predominante della Germania, definita come la «locomotiva economica europea». Più specificatamente vengono evidenziati i vantaggi di cui la Germania ha potuto beneficiare adottando l'Euro e abbandonando il Marco, e successivamente si descrivono le politiche economiche di deflazione salariale avviate con il piano Hartz che hanno permesso all'economia tedesca di diventare un modello di competitività nel mondo e di ottenere un surplus commerciale addirittura superiore a quello della Cina. Il modello tedesco incentrato sulla svalutazione del costo del lavoro, infatti, è l'unico attuabile nel contesto di un sistema di cambi fissi qual è l'eurozona, dove è impraticabile la svalutazione della moneta.

La seconda parte del lavoro si apre con il terzo capitolo dove si affronta nel dettaglio l'ipotesi di un'eurozona a più velocità avanzata da Stiglitz. Prima però vengono esaminate le ragioni per le quali l'eurozona vive attualmente in una condizione di stagnazione economica, una situazione che rende indispensabile la ristrutturazione dell'eurozona. Vi è dunque una breve digressione sulla crisi dei debiti sovrani che tra

il 2010 e il 2011 ha portato i paesi del Sud dell'Europa, comunemente chiamati PIIGS, nel pieno di una drammatica recessione economica che ha richiesto l'intervento della Troika e l'imposizione delle politiche di austerità.

La proposta di un'eurozona a più velocità viene presentata con la convinzione che per impedire la disintegrazione dell'eurozona, questa debba essere suddivisa in macroregioni ognuna con una propria valuta, libera di fluttuare entro un margine di oscillazione. La proposta di Stiglitz è comunque una soluzione di carattere temporaneo che lascerebbe aperta la possibilità di un successivo ritorno alla moneta unica.

Nel quarto capitolo, infine, vi è un'analisi critica del progetto di introdurre un'eurozona a più velocità, in cui se ne evidenziano i principali limiti e alcune questioni che il premio Nobel americano lascia insolute.

Alla fine del lavoro si valutano le possibili alternative a un'eurozona a più velocità. Nello specifico viene presentato un possibile piano di riforme strutturali dell'eurozona come quello recentemente proposto dalle istituzioni europee e supportato da diversi governi degli Stati membri.

CAPITOLO I

CENNI STORICI E STRUTTURA DELL'UNIONE ECONOMICA E MONETARIA EUROPEA

1.1 Le origini del progetto e gli obiettivi

La creazione dell'*Unione economica e monetaria dell'Unione Europea* (UEM) sancita con il trattato di Maastricht del 1992, fu la realizzazione di un progetto di cui la prima bozza fu portata alla luce diversi decenni addietro. Il tema della costruzione di un'unione monetaria cominciò a farsi largo fin dalla nascita della Comunità Economica Europea (CEE) nel 1957, che segnò la nascita del Mercato europeo comune e una delle fasi cruciali nell'ambito del progetto di integrazione economica in

Europa. Con la nascita del Mercato comune europeo infatti, si istituzionalizzò la libertà di movimento di beni, servizi, lavoratori e capitali ma di fatto, all'epoca della CEE, la creazione di un'unione monetaria non era indispensabile. Dal 1945 era infatti in vigore il Gold exchange standard, il sistema monetario internazionale, istituito in seguito agli accordi di Bretton Woods, che poneva il dollaro americano come unica valuta adottata per gli scambi commerciali internazionali e che prevedeva la parità fissa tra il valore del dollaro e tutte le altre valute. Gli Stati Uniti, di fatto, si erano posti come garanti della stabilità del nuovo sistema monetario internazionale istituito a Bretton Woods, un sistema monetario che fino agli anni 70' ha garantito la sospensione delle politiche protezionistiche, delle svalutazioni competitive del tasso di cambio e della concorrenza tra le politiche monetarie degli stati nazionali, che erano state tra le cause che avevano condotto al secondo conflitto mondiale. Dopo un decennio caratterizzato da commercio, crescita economica, bassa disoccupazione, all'inizio degli anni 70' la CEE subì le pesanti conseguenze della crisi che

colpì il sistema monetario internazionale in concomitanza con le crisi energetiche. Il sistema di Bretton Woods crollò nel 1971, quando il presidente americano Nixon annunciò l'inconvertibilità del dollaro in oro. In Europa il Mercato comune era quindi gravemente minacciato dall'instabilità dei cambi che attirò la grande speculazione, e fu proprio da qui che l'idea della costruzione di un'Unione monetaria cominciò a maturare. In particolare, l'8 maggio 1970 fu presentato alla Commissione europea il «Piano Werner», che era il primo progetto per la creazione di un'unione economica e monetaria in Europa. Il Piano Werner fu realizzato da un comitato di esperti e prese il nome dal presidente e ministro delle finanze lussemburghese Pierre Werner. La realizzazione dell'integrazione economica e monetaria europea sarebbe dovuta avvenire in tre stadi, entro il 1980. Il primo stadio prevedeva la riduzione dei margini di fluttuazione monetaria, un obiettivo che però dava implicitamente per scontato che i tassi di cambio restassero fissi e agganciati alla moneta statunitense. Con il crollo di Bretton Woods, il primo stadio del progetto si infranse contro l'ondata di instabilità che colpì il mercato valutario, rendendo irrealizzabile l'obiettivo di legare più strettamente tra loro le valute europee. Sebbene il Piano Werner non ebbe successo, esso fu una tappa fondamentale che gettò le basi per una politica monetaria comune e che ispirò successivamente il cosiddetto Rapporto Delors.

Prima del Rapporto Delors, che segnò il passo definitivo per la nascita dell'UEM, nella CEE furono siglati due successivi accordi monetari finalizzati a favorire la

stabilizzazione economica e finanziaria. Il primo, immediatamente successivo al piano Werner, fu il cosiddetto «*Serpente monetario*»¹, un meccanismo di gestione della fluttuazione dei tassi di cambio entro un margine di oscillazione predeterminato e ristretto tra le valute comunitarie e tra queste e il dollaro². Tuttavia l'esperienza del *Serpente monetario* fu travolta e destabilizzata dalla crisi petrolifera del 1973, dalle divergenze politiche tra i governi comunitari e dalla debolezza del dollaro, tutti fattori che portarono all'abbandono prima della Gran Bretagna e dell'Irlanda, e poi dell'Italia e della Francia nel 1974.

Il secondo accordo che rimpiazzò il fallimentare *Serpente monetario*, fu quello che diede vita al Sistema monetario europeo detto anche SME³. La creazione dello SME rappresentò l'ultima tappa prima della nascita dell'unione economica e monetaria nella CE. Lo SME era un accordo di cambi fissi aggiustabili il cui obiettivo primario era quello di raggiungere una stabilità durevole dei tassi di cambio delle valute dei paesi comunitari, mettendole al riparo dalle pericolose fluttuazioni del dollaro, che avrebbe consentito di sfruttare appieno i vantaggi derivanti dal mercato unico in termini di commercio, investimenti e crescita economica. L'obiettivo della stabilità valutaria era funzionale ad un ulteriore obiettivo, che in quell'epoca gli Stati membri reputavano prioritario, cioè il controllo e la riduzione dell'inflazione all'interno della Comunità Europea. Si trattava senz'altro del più avanzato tentativo di costruzione di un'unione monetaria mai raggiunto fino ad allora. L'elemento saliente dello SME infatti va individuato nel trasferimento, senza precedenti, di autonomia monetaria da parte degli Stati europei, dato che nello SME i tassi di cambio potevano essere alterati solamente con il mutuo consenso degli Stati membri e della Commissione europea. Da questo punto di vista lo SME rappresentò sicuramente un'esperienza molto utile rispetto alla gestione concertata dei tassi di cambio da parte delle banche centrali comunitarie. D'altra parte però lo SME rappresentava un sistema altamente asimmetrico dal momento che lo standard monetario di riferimento reale non era l'Ecu ma il marco

¹ Accordo siglato a Basilea nel 1972 tra gli stati membri della CEE (Repubblica Federale di Germania, Francia, Paesi Bassi, Belgio, Lussemburgo, Italia) e altri 4 paesi che decisero di aderirvi (Regno Unito, Irlanda, Danimarca, Norvegia).

² L'accordo prevedeva uno scarto massimo del 2,5% tra le divise europee, e uno scarto massimo del 4,5% tra ogni divisa europea e il dollaro.

³ Lo SME entrò in vigore il 13 marzo 1979 e vi aderirono tutti i paesi della Comunità Europea ad eccezione del Regno Unito, che vi prese parte nel 1990. Nell'ambito dello SME furono siglati gli Accordi europei di cambio, che prevedevano un margine ristretto di fluttuazione dei cambi delle divise europee del $\pm 2,25\%$ ($\pm 6\%$ per la lira italiana) rispetto all'Ecu, l'unità di conto europea, ovvero una valuta-paniere il cui valore è dato dalla media ponderata delle valute partecipanti.

tedesco: la Germania era infatti l'economia a più bassa inflazione e lo SME poneva implicitamente la condizione che tutti i paesi della Comunità Europea convergessero verso l'economia a più bassa inflazione. La Germania era il modello di politica economica europea⁴. Ma un sistema monetario con tali asimmetrie avrebbe presto condotto verso un conflitto di matrice politica tra le potenze europee, in particolare avrebbe riaperto il secolare conflitto tra Germania e Francia, i cui interessi sono stati sempre poco complementari. Lo scenario di una possibile ulteriore collisione tra Francia e Germania spinse il governo francese, allora guidato dal socialista François Mitterrand, a porre come obiettivo principale nell'agenda politica la creazione di istituzioni monetarie sovranazionali, che potessero esercitare una funzione di controllo sulla politica monetaria tedesca e che garantissero la possibilità di ottenere i vantaggi del mercato unico a tutti gli stati della Comunità Europea. Da qui la necessità di portare a conclusione il progetto dell'UEM; un progetto politico prima che economico.

L'Atto Unico Europeo elaborato nel 1985 e firmato nel 1992 dai paesi della Comunità Europea, aveva come obiettivo essenziale il completamento del mercato interno attraverso l'abbattimento di ogni barriera esistente alla libera circolazione di beni, servizi, persone e capitali. Per raggiungere tale obiettivo e sfruttare appieno le potenzialità proprie del mercato unico, era perciò indispensabile la creazione dell'UEM e in particolare l'adozione di una moneta unica, che avrebbe consentito di eliminare i costi di transazione connessi all'esistenza di diverse valute e alla fluttuazione dei cambi. L'elemento che avrebbe contraddistinto il progetto dell'UEM sarebbe stato quello della perdita, da parte degli stati membri, della sovranità monetaria che risulta incompatibile con un regime di cambi fissi e con la perfetta mobilità dei capitali⁵.

1.1.1 Le tre tappe verso la nascita dell'UEM: il Rapporto Delors

Come precedentemente anticipato, il Rapporto Delors segnò un punto di svolta nel progetto di integrazione monetaria ed economica in Europa. Tale rapporto fu redatto nell'ambito del «Comitato per lo studio dell'Unione economica e monetaria delle Comunità europee», presieduto dall'allora presidente della Commissione europea Jacques Delors e istituito nel giugno 1988 dal Consiglio europeo di Hannover. Il

⁴ Montani G., «La costruzione dell'Unione monetaria: due metodi a confronto», 40, n.3 (1998): 205, in www.thefederalist.eu.

⁵ Il principio del *trio inconciliabile* riconducibile al modello Mundell-Fleming.

compito assegnato a tale comitato era quello di elaborare un progetto per la realizzazione dell'Unione economica e monetaria europea. Il Rapporto Delors proponeva a tal proposito un progetto articolato in tre fasi, che verrà formalmente consacrato nel trattato di Maastricht con cui nacque l'Unione Europea. La Prima fase fu avviata il 1° luglio 1990 può essere vista come una fase preliminare e prevedeva il completamento del mercato interno, l'avvio del coordinamento delle politiche economiche attraverso il rafforzamento della cooperazione tra le banche centrali e l'abbattimento degli ostacoli all'integrazione finanziaria attraverso la completa liberalizzazione del movimento dei capitali. La Seconda fase fu avviata il 1° gennaio 1994 con la creazione dell'Istituto monetario europeo (IME), un'istituzione transitoria che poi si sarebbe formalmente trasformata nella Banca Centrale Europea, funzionale al rafforzamento della cooperazione tra le banche centrali e al coordinamento delle politiche monetarie tra gli Stati della CE. Con l'istituzione dell'IME inoltre si gettarono le basi per la creazione del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e per la realizzazione di obiettivi fondamentali nell'ambito del progetto UEM come la conduzione di una politica monetaria unica, per favorire la convergenza economica tra gli Stati membri, e l'introduzione di una moneta comune che verrà denominata *euro*. Infine la Terza fase, avviata il 1° gennaio del 1999, vide la fissazione irrevocabile dei tassi di cambio delle valute dei primi 11 Stati membri dell'UEM, l'istituzione della SEBC e della BCE a cui viene attribuita la responsabilità esclusiva di condurre la politica monetaria all'interno dell'Unione economica e monetaria europea.

1.2 Il trattato di Maastricht: le origini

Il trattato di Maastricht firmato il 7 febbraio 1992 può essere definito come il trattato istitutivo dell'Unione economica e monetaria europea. Con tale trattato infatti si decise irrevocabilmente che in Europa sarebbe stata introdotta una moneta unica, solida e stabile entro un decennio. Prima di affrontare concretamente i contenuti del trattato di Maastricht, da cui sarà possibile discernere le caratteristiche strutturali dell'eurozona, è indispensabile tornare brevemente a osservare il contesto storico, e analizzare la nascita dell'UEM in chiave politica. In questo modo potranno essere inquadrati più facilmente quei difetti strutturali che hanno contribuito in modo decisivo a determinare l'attuale crisi nell'eurozona e, soprattutto, l'enorme divario esistente tra i paesi centrali e periferici.

1.2.1 Il negoziato franco-tedesco: la strada verso Maastricht

Il trattato di Maastricht venne siglato negli anni immediatamente successivi al crollo del muro di Berlino che segnò la fine della guerra fredda e lo sfaldamento del regime sovietico. Ma il crollo del muro significò soprattutto il riemergere della «questione tedesca» nel continente europeo. La riunificazione della Germania, infatti, preoccupava le maggiori potenze europee, nello specifico Francia, Inghilterra e Italia. Il timore era quello che la Germania potesse facilmente imporre il proprio dominio economico su tutte le altre nazioni europee. La fine della guerra fredda segnò il passaggio da un'Europa incentrata sulla sicurezza e sull'integrazione militare, per contenere i propositi espansionistici dell'URSS, ad un'Europa incentrata sull'integrazione economica e sulla crescita in cui il potere del marco tedesco si sarebbe significativamente rafforzato rispetto a quello delle armi nucleari francesi⁶. La strada che portò verso Maastricht si configurò come un negoziato bilaterale tra Francia e Germania con protagonisti rispettivamente il presidente francese François Mitterrand e il cancelliere tedesco Helmut Kohl. Nell'ambito di tale negoziato la volontà di Mitterrand era quella di posticipare l'unificazione della Germania e di completare anzitutto l'integrazione economica nella Comunità Europea. La priorità di Kohl era invece quella di ottenere in tempi rapidi e a condizioni vantaggiose per la Germania l'unificazione. Tuttavia la strategia del governo francese mutò radicalmente e subì una svolta nel marzo del 1990 allorché la Francia, attraverso il Ministro degli Affari Esteri Roland Dumas, riconobbe ufficialmente l'inevitabilità dell'assorbimento della Repubblica Democratica Tedesca da parte della Repubblica Federale di Germania in tempi brevi. Solo così si sarebbero potuti fare quei passi in avanti necessari per completare l'integrazione politica, economica e monetaria in Europa⁷.

Il negoziato franco-tedesco culminò nel Consiglio europeo di Maastricht nel febbraio 1992 con la firma ufficiale del trattato sull'Unione Europea da parte degli stati membri della CE. Il trattato, che entrò in vigore il 1° gennaio 1993, rappresentò un successo per tutta la Comunità Europea che fece un passo decisivo verso il completamento del progetto di integrazione economica e monetaria. Ma fu principalmente un successo per Francia e Germania visto che erano riuscite nell'intento di preservare le loro relazioni

⁶ Baun M. J., «The Maastricht treaty as high politics: Germany, France, and European Integration», *Political science quarterly*, 110, N.4, (1995-1996), pp. 605-624: p.610.

⁷ Riding A., «France Urges West Germany to Speed Unification», *New York Times*, 21 marzo 1990.

bilaterali, e di raggiungere un accordo vantaggioso rispetto ai rispettivi interessi: la Germania aveva potuto portare a termine l'unificazione in cambio della cessione della propria sovranità monetaria ad istituzioni monetarie sovranazionali e della creazione di un'unione monetaria con una valuta unica; la Francia aveva ottenuto di porre dei vincoli istituzionali funzionali al contenimento del potente vicino tedesco.

1.2.2 Il ruolo della Bundesbank

Dietro all'accordo franco-tedesco che ha portato al trattato di Maastricht che istituì l'UEM, si deve considerare l'influenza esercitata da un attore che fin dalla costruzione delle fondamenta dell'eurozona ha sempre esercitato un ruolo da protagonista rispetto alla definizione degli obiettivi e delle politiche economiche da adottare per realizzare tali obiettivi: la Bundesbank. Le autorità monetarie e finanziarie tedesche hanno sempre guardato con avversione agli accordi internazionali sui tassi di cambio. Il motivo di tale avversione deve essere individuato nello storico risentimento tedesco verso l'inflazione, che risale ai tempi dell'iperinflazione di Weimar degli anni 20'. L'obiettivo prioritario della politica monetaria della Bundesbank è infatti il mantenimento della stabilità dei prezzi⁸. L'adesione della Germania all'UEM avrebbe infatti determinato la perdita della sovranità monetaria, l'impossibilità di proteggere il marco da shock monetari e soprattutto il rischio di importare in Germania inflazione e instabilità monetaria dagli altri Stati membri. A partire da tali considerazioni deve essere interpretato il ruolo chiave che la Bundesbank e il Ministero delle finanze tedesco hanno svolto nell'ambito dei negoziati che hanno portato all'adesione della Germania al trattato di Maastricht. Pur non potendo opporsi alle considerevoli ragioni politiche che motivavano l'impegno preso dal cancelliere Kohl di favorire l'integrazione economica e monetaria nella Comunità Europea, la Bundesbank aveva però il potere di contribuire a configurare la posizione tedesca rispetto alla definizione dell'assetto istituzionale della futura UEM. Il presupposto fondamentale era che i potenziali Stati membri si impegnassero rispetto all'obiettivo della stabilità monetaria e, soprattutto, adottassero le politiche necessarie alla convergenza nel medio-lungo periodo agli standard economici della Germania in termini di bassa inflazione, tassi di interesse e deficit di bilancio⁹.

⁸ Bundesbank act, 26 luglio 1957, Art. 3 pt.1.

⁹ Baun M.J, Op. cit., p.617.

Già all'epoca inoltre si auspicava l'alternativa di un possibile approccio a due velocità all'interno dell'Unione economica e monetaria europea. In pratica un gruppo ristretto di paesi, che avevano già raggiunto una sostanziale convergenza economica, sarebbero stati inizialmente coinvolti nel processo di integrazione monetaria. Questo gruppo di paesi doveva essere formato da: Germania, Francia e i paesi del Benelux ovvero Belgio, Paesi Bassi e Lussemburgo. Gli altri paesi rimasti esclusi si sarebbero potuti unire in seguito, nel momento in cui le loro economie si fossero mostrate sufficientemente credibili e in grado di rispettare i parametri di convergenza dell'UEM¹⁰. Il progetto di un'eurozona a due velocità, oggi sostenuta da molti leader europei e in particolare dalla cancelliera tedesca Angela Merkel, non rappresenta quindi una novità assoluta ma trae invece le sue origini addirittura negli anni che hanno preceduto il trattato di Maastricht e la nascita dell'UEM.

1.3 I criteri di convergenza di Maastricht

I criteri di convergenza o parametri di Maastricht costituiscono le fondamenta dell'architettura dell'eurozona e in quanto tali meritano di essere accuratamente analizzati. Tali criteri furono ideati con lo scopo di assicurare che l'economia di ciascuno Stato membro fosse sufficientemente preparata per accedere alla Terza fase illustrata nel Rapporto Delors e quindi adottare la moneta unica; essi, di fatto, costituiscono dei requisiti preliminari per l'ingresso nell'UEM, e saranno alla base del patto di stabilità e crescita siglato nel 1997 dai paesi membri dell'Unione europea.

I criteri di convergenza sono cinque¹¹. Il primo criterio riguarda la stabilità dei prezzi e dispone che il tasso di inflazione di ogni stato membro non deve superare per più dell'1,5% quello dei tre Stati membri che hanno conseguito i risultati migliori in termini di stabilità dei prezzi¹². Il secondo criterio riguarda la buona salute della finanza pubblica e dispone che il rapporto tra disavanzo pubblico annuale e PIL non ecceda il 3% alla fine dell'ultimo esercizio finanziario concluso. Il terzo criterio riguarda la sostenibilità della finanza pubblica e dispone che il rapporto tra il debito pubblico lordo e il PIL non deve superare il 60% alla fine dell'ultimo esercizio di

¹⁰ *Ibid.*

¹¹ Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (versione consolidata), parte terza: politiche dell'unione e azioni interne, titolo 8: politica economica e monetaria, capo 5: disposizioni transitorie, art. 140 (ex artt.121, par. 1, 122, par. 2, seconda frase e 123, par. 5, del TCE).

¹² Il tasso di inflazione degli stati membri viene misurato attraverso l'"Indice dei prezzi al consumo armonizzato", un particolare indice che assicura una misurazione dell'inflazione comparabile a livello europeo.

bilancio concluso. Il quarto criterio riguarda la stabilità della convergenza e dispone che il livello dei tassi di interesse a lungo termine di uno Stato membro non devono superare per più del 2% quello dei tre Stati membri che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi. Il quinto criterio infine riguarda la stabilità dei tassi di cambio e dispone il rispetto dei margini normali di fluttuazione previsti dal meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo per almeno due anni, senza svalutazioni nei confronti dell'euro¹³.

Una volta definite le condizioni per l'ingresso nell'UEM attraverso i criteri di Maastricht, si aprì una fase di transizione che si identifica nell'intervallo di tempo che va dal 1° gennaio 1994, data formale che sancì l'inizio della Seconda fase, al 3 maggio 1998 quando il Consiglio dell'Unione europea verificò all'unanimità che 11 Stati membri dell'Unione europea soddisfacevano i criteri di convergenza e potevano di conseguenza partecipare alla Terza fase, che avrebbe portato all'adozione ufficiale dell'euro entro il 1° gennaio del 1999. Durante questa fase di transizione gli Stati membri dell'Unione europea adottarono una serie di misure finalizzate ad allineare la propria economia ai parametri di Maastricht.

1.4 L'introduzione dell'euro e gli Stati membri dell'UEM

Il 1° gennaio 1999 l'euro entrò formalmente in vigore come moneta unica dell'Unione economica e monetaria europea la quale entrò, di fatto, nella sua Terza fase. La nomenclatura della nuova valuta venne decisa nel Consiglio europeo di Madrid del 1995, mentre le illustrazioni delle future banconote e monete furono presentate dall'IME a margine del Consiglio europeo del 1996. La messa in circolazione dell'euro fu graduale e le valute nazionali sarebbero state ritirate definitivamente soltanto dal 1° gennaio del 2002. Questa fase transitoria non riguardò gli operatori finanziari e gli imprenditori i quali adottarono fin da subito l'euro per tutte quelle transazioni che non richiedevano l'uso del contante. Tuttavia l'inizio della Terza fase fu molto importante perché definì lo schema di base dell'UEM e il primo gruppo di Stati membri. Come precedentemente anticipato, nel 1998 furono 11 i paesi giudicati conformi ai criteri di

¹³ Il criterio sulla stabilità dei tassi di cambio ha lo scopo di penalizzare le svalutazioni competitive operate dalle autorità monetarie nazionali per rendere maggiormente competitiva l'economia del paese.

convergenza di Maastricht e questi erano: Belgio, Germania, Spagna, Francia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. Mentre la Grecia, che fece il suo ingresso nell'UEM nel 2001, e la Svezia non rispondevano ancora ai requisiti di Maastricht. Negli anni successivi l'eurozona ha subito un importante processo di allargamento a nuovi paesi che hanno deciso di aderirvi, nell'ordine: la Slovenia nel 2007, Cipro e Malta nel 2008, Slovacchia nel 2009, Estonia nel 2011, Lettonia nel 2014, Lituania nel 2015. Ad oggi gli Stati membri dell'UEM sono 19.

Regno Unito e Danimarca invece esercitarono la clausola di «opting out», una clausola derogatoria attraverso la quale i due paesi ottennero l'esenzione dalla Terza fase dell'UEM. In pratica Regno Unito e Danimarca non hanno mai adottato l'euro come moneta nazionale e hanno deciso di mantenere la propria moneta.

1.4 L'assetto della governance economica europea

L'avvio della Terza fase determinò la nascita dell'eurozona e configurò l'assetto definitivo della sua *governance*. A partire dal 1° gennaio del 1999, infatti, le banche centrali degli stati membri trasferirono le loro competenze nell'ambito della politica monetaria alla Banca centrale europea (BCE), un'istituzione sovranazionale dotata di personalità giuridica, che subentrò ufficialmente all'IME nel giugno del 1998. La BCE da questo momento è divenuta l'unica responsabile della politica monetaria dell'eurozona e ha costituito il nucleo centrale dell'Eurosistema e del Sistema europeo di banche centrali (SEBC). L'apparato decisionale della BCE è composto dal Consiglio direttivo che è la massima autorità decisionale e ha competenza esclusiva in materia di politica monetaria. Il Consiglio direttivo è costituito dai sei membri del Comitato esecutivo e dai governatori delle banche centrali dei 19 paesi dell'area dell'euro. Il secondo organo in ordine di importanza all'interno della BCE è il Comitato esecutivo a cui spetta l'attuazione delle direttive e delle decisioni adottate dal Consiglio direttivo e la gestione corrente della BCE. Il Comitato esecutivo è costituito da Presidente, Vicepresidente e altri quattro membri.

Nell'ambito della *governance* economica dell'UE occorre distinguere tra SEBC ed Eurosistema, due organismi molto simili la cui distinzione proseguirà fino a che esisteranno paesi membri dell'UE che hanno deciso di non adottare l'euro. L'Eurosistema comprende la BCE e le banche centrali degli stati membri

dell'eurozona, ovvero gli stati che hanno deciso di aderire alla Terza fase dell'UEM. Il SEBC invece comprende la BCE e le banche centrali di tutti gli Stati membri dell'Unione europea, quindi anche quelle degli Stati che hanno deciso di non aderire alla terza fase dell'UEM. Di fatto la missione e i compiti assegnati al SEBC dal trattato di Maastricht e dallo statuto del SEBC e della BCE, sono effettivamente svolti solo nell'Eurosistema che è l'organo a cui gli Stati membri dell'eurozona hanno trasferito la propria sovranità monetaria¹⁴. La missione primaria dell'Eurosistema, in base all'art.2 del protocollo n.4 sullo statuto del SEBC e della BCE, è il mantenimento della stabilità dei prezzi e, fatto salvo questo obiettivo, ha il compito di sostenere le politiche economiche generali nell'Unione conformemente al principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza. Sintetizzando, l'Eurosistema ha quattro compiti fondamentali: attua la politica monetaria dell'eurozona secondo le indicazioni del Consiglio direttivo; conduce operazioni sui tassi di cambio; detiene e gestisce le riserve ufficiali dei paesi dell'eurozona; promuove il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento e contribuisce alla vigilanza sul sistema finanziario.

1.4.1 Il principio di indipendenza

Il principio fondamentale che guida l'azione delle istituzioni monetarie dell'eurozona è quello dell'indipendenza politica. Tale principio è espresso nell'art.130 del TFUE: Nell'esercizio dei poteri e nell'assolvimento dei compiti e dei doveri loro attribuiti dai trattati e dallo statuto del SEBC e della BCE, né la Banca centrale europea né una banca centrale nazionale né un membro dei rispettivi organi decisionali possono sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni, dagli organi o dagli organismi dell'Unione, dai governi degli Stati membri né da qualsiasi altro organismo. Le istituzioni, gli organi e gli organismi dell'Unione nonché i governi degli Stati membri si impegnano a rispettare questo principio e a non cercare di influenzare i membri degli organi decisionali della Banca centrale europea o delle banche centrali nazionali nell'assolvimento dei loro compiti.

L'indipendenza è inoltre ribadita dall'art.104 del Trattato sull'Unione europea che contiene la cosiddetta «*no bail-out clause*», la quale vieta alla BCE e alle banche centrali nazionali “la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di

¹⁴ <http://www.bankpedia.org/index.php/it/99-italian/e/20038-eurosistema>

facilitazione creditizia a favore di istituzioni od organismi dell'Unione, amministrazioni statali, enti regionali, locali o altri enti pubblici, altri organismi di diritto pubblico o imprese pubbliche degli Stati membri, così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito". Di fatto la «*no bail-out clause*» è stata inserita con l'obiettivo di risolvere il problema del *moral hazard*, prevenendo comportamenti rischiosi che si genererebbero qualora la BCE agisse come prestatrice di ultima istanza garantendo, in qualunque circostanza, il salvataggio dei governi dell'eurozona.

CAPITOLO II

CRITICITÀ E DIFETTI STRUTTURALI DELL'EUROZONA: UN'AREA ECONOMICA A PIÙ VELOCITÀ

2.1 Un'integrazione imperfetta

L'assetto istituzionale e normativo dell'eurozona così come viene configurato nei trattati europei, presuppone l'idea di un'area valutaria stabile, coesa, potente e finalmente credibile. La costruzione dell'Unione economica e monetaria in Europa rappresentò il culmine del progetto di integrazione europea di matrice funzionalista¹⁵. Un'area valutaria con una politica monetaria unica e una moneta comune avrebbe dovuto rappresentare l'ultimo passo prima della nascita degli Stati Uniti d'Europa, un'Europa federale e perfettamente integrata economicamente e politicamente, così come Jean Monnet auspicava. Tuttavia l'obiettivo ad oggi appare ancora molto distante nella sua piena realizzazione, principalmente a causa delle problematiche strutturali che in questo ventennio hanno condizionato l'affermazione e lo sviluppo dell'eurozona.

La prima grande criticità da sottolineare è la mancanza di un grado di integrazione politica sufficiente e adeguato per il livello di integrazione economica che è stato raggiunto nell'Unione europea. L'integrazione economica infatti ha generato una stretta interdipendenza tra gli Stati membri e di conseguenza le decisioni e le azioni

¹⁵ Il funzionalismo europeo fu la teoria portata avanti da Jean Monnet nell'ambito del progetto di integrazione europea. Questo approccio presuppone un'integrazione graduale tra le nazioni europee che consiste nel trasferimento graduale di competenze dello Stato verso istituzioni sovranazionali nell'ambito di settori specifici dell'economia o dell'amministrazione pubblica. A partire dall'integrazione settoriale si sarebbe ottenuta un'integrazione sempre più stretta, fino a giungere ad un'integrazione politica.

intraprese da pochi paesi, determinano degli effetti su tutti gli altri Stati membri. Ma dalla mancanza di un'unione di intenti dal punto di vista politico ne consegue che i benefici dell'integrazione economica vadano a vantaggio solo di alcuni paesi, mentre altri paesi si troveranno in una condizione peggiore rispetto a uno scenario dove l'integrazione economica fosse stata assente¹⁶.

Occorre poi riflettere su come avrebbe potuto funzionare un'area valutaria costituita da economie con asimmetrie strutturali così marcate. Già prima della costruzione dell'UEM era evidente che in Europa ci fossero delle grandi eterogeneità tra le economie dei vari paesi in termini di deficit di bilancio, debito pubblico, inflazione, tassi di interesse, tassi di cambio. La nascita dell'UEM ha implicato un sistema monetario a cambi fissi, una politica monetaria unica per tutti gli Stati membri, rigidi parametri di convergenza verso le economie a bassa inflazione, la limitazione del margine di manovra dei governi in politica fiscale. Tutte queste implicazioni, come si vedrà, non hanno affatto giocato a favore della convergenza economica ma hanno piuttosto contribuito ad allargare la forbice già esistente tra le economie del Nord del continente, il cosiddetto "centro", e quelle del Sud, la cosiddetta "periferia". Più specificatamente quando si fa riferimento ai paesi del centro si fa riferimento a: Germania, Austria, Francia, Belgio, Olanda, Lussemburgo, Finlandia. Tra i paesi della periferia vanno invece annoverati: Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia, Spagna ovvero i paesi che a partire dal 2009 sono stati definiti con l'acronimo di PIIGS proprio per sottolineare la loro situazione finanziaria poco virtuosa.

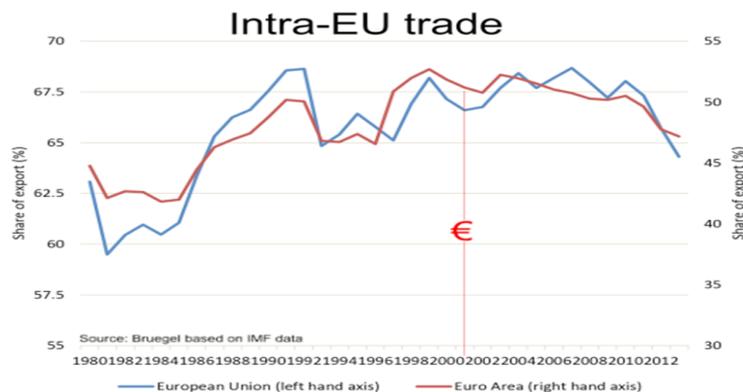
2.2 I benefici dell'ingresso nell'area valutaria europea

La teoria dell'area valutaria ottimale fu proposta dal premio Nobel per l'economia Robert Mundell negli anni Sessanta. Tale teoria suggerisce i vantaggi economici di cui un gruppo di paesi può beneficiare nel momento in cui entrano a far parte di un sistema monetario a cambi fissi o, come nel caso europeo, di un'unione monetaria. In particolare i paesi che hanno aderito all'eurozona hanno potuto eliminare i costi di transazione legati all'incertezza del cambio. L'introduzione dell'euro ha determinato inoltre una maggiore trasparenza sui prezzi di beni e servizi che risultano facilmente

¹⁶ Siglitz J.E., *The euro and its threat to the future of Europe*, Regno Unito, Allen Lane, 2016, pp. 51-52.

confrontabili, stimolando di conseguenza la concorrenza tra fornitori e un andamento dei prezzi al ribasso. Un effetto intuitivo, dato dall'eliminazione dei costi di transazione, è l'incremento del commercio intra-europeo. Tale incremento, come mostra la Figura 1, può essere quantificato in un +8% a partire dagli anni Ottanta per effetto della progressiva liberalizzazione del movimento di persone, beni, servizi e capitali nel mercato unico. L'introduzione dell'euro, invece, sembra non aver spostato verso l'alto la curva degli scambi commerciali in modo così netto visto che l'andamento del commercio nell'Unione europea e nell'eurozona risulta essere quasi lo stesso, con un forte declino a partire dall'inizio della crisi economica nel 2008.

Figura 1: valore percentuale degli scambi commerciali in termini di esportazioni nell'Unione europea (linea blu) e nell'eurozona (linea rossa).



Fonte: *Bruegel*, URL= <http://bruegel.org/2014/08/chart-sharp-decline-in-intra-eu-trade-over-the-past-4-years/>

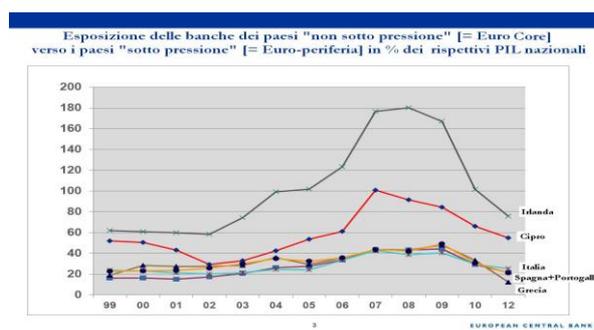
Un ulteriore vantaggio dell'adozione dell'euro è quello di dotarsi di una moneta forte e stabile, utilizzata come valuta di riserva internazionale. L'inflazione stabile e i bassi tassi di interesse sono fattori che contribuiscono considerevolmente a rendere l'euro una moneta credibile, soprattutto come moneta da investimento per strumenti finanziari denominati in euro. L'adozione di una moneta unica nell'ambito di un sistema monetario di cambi fissi

2.3 I costi dell'adesione a un sistema di cambi fissi

Quando uno Stato decide di aderire a un sistema monetario di cambi fissi, come l'eurozona, una delle principali criticità che dovrà prepararsi a fronteggiare è senza dubbio la perdita della flessibilità del cambio. Questo comporta che quando il settore industriale di un paese risulta non essere più competitivo sul mercato, in seguito ad

uno shock asimmetrico, la banca centrale nazionale non ha più il potere di intervenire sul tasso di cambio attraverso le svalutazioni competitive. Quindi se non può essere adottata la svalutazione esterna, ovvero la svalutazione della moneta per rendere i beni nazionali meno costosi, l'unico strumento a disposizione per recuperare competitività è quello della svalutazione interna ovvero la riduzione del costo del lavoro. La svalutazione interna viene attuata attraverso deflazione salariale e riforme strutturali del mercato del lavoro. Si tratta di misure drastiche che hanno un impatto negativo sul tessuto socio-economico nazionale ma che si rendono necessarie in un'unione monetaria affinché si possa riequilibrare la bilancia dei pagamenti¹⁷. Gli effetti di uno shock asimmetrico all'interno di un'unione monetaria dove non vi è convergenza tra i tassi di inflazione, come l'eurozona, consistono in un crescente surplus delle partite correnti dei paesi con minore inflazione che contemporaneamente si tramuta in un deficit crescente per i paesi con maggiore inflazione¹⁸. In altre parole nell'eurozona si è registrato un flusso costante di merci e capitali dai paesi del centro a quelli della periferia che ha portato, a sua volta, ad una crescita costante del debito privato delle economie periferiche verso le economie del centro, soprattutto nel settore bancario¹⁹ come mostra la Figura 2.

Figura 2: esposizione in percentuale del PIL nazionale delle banche dei paesi del centro verso i paesi della periferia.



Fonte: Banca Centrale Europea

¹⁷ Quando in un'unione monetaria si verifica uno shock asimmetrico gli interventi di politica monetaria sono inefficaci, visto che viene adottata una politica monetaria unica per tutti gli Stati membri a prescindere dalle congiunture economiche particolari. Di conseguenza intervengono strumenti di stabilizzazione alternativi come: la mobilità dei fattori produttivi; la flessibilità dei salari; la diversificazione produttiva; l'integrazione fiscale attraverso l'istituzione di un'unione di bilancio. Nell'eurozona questi strumenti di aggiustamento sono tuttavia poco efficaci viste le profonde asimmetrie tra gli Stati membri.

¹⁸ Bagnai A., *Crisi finanziaria e governo dell'economia*, 2011, p.18.

¹⁹ Costancio V., «The crisis in the euro area. », Atene, 2013.

2.4 Il divario centro-periferia nell'eurozona

A questo punto sembra evidente che la mancanza del consenso politico necessario e le differenze sociali, culturali, linguistiche ed economiche che caratterizzano l'Unione economica e monetaria europea abbiano impedito il corretto funzionamento della moneta unica. La speranza che l'Unione europea, sul modello degli Stati Uniti d'America, possa finalmente evolversi in uno Stato federale sembra essere di difficile realizzazione. Al contrario sembra evidente che le differenze sopra citate abbiano impedito una mobilità adeguata della forza lavoro e dei salari, che risulta indispensabile per il funzionamento di un'area valutaria come teorizzato da Mundell²⁰. Tali asimmetrie hanno reso l'integrazione monetaria un processo funzionale al finanziamento degli squilibri e non alla convergenza economica. In pratica a livello europeo "si è realizzato uno scenario per cui il paese più ricco

(Germania) finanzia la propria crescita *export led* prestando fondi ai paesi più poveri (quelli periferici dell'eurozona) che hanno visto aumentare il proprio debito estero, mentre quello pubblico diminuiva o restava stazionario" (Bagnai, 2011, p.18).

A questo punto è utile indirizzare l'analisi sui fattori che hanno impedito la convergenza agevolando l'enorme afflusso di beni e capitali dal centro alla periferia che, come è stato argomentato precedentemente, ha contribuito al dissesto finanziario del settore bancario da cui poi si è originata la crisi dei debiti sovrani che ancora oggi è motivo di instabilità nelle economie della periferia.

2.4.1 Lo scarto strutturale tra i differenziali di inflazione

Uno dei benefici dell'introduzione dell'euro è stato sicuramente la riduzione degli scarti tra i tassi di inflazione degli Stati membri, un obiettivo sancito a partire dai criteri di Maastricht. Tuttavia, nonostante l'ampia riduzione, i differenziali di inflazione permangono quando si prende come metro di riferimento l'economia più virtuosa in termini di inflazione bassa, come mostra la Figura 3. Questo è un elemento che oltre ad alimentare il divario tra paesi del centro e della periferia dell'eurozona, rafforza la

²⁰ Mundell R., «Theory of optimum currency areas», *American Economic Review*, vol.51, 1961, pp.657-665.

tesi che l'eurozona è, per la sua struttura, un'area a più velocità. In particolare riguardo all'andamento dell'inflazione si possono individuare tre gruppi di paesi all'interno dell'eurozona: il gruppo a bassa inflazione che comprende Germania, Francia, Belgio, Austria, Finlandia; il gruppo a inflazione più elevata che comprende Paesi Bassi, Portogallo, Spagna, Grecia, Irlanda; l'Italia che invece si colloca nel mezzo rispetto agli altri due gruppi²¹. La mancata convergenza tra i tassi di inflazione implica che nel corso degli anni la Germania ha potuto beneficiare di una svalutazione reale ovvero il prezzo dei beni e dei servizi tedeschi è diminuito in termini del prezzo dei beni e servizi prodotti dai partner dell'eurozona. La conseguenza di questa asimmetria nei tassi di inflazione è all'origine di un ulteriore squilibrio che riguarda la bilancia dei pagamenti dei paesi dell'eurozona, nella voce delle partite correnti.

Figura 3:

Differenziali (scarti) medi di inflazione fra paesi dell'eurozona e Germania		
	1980-1998	1999-2011
Greece	13.5	1.7
Spain	4.8	1.3
Portugal	8.9	1.0
Italy	5.3	0.7
Netherlan	-0.2	0.6
Belgium	0.8	0.6
Finland	2.1	0.3
Austria	0.3	0.3
France	2.1	0.2

Fonte: rielaborazione dati del Fondo Monetario Internazionale, «World Economic Outlook», 2011.

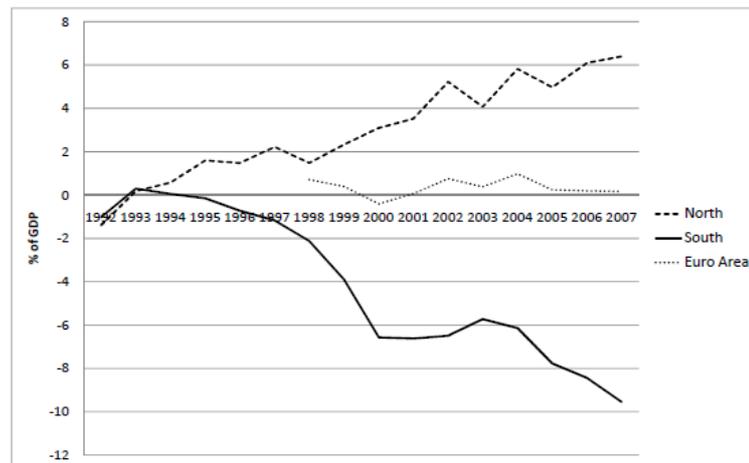
2.4.2 Gli squilibri delle partite correnti

Il saldo delle partite correnti è un indicatore di fondamentale importanza quando si vuole valutare lo stato di salute di un'economia aperta, dove vi è libera circolazione di merci, servizi e capitali. Uno squilibrio delle partite correnti si verifica quando la domanda di famiglie, imprese e settore pubblico di un paese è inferiore al livello di produzione o viceversa. Nell'eurozona lo squilibrio delle partite correnti tra gli Stati

²¹ Banca Centrale Europea, «Inflation convergence and divergence within the European Monetary Union», working paper series, 2006.

membri, in particolare tra i paesi del centro e quelli della periferia, ha visto una crescita costante a favore del centro a partire dall'introduzione della moneta unica. Come mostra la Figura 4 il periodo che va dal 1999 al 2007, che coincide con l'introduzione dell'euro, è quello in cui lo squilibrio nei saldi medi delle partite correnti tra i paesi del centro (in surplus) e della periferia (in deficit) è più accentuato. Sfruttando i surplus costanti delle partite correnti, i paesi del centro hanno potuto accumulare crediti verso i paesi della periferia i quali hanno visto a loro volta crescere costantemente il livello del debito privato e del deficit delle partite correnti. Se si considera il saldo delle partite correnti aggregato dell'eurozona si ottiene che questo è costantemente nullo essendoci un gruppo di paesi costantemente in surplus e un altro in deficit. Uno scenario caratterizzato da tali squilibri economici avrebbe necessitato un intervento di riequilibrio a livello istituzionale, ad esempio definendo un criterio quantitativo sul modello del parametro di Maastricht del 3% per il deficit pubblico degli Stati membri. Imponendo una soglia massima al deficit esterno si sarebbe potuto limitare lo squilibrio delle partite correnti nell'eurozona ma allo stesso tempo si sarebbero minati gli interessi delle potenze industriali dell'area del marco in particolare la Germania che, come è stato detto nel capitolo precedente, ha avuto un ruolo predominante nella configurazione dei criteri di Maastricht.

Figura 4: saldo delle partite correnti dal 1992 al 2007 in percentuale dei PIL nazionali, tra le economie del sud (periferia) e del nord (centro) dell'eurozona.



Fonte: AMECO database

Oltretutto il flusso di capitali che fluiva dal centro alla periferia era ritenuto funzionale al processo di convergenza, visto che i paesi della periferia essendo meno sviluppati

necessitavano di investimenti produttivi; gli investimenti, inoltre, avrebbero garantito rendimenti elevati visti gli alti tassi di interesse. Gli investimenti che giunsero nelle economie periferiche, tuttavia, furono principalmente degli investimenti di breve periodo, quindi investimenti di portafoglio o prestiti interbancari, che non potevano certamente essere destinati a progetti di lungo termine. Questa tipologia di investimenti stimolò i consumi e l'accesso al credito nella periferia, che portò ad un conseguente aumento dell'inflazione e quindi a una minore competitività delle suddette economie. L'aumento progressivo dei deficit delle bilance dei pagamenti dei paesi della periferia si interruppe quando il flusso di capitali subì una repentina battuta di arresto, un “*sudden stop*”. Nell'eurozona il *sudden stop* si è verificato in seguito all'esplosione della crisi dei *subprime* negli Stati Uniti nel 2008, una crisi che portò in Europa una ventata di sfiducia e una conseguente riluttanza da parte dei grandi creditori del centro a far fluire ulteriori capitali nelle economie della periferia. Da questo momento nell'eurozona si ebbe un'inversione di tendenza, e quelli che prima erano i crediti del centro ora diventano i debiti della periferia con tutte le criticità che ne conseguono, come si dirà nel prossimo capitolo.

2.5 La locomotiva economica tedesca

La Germania viene oggi comunemente indicata come la “locomotiva economica” d'Europa. Quello tedesco è un modello economico virtuoso che nel corso del tempo si è imposto come il vero parametro di riferimento per tutti gli altri paesi dell'eurozona soprattutto in termini di PIL, bassa disoccupazione, ridotto debito pubblico, bilancio pubblico in avanzo, bilancia dei pagamenti in surplus. Senza dubbio la Germania ha registrato i migliori dati in termini di crescita economica a partire dalla nascita dell'eurozona fino ad oggi. Una crescita costante e solida supportata anche da un contesto socio-politico stabile e affidabile che ha reso la Germania uno dei paesi più attraenti al mondo per gli investitori esteri, come mostra la Figura 5.

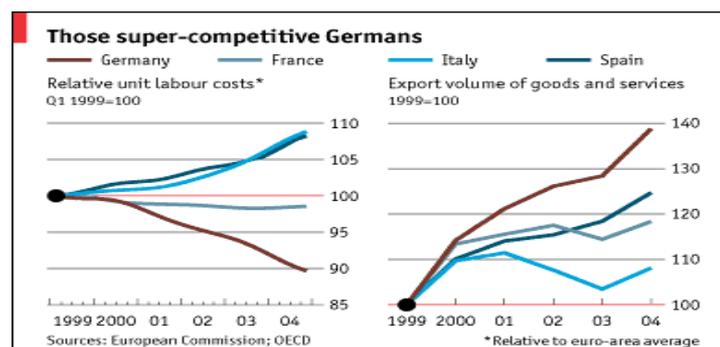
Figura 5: classifica dei paesi europei più attraenti in termini percentuali per le operazioni di investimento

Most attractive countries to establish operations in Europe		
Western Europe	2014	Change from 2013*
Germany	40%	+2 pts
United Kingdom	22%	+6 pts
France	11%	-6 pts
The Netherlands	3%	-1 pts
Denmark	2%	+2 pts
Spain	2%	-1 pt
Ireland	2%	+1 pt
Sweden	2%	0 pt
Belgium	2%	-1 pt
Switzerland	2%	0 pt
Italy	1%	-2 pts

Fonte: Ernest & Young survey, 2014

Insomma se negli anni Novanta, affossata dai costi della riunificazione, la Germania veniva etichettata come “il malato d’Europa” dal settimanale *The Economist*, il miracolo economico che ha portato l’economia tedesca ad un livello di competitività e crescita inavvicinabili per le altre economie dell’eurozona la rendono oggi un modello di riferimento, una “locomotiva economica”. L’inversione di marcia dell’economia tedesca tra gli anni Novanta e i primi anni Duemila fu il risultato dell’imponente pacchetto di riforme strutturali attuate durante la Cancelleria del Socialdemocratico Gerhard Schröder. Questo pacchetto di riforme fu presentato nel 2003 sotto il nome di “Agenda 2010” e conteneva una serie di misure che riguardavano lavoro, previdenza sociale, sanità e fisco. Il nucleo fondamentale dell’Agenda 2010 fu il Piano Hartz, ovvero le riforme strutturali del mercato del lavoro che portarono a una ristrutturazione dei servizi per l’impiego, all’introduzione progressiva dei *mini-jobs*, alla flessibilizzazione dei contratti di lavoro e alla riduzione dell’ammontare e della durata dei sussidi di disoccupazione. Queste misure hanno contribuito a ridurre il tasso di disoccupazione dal 12% nel 2003 al 3,9% odierno e a rendere l’economia tedesca la più competitiva in termini di costo per unità di lavoro come mostra la Figura 6.

Figura 6: il grafico a sinistra mostra l’andamento del costo per unità di lavoro relativo alla media dell’eurozona di Germania, Francia, Italia e Spagna tra il 1999 e il 2004. Il grafico a destra mostra invece il volume di esportazioni di beni e servizi.

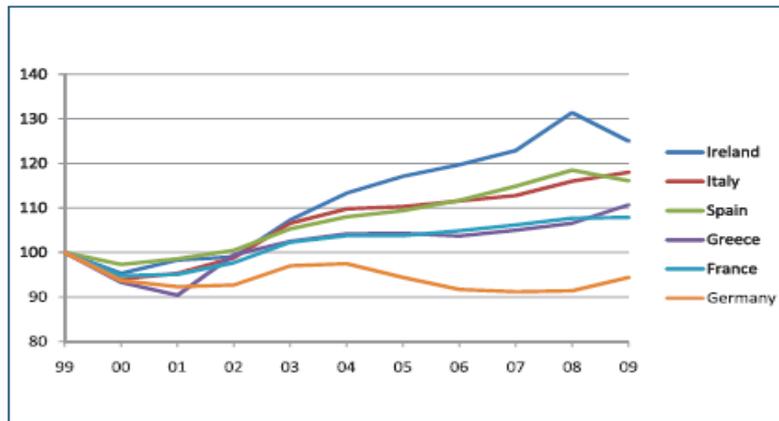


A questo punto è interessante analizzare e comprendere le principali caratteristiche del modello economico tedesco, osservando le politiche economiche adottate e i sacrifici che il *Wirtschaftswunder* o, miracolo economico, ha richiesto.

2.5.1 Il neo-mercantilismo tedesco

Il modello tedesco può essere definito come un modello neo-mercantilistico, ovvero un modello economico orientato alla realizzazione di surplus commerciali sistematici con l'estero. In altri termini si tratta di un modello che si rifà al mercantilismo, la politica economica prevalente in Europa tra il XVI e il XVII che in base alla definizione di Adam Smith ha come obiettivo quello di "incoraggiare le esportazioni e disincentivare le importazioni". Ovviamente il neo-mercantilismo perseguito oggi dalla Germania dovendo compiersi nell'ambito del mercato europeo comune dominato dai principi del libero scambio e della concorrenza, non può certo fondarsi sulle politiche protezionistiche fatte di dazi, tariffe, tasse, sussidi che caratterizzavano il mercantilismo nel passato. Oggi la struttura dell'eurozona sembra piuttosto prestarsi perfettamente alle politiche di moderazione salariale, funzionali al contenimento della domanda interna che permette di mantenere bassa l'inflazione. In realtà il perno della politica di *current account targeting* perseguita dalla Germania, è proprio il mantenimento di un livello di inflazione più basso rispetto ai propri partner commerciali. Non è quindi un caso che l'inflazione tedesca dal 1991 al 2013 si è mantenuta intorno ad un valore medio compreso tra l'1 e l'1,5%, dati OCSE. Praticamente l'inflazione media in Germania, dalla nascita dell'eurozona si è attestata intorno ad un valore medio che risulta inferiore di circa lo 0,5% rispetto al target del 2% indicato dalla BCE per l'eurozona. Una vera e propria politica di *beggar-thy-neighbour* che ha prodotto un vantaggio in termini di tasso di cambio reale rispetto ai partner dell'eurozona, ovvero ha reso più convenienti i prodotti tedeschi come mostra la Figura 7.

Figura 7: tassi di cambio reale effettivi (1999=100)



Fonte: Whyte P., Center for European Reform, 2010.

2.5.2 I vantaggi dell'ingresso nell'eurozona

Un altro fattore che occorre considerare è il vantaggio, in termini valutari, di cui ha beneficiato la Germania nel passaggio dal Marco all'Euro. L'appartenenza ad un sistema di cambi fissi come l'eurozona, infatti, ha permesso alla Germania di poter usufruire di una moneta, l'Euro, che risulta nettamente svalutata rispetto al valore effettivo del Marco tedesco. Anche Peter Navarro, direttore del National Trade Council, ha accusato la Germania di "dumping valutario". La Germania infatti è vista come una delle principali responsabili del deficit commerciale degli Stati Uniti e come l'ostacolo ai negoziati tra Unione Europea e Stati Uniti sul TTIP²².

Secondo un rapporto pubblicato dal Fondo Monetario Internazionale nel 2016, il tasso di cambio dell'Euro è sottovalutato di circa il 15% per la Germania mentre è sopravvalutato di circa il 6% per la Francia. In pratica se i due paesi abbandonassero l'eurozona e tornassero alle proprie valute, il Franco dovrebbe svalutarsi di circa il 20% rispetto al Marco²³. Il problema risiede nel fatto che il surplus sistematico del saldo delle partite correnti, che nel 2015 ha raggiunto il primato mondiale attestandosi all'8,6% del PIL²⁴, non si è tradotto in un apprezzamento del Marco come avveniva prima che la Germania adottasse l'Euro, secondo la legge della domanda e dell'offerta. Quando un paese registra un surplus delle partite correnti, infatti, si verifica un incremento della domanda della valuta nazionale, dovendo gli importatori acquistare i beni e i servizi nella valuta dell'esportatore. Ma con l'Euro questo meccanismo non

²² Donnan S., «Trump's top trade adviser accuses Germany of currency exploitation», *Financial Times*, 31 gennaio 2017.

²³ Robin J.P., «L'euro est trop fort de 6% pour la France et trop faible de 15% pour l'Allemagne, selon le FMI», *Le Figaro*, 3 agosto 2016.

²⁴ Dati OCSE reperibili sul sito <https://data.oecd.org/>.

funziona e quindi accade che la Germania, primo paese al mondo in termini di surplus delle partite correnti, abbia una valuta dello stesso valore della Grecia, che possiede un deficit sistematico della bilancia commerciale.

2.6 La sostenibilità del modello tedesco

I dati economici suggeriscono chiaramente che la Germania sia stato il paese che ha saputo contenere al meglio gli effetti nefasti che si sono accompagnati alla crisi finanziaria del 2008. Mentre gli altri paesi dell'eurozona, in particolare quelli periferici, cadevano in recessione la Germania continuava crescere, ad accumulare surplus delle partite correnti e avanzi di bilancio, a creare posti di lavoro.

Il surplus sistematico delle partite correnti, tuttavia, oltre a riflettere la competitività del modello tedesco riflette anche una tendenza al ribasso in termini di investimenti domestici. Il saldo delle partite correnti infatti riflette la differenza tra risparmi e investimenti domestici: è evidente che un surplus delle partite correnti così ampio riflette un tasso di risparmio, pubblico e privato, che a sua volta è molto più ampio del tasso degli investimenti domestici. Se si osserva l'andamento dei risparmi privati si nota un incremento netto del 3% circa tra il 2000 e il 2009. Allo stesso tempo anche il risparmio delle imprese ha avuto un incremento costante che è in linea con l'aumento dei profitti dovuto alla diminuzione progressiva del costo del lavoro, garantita dal Piano Hartz, e al conseguente aumento delle esportazioni.²⁵ Gran parte di questi risparmi, tuttavia, sono stati investiti all'estero mentre gli investimenti domestici sono andati calando. Dal 1999 la Germania ha accumulato un gap nel tasso medio di investimenti domestici di circa il 3% rispetto alla media dell'eurozona (esclusa la Germania), che corrisponde complessivamente a un valore di circa un trilione di Euro.²⁶ Ovviamente il basso tasso di investimenti domestici ha una ricaduta diretta sul tasso di crescita reale dell'economia tedesca che, considerando il periodo che va dal 1999 allo scoppio della crisi finanziaria nel 2008, era inferiore in media dello 0,4% rispetto alla crescita media annua dell'eurozona²⁷. Secondo le ricerche del German Institute for Economic Research, potrebbe crescere dello 0,6% in più in un anno, se il gap negli investimenti domestici venisse colmato. In particolare questo gap dovrebbe

²⁵ Whyte P., «Why Germany is not a model for the eurozone», *Centre for European reform*, 2010, p.4.

²⁶ AA.VV., «Investment for More Growth—An Agenda for Germany's Future», *German Institute for Economic Research*, 2013, p.3.

²⁷ Dati Commissione Europea.

essere azzerato attraverso un piano investimenti orientato in particolare verso tre settori: energia, infrastrutture dei trasporti, educazione.

La solidità delle finanze pubbliche, con l'avanzo di bilancio più ampio di sempre in Germania pari allo 0,8% del PIL alla fine del 2016, rappresenta lo scenario ideale per attuare un ambizioso piano di investimenti. Anche il Fondo Monetario Internazionale nel suo recente report sullo stato dell'economia tedesca, ha raccomandato al governo tedesco di fare più investimenti affinché si possa rafforzare la crescita potenziale nel lungo periodo e riportare l'inflazione a un livello di equilibrio rispetto agli altri partner dell'eurozona attraverso l'incremento del livello dei salari.

È opinione condivisa tra gli addetti ai lavori, sia a livello nazionale che internazionale, che la Germania debba invertire la rotta soprattutto in termini di investimenti nel settore terziario la cui produttività è rimasta stagnante, seguendo un andamento speculare rispetto al settore manifatturiero che è il vero modello di competitività ma che non incide allo stesso modo sul potenziale di crescita di un'economia. Un piano di investimenti mirato al terzo settore innalzerebbe non solo gli standard di vita in Germania, in termini di incremento dei consumi, ma avrebbe un effetto *spillover* anche per la crescita di tutta l'eurozona.

CAPITOLO III

UN'EUROZONA A PIÙ VELOCITÀ NEI TRATTATI: LA PROPOSTA DI STIGLITZ

3.1 La ristrutturazione dell'eurozona: un processo indispensabile

L'eurozona vive attualmente una fase di stagnazione dove il PIL e l'inflazione crescono in modo insufficiente mentre la disoccupazione è bloccata su percentuali a doppia cifra. La crisi come si vedrà in seguito, ha acuitizzato gli squilibri e le divergenze tra centro e periferia nell'eurozona. Oggi, di conseguenza, molti economisti e politici concordano sulla necessità di riformare l'eurozona per impedire

una sua dissoluzione. Non sembra essere sostenibile, invece, uno scenario in cui l'eurozona possa andare avanti così, con la struttura attuale, facendo il minimo per mantenerla in vita ma non realizzando nessuna riforma per ripristinare crescita e piena occupazione. Questa ipotesi appare ancor più insostenibile considerando che intanto euroscetticismo e populismi continuano a crescere conquistando il consenso soprattutto delle classi medie, dei lavoratori e delle fasce della popolazione che si trovano ai margini della società come i disoccupati e i Neet (*Not engaged in education, employment or training*) ovvero le persone non impiegate nello studio, né nel lavoro né nella formazione.

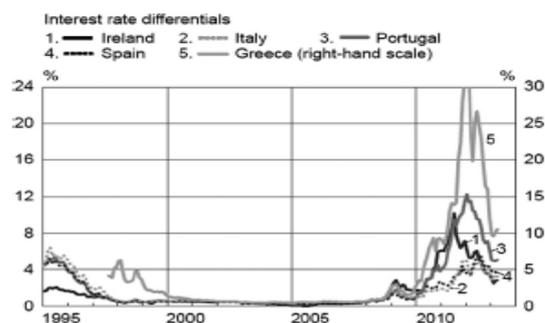
In questo capitolo in particolare si analizzerà la proposta del premio Nobel per l'economia Joseph Stiglitz che nella sua ultima pubblicazione «*The Euro and its threat to the future of Europe*», ipotizza un «Euro flessibile» ovvero la divisione effettiva dell'eurozona in macroregioni, ognuna con un proprio Euro flessibile e adeguato rispetto alle caratteristiche delle rispettive economie. Prima di affrontare la proposta di riforma di Stiglitz è utile fare un breve accenno all'origine della stagnazione economica che oggi affligge l'eurozona, più specificatamente alla crisi dei debiti sovrani e alle conseguenti politiche di austerità adottate dalla Troika le quali, secondo l'economista americano, hanno contribuito ad aggravare la crisi economica nei paesi della periferia.

3.1 La crisi dei debiti sovrani

Gli squilibri precedentemente descritti furono la premessa della crisi dei debiti sovrani che colpì i paesi periferici dell'eurozona tra il 2010 e il 2011. La crisi dei debiti sovrani, come suggerisce la sua denominazione, vide una pressione crescente sul debito pubblico degli stati dell'eurozona in particolare dei PIIGS dove la gestione dei conti pubblici non era stata particolarmente virtuosa. Il pretesto attraverso cui esplose la crisi in Europa fu uno shock esterno ovvero la crisi dei mutui *subprime* negli Stati Uniti tra il 2007 e il 2008. La crisi dei *subprime* infatti contagiò l'intero sistema finanziario globale e avviò di fatto una crisi finanziaria globale. Questo shock esterno determinò nell'eurozona un *sudden stop* ovvero il flusso di capitali che fino ad allora aveva gonfiato la crescita dei paesi della periferia si arrestò. Il settore privato entrò in una crisi di liquidità, a causa dell'insostenibile debito estero, che costrinse i governi dei PIIGS a prendersi carico delle passività bancarie per evitare una crisi sistemica

nell'eurozona. La crescente pressione su debiti e bilanci pubblici contribuì ad allargare progressivamente i differenziali tra il rendimento dei titoli di stato delle economie della periferia e del centro. La Figura 8 mostra come l'inizio della crisi abbia fatto schizzare in alto lo *spread* tra i titoli decennali dei PIIGS e quelli tedeschi. Fu questo lo scenario in cui furono avviate le politiche di austerità, ovvero le misure di politica di bilancio messe in atto dalla Troika per riordinare i conti dei PIIGS e impedire un eventuale *default* e il conseguente collasso economico dell'intera eurozona. La Troika, ovvero il triumvirato costituito da BCE, Commissione Europea e Fondo Monetario Internazionale, fornì il supporto economico alle economie dei PIIGS attraverso l'erogazione di prestiti. In cambio gli Stati che hanno ricevuto il supporto della Troika avrebbero dovuto rispettare delle rigide condizioni riguardo alle politiche economiche da attuare per riequilibrare i conti pubblici.

Figura 8: differenziale tra il tasso di interesse dei titoli di stato a 10 anni rispetto alla Germania



Fonte: Honkapohja S., «The Euro Area crisis: a view from the north», *Journal of Macroeconomics*, 2013

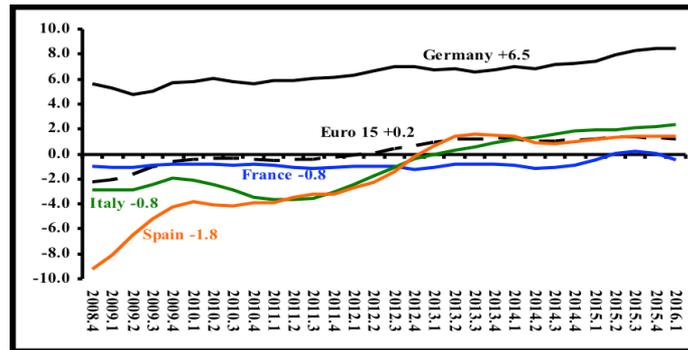
3.2 Il fallimento delle politiche di austerità: l'eurozona in stagnazione

Il premio Nobel per l'economia Joseph Stiglitz considera un fallimento il programma di austerità imposto ai paesi della periferia dalla Troika tra il 2011 e il 2012. L'obiettivo delle politiche di austerità era quello di ripristinare la competitività delle economie della periferia che fino al 2007 avevano beneficiato di una crescita artificiosa grazie ai capitali provenienti dal centro. La crescita tuttavia non si era accompagnata alle riforme strutturali che avrebbero garantito all'economia di restare competitiva, ovvero non era stata operata la svalutazione interna ma anzi il flusso di capitali in entrata aveva stimolato la crescita dei salari e quindi dell'inflazione. La Troika ha imposto un programma incentrato su consolidamento fiscale e riforme strutturali. Il consolidamento fiscale viene perseguito tramite il taglio della spesa pubblica e l'incremento della pressione fiscale per aumentare il gettito. Il taglio alla spesa e l'aumento della pressione fiscale sono misure che distruggono la domanda interna ma che allo stesso tempo contribuiscono a diminuire il deficit delle partite correnti: la riduzione del potere di acquisto di famiglie e imprese contrae il volume delle importazioni. La Figura 9 mostra l'impatto positivo delle politiche di austerità sul saldo delle partite correnti dei paesi dell'eurozona.

Ma ciò che Stiglitz sottolinea è che il riequilibrio dei conti è stato ottenuto al costo di una stagnazione economica che nel lungo periodo ha colpito l'intera eurozona. Tra il 2013 e il 2016 la crescita media del PIL pro capite dell'eurozona è stata di poco superiore all'1 per cento, una crescita insufficiente che non può essere considerata una ripresa economica²⁸, se si osserva anche l'andamento del tasso di disoccupazione che nel 2016 è rimasto attorno al 10 per cento (dati OCSE).

Figura 9: Saldo delle partite correnti di Germania, Francia, Spagna, Italia ed eurozona tra il 2008 e il 2016

²⁸ Weeks J., «Eurozone stagnation: wrong diagnosis, wrong medicine, no recovery», *Social Europe*, 2 settembre 2016.



Fonte: Weeks J., *Social Europe*, 2016. URL=<https://www.socialeurope.eu/2016/09/eurozone-stagnation-wrong-diagnosis-wrong-medicine-no-recovery/>

3.3 Il progetto di un «Euro flessibile»

Per promuovere la crescita dell'eurozona e l'uscita dalla situazione di stagnazione economica da cui è afflitta, l'economista americano Joseph Stiglitz propone l'introduzione di un «Euro flessibile». Si tratta di un ambizioso progetto di riforma strutturale il quale si fonda sulla premessa che l'eurozona sia un'unione monetaria difettosa fin dalla sua nascita. I difetti strutturali evidenziati nel corso del secondo capitolo, infatti, impediscono il corretto funzionamento dell'UEM e la moneta unica sembra costituire un problema per molti paesi, più che un vantaggio. In questo scenario si inserisce l'idea di Stiglitz di ristrutturare l'eurozona in modo che gruppi differenti di paesi possano avere ognuno il proprio Euro, in altre parole si vorrebbe formalizzare nei trattati un'Unione economica monetaria europea a più velocità evitando al contempo che il progetto di integrazione europea venga abbandonato. L'idea di base prevede che ogni paese o gruppo di paesi, abbia un proprio Euro il cui valore è libero di fluttuare entro dei limiti determinati dalle politiche stabilite dall'eurozona stessa. Lo scenario più plausibile è la creazione di un Euro per i paesi del centro (Euro del Nord) e di un Euro per quelli della periferia (Euro del Sud): ovviamente l'Euro del Nord avrebbe un cambio più apprezzato rispetto all'Euro del Sud. Questa suddivisione dell'eurozona in due macroregioni consentirebbe di ridurre il surplus commerciale dei paesi del centro che esporterebbero meno beni e servizi con una moneta libera di fluttuare. Allo stesso tempo i paesi aderenti all'Euro del Sud beneficerebbero di un Euro svalutato e di conseguenza potrebbero esportare e produrre di più, stimolando crescita e occupazione senza dover ricorrere alla compressione della domanda interna

come strumento per ridurre le importazioni e aggiustare il saldo delle partite correnti²⁹. Uno sdoppiamento dell'eurozona inoltre permetterebbe di avere cicli economici più omogenei e mercati del lavoro più uniformi in ognuna delle due macroregioni³⁰, due dei fattori che hanno reso impossibile il funzionamento dell'eurozona attuale. In ognuna delle due aree si potrebbero intraprendere le politiche fiscali e monetarie più adeguate a seconda delle necessità che implica il ciclo economico: questo sarebbe un vantaggio per le economie periferiche che soffrendo di alti tassi di disoccupazione potrebbero avviare politiche fiscali e monetarie più espansive e mirate alla crescita in quanto svincolate dal freno dell'austerità.

Con il passare del tempo è possibile che tali limiti si riducano avendo raggiunto la solidarietà e il grado di cooperazione adeguati per realizzare un'unione economica e monetaria con una valuta unica, che era l'obiettivo previsto nel trattato di Maastricht del 1992³¹, e quindi si possa tornare ad un'eurozona a moneta unica.

3.4 Un nuovo sistema finanziario

Un ulteriore elemento innovativo contenuto nella proposta di Stiglitz è l'idea di introdurre un sistema finanziario interamente digitale nell'eurozona. Tale sistema permetterebbe di ottenere un livello sufficiente di coordinamento politico che limiterebbe le fluttuazioni valutarie in un'ipotetica eurozona a più velocità. Più specificatamente ogni macroregione all'interno dell'eurozona avrebbe un proprio Euro, che però dovrebbe assumere la forma di una valuta elettronica. Secondo Stiglitz un'economia digitalizzata sarebbe più efficiente e faciliterebbe la riscossione delle tasse, oltre a costituire un vantaggio in termini di semplificazione e velocizzazione delle transazioni.

Anche il sistema di credito e quindi la gestione dell'offerta di moneta ne trarrebbe beneficio. Lo Stato infatti, attraverso la banca centrale, potrebbe controllare più facilmente la quantità di moneta circolante e dosarla a seconda della congiuntura economica in atto.

²⁹ Stiglitz J.E., «*The Euro and its threat to the future of Europe*», *op.cit.*, p. 292.

³⁰ Lugano F., «Euro a due velocità: soluzione o nuovo problema?», *Ofcs report*, 24 agosto 2016. (S. S. 2017)

³¹ *Ibidem*, p.298.

Inoltre per limitare l'eventualità di squilibri nel saldo delle partite correnti, Stiglitz propone l'introduzione di «gettoni elettronici»³² per regolare gli scambi commerciali e da affiancare alla moneta elettronica come mezzo di scambio. Questi «gettoni» potrebbero essere liberamente scambiati sul mercato e verrebbero utilizzati dagli Stati per limitare eventuali deficit o surplus commerciali. In pratica l'importatore deve corrispondere all'esportatore oltre che il valore in moneta del bene o del servizio importato, anche una certa quantità di «gettoni» che deve aver precedentemente acquisito. In particolare l'acquisizione dei «gettoni» avviene attraverso le esportazioni di beni o servizi visto che il governo garantisce all'esportatore una quantità di «gettoni» pari al valore del bene o servizio importato. Questo sistema, come detto, è finalizzato a mantenere in equilibrio il saldo delle partite correnti e ogni governo sarebbe in grado di raggiungere questo obiettivo semplicemente cambiando il rapporto di «gettoni» che vengono corrisposti per un Euro di esportazioni, rispetto a quelli necessari per importare un Euro di beni o servizi.

L'introduzione di un sistema di pagamenti così strutturato garantirebbe senza dubbio un maggiore controllo da parte degli Stati membri dell'eurozona sull'economia nazionale, un controllo che sarebbe comunque ottenuto sfruttando i meccanismi del mercato e, più specificatamente, la legge della domanda e dell'offerta. Non sarebbe più la BCE ma il mercato a stabilire il valore dei tassi di cambio e dei tassi di interesse nell'eurozona a più velocità proposta da Stiglitz. Un valore equilibrato e adeguato delle due variabili precedentemente citate garantirebbe una stabilizzazione macroeconomica permanente impedendo di scaricare il costo sulla società³³

CAPITOLO IV

I LIMITI E LE ALTERNATIVE ALLA PROPOSTA DI STIGLITZ

4.1 La gestione del debito estero

³² Si tratta di un'idea che Stiglitz riprende dall'economista americano Warren Buffett che, a sua volta, aveva proposto come possibile soluzione per ridurre il deficit commerciale degli Stati Uniti.

³³ Stiglitz J., «*The Euro and its threat to the future of Europe*», *op.cit.*, p.288.

L'innovativo e ambizioso progetto di Joseph Stiglitz di trasformare l'eurozona in un'unione monetaria a più velocità sembra lasciare insolite alcune questioni rilevanti. In particolare nell'eventualità di una divisione dell'eurozona in due macroregioni, con due Euro differenti, bisogna comprendere come dovrebbe essere ripagato il debito contratto nel vecchio Euro da parte dei paesi che andrebbero a costituire la macroregione valutaria del Sud, ovvero quella dei paesi periferici. In altre parole il debito estero dell'eurozona andrebbe ridenominato in Euro del Nord o in Euro del Sud? Stiglitz è a favore di una ridenominazione in Euro del Sud, quindi nella moneta più debole tra le due. Questa soluzione garantirebbe una svalutazione del debito per i paesi della periferia data dall'aumento dell'inflazione. A questo scenario sempre secondo il parere dell'economista americano, si dovrebbe abbinare anche un processo di ristrutturazione del debito che garantirebbe nel breve periodo uno spazio fiscale maggiore per poter intraprendere politiche fiscali espansive che garantirebbero la crescita necessaria³⁴ per migliorare le condizioni di vita nei PIIGS.

Tuttavia un'eventuale ridenominazione dei debiti in nuova valuta ad esempio in Euro del Sud, come ipotizzato da Stiglitz, potrebbe risultare difficoltosa dal momento che dall'inizio del 2013 il 45 per cento dei titoli di Stato con scadenza superiore ai dodici mesi, emessi nell'eurozona, hanno incluso le CAC «clausole di azione collettiva»³⁵. In pratica le CAC consentirebbero una ridenominazione o una ristrutturazione del debito soltanto attraverso il consenso del 75 per cento o dei 2/3 dei detentori dei titoli pubblici. Sono, in conclusione, tutte ipotesi che si scontrerebbero con le aspettative dei creditori: una ristrutturazione unilaterale dei debiti da parte degli Stati debitori ne provocherebbe una quasi certa emarginazione dal mercato dei capitali per molti anni³⁶.

4.2 La gestione del tasso di cambio

Come detto Stiglitz propone un decentramento valutario all'interno dell'eurozona, con un Euro del Nord più forte per i paesi del centro e un Euro del Sud svalutato per i paesi della periferia, i PIIGS. Il modello di Stiglitz tuttavia non è rivoluzionario e innovativo come potrebbe apparire. Come si è detto nel corso del primo capitolo, infatti, già durante i negoziati che hanno preceduto la stipulazione del trattato di Maastricht del

³⁴ *Ibidem*, pp.265-267.

³⁵ Art.12 comma 3 del Trattato che istituisce il Meccanismo Europeo di Stabilità.

³⁶ Duval G., «The Euro: why Joseph Stiglitz is wrong», *Social Europe*, 13 settembre 2016.

1992, la banca centrale tedesca aveva avanzato l'ipotesi di un'UEM a due velocità. Anche oggi un 'eventuale divisione dell'eurozona potrebbe ripercorrere le stesse divisioni di allora: Germania, paesi del Benelux, Austria, Finlandia i cosiddetti paesi «virtuosi» adotterebbero l'Euro del Nord, mentre Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia Spagna, Malta, Cipro Francia adotterebbero il più debole Euro del Sud. Appare al momento in dubbio la possibile collocazione dei paesi emergenti dell'eurozona (Slovenia, Slovacchia, Estonia) e della Francia nell'area dell'Euro del Nord³⁷.

In un'eventuale eurozona a due velocità assume grande rilevanza la gestione del tasso di cambio delle due valute. Stiglitz propone un sistema monetario in cui i due Euro sono liberi di fluttuare ma entro dei limiti. Si tratterebbe quindi di un sistema molto simile al Sistema Monetario Europeo con la differenza che non sarebbero le monete nazionali di ciascuno Stato a fluttuare, ma l'Euro del Nord e l'Euro del Sud. Un siffatto modello riproporrebbe le stesse criticità che erano proprie dello SME: l'Euro del Sud verrebbe agganciato a quello del Nord attorno ad una parità fissa con un margine di oscillazione e le continue svalutazioni dell'Euro del Sud avvierebbe una concorrenza interna tra i due Euro senza risolvere i problemi che caratterizzano l'attuale Euro. Non appare sostenibile neppure un sistema in cui i tassi di cambio dei due Euro siano liberi di fluttuare seguendo la legge della domanda e dell'offerta: in questo caso l'Euro del Sud sarebbe libero di operare continue svalutazioni competitive che andrebbero a compromettere l'attività economica delle imprese importatrici e il potere di acquisto delle famiglie per quanto riguarda i beni commerciabili.

4.2.1 I vantaggi limitati di un cambio svalutato

Stiglitz sostiene che un ritorno a un cambio flessibile, seppur entro dei limiti di oscillazione, possa contribuire a risolvere gli squilibri macroeconomici che caratterizzano l'attuale eurozona, in particolare il persistente surplus commerciale dei paesi del centro. Con un cambio flessibile i paesi «virtuosi» del centro non potrebbero più fare affidamento sul vantaggio di adottare una moneta svalutata come l'Euro attuale, ma sarebbero costretti a intraprendere politiche incentrate su investimenti pubblici e privati che comporterebbero un aggiustamento verso l'alto di prezzi e salari³⁸. Per quanto riguarda i paesi della periferia questi adotterebbero un Euro più debole, deprezzato rispetto all'Euro del Nord. Stiglitz sostiene che un cambio svalutato

³⁷ <http://quifinanza.it/soldi/due-euro-sono-meglio-di-uscire-dalla-crisi-sdoppiando-moneta-unica/1264/>

³⁸ Stiglitz J., «*The Euro and its threat to the future of Europe*», *op.cit.*, p.300.

renderebbe beni e servizi dei paesi della periferia più convenienti e quindi stimolerebbe le esportazioni limitando le importazioni; questo scenario favorirebbe la crescita economica incrementando il gettito dello Stato e quindi contribuirebbe anche a mettere in ordine i conti pubblici³⁹. Ma i benefici sulle esportazioni che implicherebbe l'adozione di un cambio più debole non sono così ovvi come Stiglitz lascia intendere. Si prenda come esempio proprio la Germania dove l'andamento delle esportazioni non sembra aver seguito costantemente quello del tasso di cambio dell'Euro. All'inizio degli anni Duemila, infatti, quando l'Euro si apprezzava le esportazioni tedesche registravano un incremento invece che una contrazione. Allo stesso modo negli anni immediatamente successivi all'esplosione della crisi finanziaria globale, tra il 2008 e il 2009, l'Euro ha registrato un deprezzamento ma le esportazioni tedesche diminuivano⁴⁰. Inoltre non sarebbero sufficienti le esportazioni per garantire una crescita economica adeguata nelle deboli economie periferiche dell'eurozona, soprattutto perché con una moneta più debole si avrebbero anche tassi di interesse ben più elevati rispetto ai tassi a zero che garantisce la BCE attualmente⁴¹. Ma un rialzo nel costo del denaro risulterebbe insostenibile per le deboli economie periferiche, annullando il vantaggio competitivo che si avrebbe da una moneta più debole.

4.3 Le alternative a un Euro flessibile

Le problematiche e i rischi che implicherebbe lo sdoppiamento dell'eurozona in due macroregioni ognuna con un proprio Euro, rendono molto complessa l'attuazione della proposta di Joseph Stiglitz seppure essa sia caratterizzata da molti elementi innovativi e potenzialmente utili come ad esempio l'introduzione di un sistema finanziario interamente digitalizzato. Tuttavia non sembrano esserci neppure i presupposti istituzionali per un progetto talmente complesso come quello proposto da Stiglitz: un'eurozona con due diversi Euro, uno per i paesi nordici e uno per i paesi periferici, implicherebbe la necessità di creare delle nuove strutture monetarie di *governance* che attualmente non esistono. Quale ruolo avrebbe la BCE in un'eurozona a due velocità? La sovranità monetaria tornerebbe in capo agli Stati nazionali? Occorre inoltre

³⁹ *Ibidem*, pp.292-293.

⁴⁰ Bershidsky L., «A Nobel alternative to the current Euro system», *Bloomberg View*, 9 agosto 2016.

⁴¹ Dati reperibili sul sito <http://it.euribor-rates.eu/tasso-interesse-bce.asp>

considerare che con un ritorno a un sistema di cambi flessibili parziali, cioè liberi di fluttuare entro una banda di oscillazione, si potrebbe ripresentare il rischio di crisi valutarie come accadde nello SME nel 1992. Tuttavia queste perplessità non vengono prese in considerazione nell'analisi di Stiglitz che in questo senso risulta limitata.

L'alternativa più credibile alla proposta di un «Euro flessibile» avanzata da Stiglitz sembra essere quella di una riforma dell'eurozona orientata al principio di «più Europa» un'ipotesi che lo stesso Stiglitz supporta in alternativa all'Euro a doppia velocità⁴². Oltretutto una eventuale riforma dell'eurozona nei trattati, sembra essere l'alternativa più concreta per impedire una rottura definitiva attraverso il ritorno alle valute nazionali, che è l'ipotesi sostenuta dai partiti populistici ed euroscettici europei. Tuttavia la dissoluzione dell'eurozona e il ritorno alle valute nazionali appare uno scenario ad alto rischio che richiederebbe un lungo e complesso negoziato tra gli Stati membri. Non è immaginabile un'uscita immediata e unilaterale e i negoziati per l'abbandono dell'eurozona avverrebbero in un contesto di sfiducia dei mercati e degli investitori che determinerebbe a sua volta una probabile fuga di capitali e una corsa agli sportelli, a causa del timore della imminente svalutazione di risparmi e depositi⁴³. Inoltre un ritorno alle valute nazionali aprirebbe lo scenario di una «guerra valutaria» tra le economie europee combattuta a colpi di svalutazioni e protezionismo, uno scenario che pregiudicherebbe l'intero progetto europeo di integrazione e metterebbe a rischio il mercato unico.

4.4 Il completamento dell'UEM

I principali attori europei sembrano essere concordi verso un piano di riforma orientata al rafforzamento dell'eurozona e al completamento dell'UEM affinché possa essere finalmente garantita la convergenza tra le economie europee. Il raggiungimento di tale obiettivo presuppone «più Europa» e quindi una maggiore integrazione. Questo piano è stato presentato dalle maggiori istituzioni europee all'interno della «Relazione dei cinque presidenti sul completamento dell'UEM» realizzata dal presidente della Commissione Europea in collaborazione con i presidenti del Consiglio Europeo, dell'Eurogruppo, della BCE e del Parlamento Europeo nel 2015. Sulla base del «Rapporto dei cinque presidenti» sono stati pubblicati altri due fondamentali documenti che delineano il percorso di riforme da intraprendere per rafforzare

⁴² Stiglitz J., «*The Euro and its threat to the future of Europe*», *op.cit.*, pag.355.

⁴³ Lyons G., «It's time to consider a two-speed Euro», *Standard Chartered Bank Insights*, 2011.

l'eurozona: il «Libro bianco sul futuro dell'Europa» e il «Documento di riflessione sull'approfondimento dell'Unione economica e monetaria». Più specificatamente le riforme auspiccate, che dovrebbero essere completate entro il 2025, riguardano: il completamento di un'autentica Unione finanziaria, lo sviluppo di un'Unione economica e di bilancio più integrata e il rafforzamento delle istituzioni dell'eurozona⁴⁴.

4.4.1 L'Unione finanziaria

Per quanto concerne la realizzazione di un'Unione finanziaria europea, uno dei tre pilastri dell'UEM, il piano prevede innanzitutto il completamento dell'Unione bancaria che risulta essenziale per il corretto funzionamento dell'Unione monetaria. Il completamento dell'Unione bancaria è la premessa necessaria per la condivisione dei rischi bancari a livello europeo. In particolare a tal fine si auspica l'introduzione di un *fiscal backstop*⁴⁵ per il Fondo di risoluzione unico delle crisi bancarie e di un Sistema europeo di garanzia dei depositi (EDIS).

Oltre al completamento dell'Unione bancaria il piano di riforme europeo prevede anche: l'adozione di una strategia europea per i crediti deteriorati finalizzata a sviluppare un mercato secondario dei crediti deteriorati e prevenirne l'insorgere di nuovi; la realizzazione dell'Unione dei mercati dei capitali per ampliare e diversificare le fonti di finanziamento per le imprese e i progetti a lungo termine in Europa e infine l'introduzione di *Sovereign bond-backed securities* (SBBS), ovvero obbligazioni cartolarizzate garantite dai titoli di Stato⁴⁶. Nel caso dei SBBS non si tratta di uno strumento di mutualizzazione dei debiti pubblici degli Stati come invece avverrebbe con l'introduzione degli Eurobond, auspicata ad esempio da Stiglitz per favorire il processo di convergenza tra le economie dell'eurozona⁴⁷. I SBBS comunque permetterebbero una maggiore diversificazione dei bilanci delle banche e un risparmio sugli interessi pagati, garantendo maggiori utili per gli Stati e maggiore fluidità sul mercato⁴⁸.

⁴⁴ Dombrovskis V., Moscovici P., «Documento di riflessione sull'approfondimento dell'unione economica e monetaria», Bruxelles: Commissione Europea, 2017, p.19.

⁴⁵ Supporto al Fondo di risoluzione unico attraverso risorse pubbliche messe in comune.

⁴⁶ Dombrovskis V., Moscovici P., *op. cit.*, pp.19-22.

⁴⁷ Stiglitz J., «The Euro and its threat to the future of Europe», *op.cit.*, pp.242-243.

⁴⁸ <http://www.eunews.it/2017/06/06/prende-forma-il-rafforzamento-delleurozona/87201>

4.4.2 Il rafforzamento dell'architettura istituzionale dell'eurozona

Il piano di rafforzamento della struttura istituzionale dell'eurozona prevede alcune misure innovative da integrare nei trattati europei. È prevista, ad esempio, l'introduzione di un Tesoro dell'eurozona guidato da un Ministro delle finanze europeo che sarebbe anche il presidente dell'Eurogruppo e dell'Ecofin e che potrebbe anche far parte della Commissione Europea⁴⁹. Al Tesoro europeo verrebbe affidato il compito di vigilare sulle politiche di bilancio degli Stati membri dell'eurozona, il coordinamento dell'emissione di possibili asset sicuri europei (gli SBBS) e la gestione delle funzioni di stabilizzazione macroeconomica⁵⁰. Un'altra misura innovativa sarebbe quella della trasformazione del Meccanismo Europeo di Stabilità (MES) in un Fondo Monetario Europeo che oltre a garantire il supporto finanziario agli Stati membri in difficoltà garantirebbe anche il sostegno in ultima istanza dell'Unione bancaria⁵¹. Questi sforzi per il rafforzamento della *governance* monetaria e fiscale dell'eurozona sono finalizzati alla realizzazione dell'Unione di bilancio che costituisce uno dei pilastri nel progetto di completamento dell'UEM.

L'integrazione nei trattati europei del piano di riforme strutturali dell'eurozona programmato dalle istituzioni europee entro il 2025 garantirebbe, secondo gli auspici della Commissione Europea, un notevole rafforzamento dell'eurozona in termini di crescita e convergenza economica affinché l'Euro possa essere fonte di prosperità condivisa conformemente al principio della responsabilità democratica.

CONCLUSIONI

A partire dalle considerazioni affrontate negli ultimi due capitoli è possibile individuare un fattore può essere considerato un comune denominatore tra i difensori

⁴⁹ http://www.adnkronos.com/soldi/economia/2017/05/31/serve-superministro-del-tesoro_MtTfj2NJ7AcglUuylonGI.html

⁵⁰ Dombrovskis V., Moscovici P., *op. cit.*, p.29.

⁵¹ *Ibidem*

dell'Euro e gli euroscettici: l'Euro da solo non può e non deve costituire una minaccia al progetto di integrazione europea. Anche l'economista Joseph Stiglitz, che ritiene l'Euro un errore⁵², concorda su questo punto e ritiene indispensabile ai fini della stabilità del sistema internazionale che venga salvaguardato e tutelato il progetto europeo di integrazione. L'Euro non è di per sé un fine ed è stato creato come un mezzo per raggiungere un fine: la costruzione di uno Stato federale europeo attraverso l'integrazione economica che a sua volta avrebbe consentito anche di raggiungere gradualmente l'integrazione politica. Le cose tuttavia non sono andate in questo modo visto che l'integrazione economica ha eclissato progressivamente il processo di integrazione politica: una tra le ragioni principali che hanno impedito la convergenza economica nell'eurozona.

Seguendo la visione critica che Stiglitz ha adottato nel suo libro rispetto all'Euro, sono stati evidenziati gli errori commessi nella costruzione dell'architettura dell'Unione economica e monetaria europea e soprattutto nelle politiche economiche intraprese per contrastare la grave recessione economica che ha colpito l'intera eurozona. Si è dimostrato che la mancanza dell'omogeneità necessaria tra le economie degli Stati membri dell'eurozona e l'imposizione di regole e parametri sbagliati, hanno reso impossibile il funzionamento della moneta unica. L'Euro anziché rafforzare l'integrazione tra i popoli europei, è stato fonte di complicazioni ampliando l'effetto negativo degli shock asimmetrici ed esasperando le tensioni politiche tra gli Stati del centro e della periferia⁵³.

Le riforme strutturali e le svalutazioni interne imposte sulle già deboli economie dei PIIGS da parte della Troika, hanno consentito il miglioramento del saldo delle partite correnti determinando al contempo una notevole contrazione del potere di acquisto delle famiglie.

L'assenza di meccanismi di stabilizzazione essenziali come la flessibilità del cambio e la manovra dei tassi di interesse ha esasperato gli effetti negativi dello shock esterno indotto dalla crisi finanziaria scoppiata negli Stati Uniti, e ha ampliato gli squilibri macroeconomici già esistenti.

Non è auspicabile una ripresa economica che possa condurre alla piena occupazione e a una crescita sostenuta del PIL, imponendo ricette come la politica fiscale restrittiva

⁵² <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2014-05-06/stiglitz-euro-unico-grande-errore-ue-non-ha-funzionato-esperti-troika-bocciare-170653.shtml?uuiid=ABSrB9FB>

⁵³ Friedman M., «The Euro: Monetary Unity To Political Disunity?», *Project Syndacate*, 1997.

prevista dalla Troika nel suo programma di austerità, che anziché contrastare la congiuntura negativa in atto ne amplificano gli effetti.

Per tutti questi motivi la stabilità dell'intera eurozona è minacciata dalla crescente pressione esercitata dall'euroscetticismo che si fa largo soprattutto nei PIIGS e che, dopo la Brexit, ha reso improrogabile una riflessione a livello nazionale e sovranazionale su un piano di riforme strutturali dell'eurozona che non può essere più rimandato o messo in secondo piano rispetto al programma di riforme strutturali che è stato imposto all'interno dei singoli Stati membri.

Le soluzioni auspiccate nella seconda parte di questo lavoro sono molto diverse tra loro ma tutte partono da una medesima premessa: sono soluzioni collettive che richiedono un ampio consenso politico a livello nazionale e sovranazionale. Mantenere lo *status quo* non può essere una soluzione accettabile né sostenibile.

La proposta di Stiglitz, affrontata nel corso del terzo capitolo, è senza dubbio quella più innovativa e complessa, soprattutto per quanto concerne l'evoluzione verso un sistema finanziario internazionale digitalizzato auspicato dal premio. Molto suggestiva è inoltre l'ipotesi di introdurre dei «gettoni elettronici» per regolare gli scambi commerciali, uno strumento che potrebbe essere la giusta soluzione per permettere ai governi nazionali di controllare il saldo della bilancia commerciale e dunque per limitare gli squilibri commerciali che attualmente destabilizzano il mercato globale.

L'Eurozona a più velocità e in particolare il progetto di un «Euro flessibile», sembra essere un progetto ambizioso ma che tuttavia non risolverebbe gli squilibri che affliggono l'attuale eurozona. Quello che Stiglitz sembra proporre è un ritorno a un sistema monetario molto simile allo SME, con l'Euro in sostituzione delle valute nazionali. Le criticità riguardo principalmente la gestione del tasso di cambio e l'aggancio entro, una banda di oscillazione minima, dell'ipotetico Euro del Sud all'Euro del Nord, una eventualità che sembra ancora una volta penalizzare le economie periferiche che sarebbero costrette ad adottare nuovamente una moneta sopravvalutata. Un ulteriore limite di questa proposta è il ridotto consenso che incontrerebbe sia da parte degli Stati membri che da parte delle istituzioni europee essendo questo un progetto che, nonostante sia orientato a salvaguardare l'integrità dell'architettura dell'eurozona con l'auspicio di un futuro ritorno alla moneta unica, andrebbe comunque nella direzione del principio di «meno Europa» che sarebbe un passo indietro rispetto al progetto europeo di integrazione. Ecco perché la proposta avanzata da Stiglitz non è compatibile con quella avanzata di recente dalla Cancelliera

tedesca Angela Merkel in occasione del summit di Malta, dove l'idea di un'eurozona unita resta comunque imprescindibile⁵⁴.

In conclusione, dunque, il progetto più auspicabile per consentire il corretto funzionamento della moneta unica e avviare finalmente il processo di convergenza, è quello di riformare l'architettura dell'eurozona per garantire una condivisione di rischi e oneri tra gli Stati membri e una maggiore responsabilità democratica da parte della *governance* europea. La mutualizzazione dei debiti nazionali, l'Unione bancaria e l'Unione di bilancio sono misure che vanno nella direzione di un rafforzamento dell'integrazione economica e politica tra i paesi europei e allo stesso tempo sarebbero compatibili con il principio di «più Europa» che è l'unica via credibile per sconfiggere l'euroscetticismo e garantire un futuro non solo per l'eurozona ma per l'intera Unione Europea.

⁵⁴ http://economia.ilmessaggero.it/economia_e_finanza/draghi_berlino_cancelliera_eurozona-2249322.html

Bibliografia generale

- A., Cowell. «Kohl Casts Europe's Economic Union as War and Peace Issue.» *The New York Times*, 17 Ottobre 1995.
- Banca Centrale Europea. «Inflation convergence and divergence within the european monetary union.» Working paper series, Francoforte, 2006.
- Consiglio Europeo. s.d. <http://www.consilium.europa.eu/it/policies/emu-report-2015/> (consultato il giorno Giugno 14, 2017).
- Costancio, V. «The crisis in the euro area.» Atene, 2013.
- D., Colombo. «Rossi (Bankitalia): non fermiamo il cammino dell'Europa, avanti con l'unione bancaria.» *Il Sole 24 ore*, 14 Giugno 2017.
- Dombrovskis V., Moscovici P. *Documento di riflessione sull'approfondimento dell'unione economica e monetaria*. Bruxelles: Commissione Europea, 2017.
- F., Colasanti. «Prende forma il rafforzamento dell'Eurozona.» *Eu News*. 6 Giugno 2017. <http://www.eunews.it/2017/06/06/prende-forma-il-rafforzamento-delleurozona/87201> (consultato il giorno Giugno 14, 2017).
- F., De Castelmur. «Euro a 2 velocità, soluzione o cataclisma?» *Il fatto quotidiano*, 11 Settembre 2016.
- F., Lugano. «Euro a due velocità: soluzione o nuovo problema?» *OFCS report*. 24 Agosto 2016. <https://ofcs.report/economia/opinioneconomica-euro-a-due-velocita-soluzione-o-problema/> (consultato il giorno Giugno 13, 2017).
- G., Lyons. «It's time to consider a two-speed Euro.» *Standard Chartered Bank*. Luglio 2011. <https://www.sc.com/ae/insights/2011/its-time-to-consider-a-two-speed-euro.html> (consultato il giorno Giugno 14, 2017).
- Holinski N., Kool C., Muysken J. «Origins of persistent macroeconomic imbalances in the Euro area.» Utrecht School of Economics, 2010.
- Il Fatto Quotidiano. «Ue, la proposta della Commissione: “Ora titoli pubblici comuni e dal 2020 un ministro delle Finanze dell'Eurozona”.» *Il fatto quotidiano*, 31 Maggio 2017.
- Il Sole 24 Ore. «Primo incontro Macron-Merkel: apertura su riforma dei trattati Ue.» 16 Maggio 2017.
- J., Portes. «Economics: single currency.» *International weekly journal of science*. 4 Agosto 2016. <http://www.nature.com/nature/journal/v536/n7614/full/536026a.html> (consultato il giorno Giugno 13, 2017).

- J., Weeks. *Eurozone stagnation: wrong diagnosis, wrong Medicine, no recovery*. 2 Settembre 2016. <https://www.socialeurope.eu/2016/09/eurozone-stagnation-wrong-diagnosis-wrong-medicine-no-recovery/> (consultato il giorno Giugno 10, 2017).
- J.C., Juncker. *Completare L'Unione economica e monetaria dell'Europa*. Bruxelles: Commissione Europea, 2015.
- J.E., Stiglitz. *The euro and its threat to the future of Europe*. Regno Unito: Allen Lane, 2016.
- J.P., Robin. «L'euro est trop fort de 6% pour la France et trop faible de 15% pour l'Allemagne, selon le FMI.» *Le Figaro*, 3 Agosto 2016.
- L., Bershidsky. *A Nobel alternative to the current Euro system*. 9 Agosto 2016. <https://www.bloomberg.com/view/articles/2016-08-09/a-nobel-alternative-to-the-current-euro-system> (consultato il giorno Giugno 12, 2017).
- L., Monti. *Politiche dell'Unione europea*. Roma: Luiss University Press, 2016.
- «L'ordoliberalismo e il mercato sociale. Il liberalismo che salvò la Germania.» *Istituto Bruno Leoni, idee per il libero mercato*. 10 dicembre 2012. http://www.brunoleonimedia.it/public/OP/IBL-OP_89-Sally.pdf.
- M., Friedman. «The Euro: Monetary Unity To Political Disunity?» *Project Syndicate*. 28 Agosto 1997. <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-euro--monetary-unity-to-political-disunity> (consultato il giorno Giugno 15, 2017).
- Merler S., Ferry J.P. «Sudden stops in the Euro Area.» *Bruegel policy contribution*. Marzo 2012. http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/pc_2012_06.pdf (consultato il giorno Maggio 26, 2017).
- Mundell, R. «Theory of optimum currency areas.» *American Economic Review*, 1961: 657-665.
- P., Collier. «Euro septic.» *The Times Literary Supplement*. 28 Settembre 2016. <http://www.the-tls.co.uk/articles/public/euro-septic/> (consultato il giorno Giugno 14, 2017).
- P., De Grauwe. *The financial crisis and the future of the eurozone*. Bruges European economic policy briefings, 2010.
- P., Krugman. «Revenge of the Optimum Currency Area.» *The New York Times*, 24 giugno 2012.
- P., Whyte. *Why Germany is not a model for the eurozone*. Londra: Centre for European Reform, 2010.
- Qui finanza. 18 Settembre 2015. <http://quifinanza.it/soldi/duo-euro-sono-meglio-di-uscire-dalla-crisi-sdoppiando-moneta-unica/1264/> (consultato il giorno Giugno 13, 2017).

- S., Donnan. «Trump's top trade adviser accuses Germany of currency exploitation.» *Financial Times*, 31 Gennaio 2017.
- S., Fabbrini. «Una riforma per l'eurozona.» *Il Sole 24 Ore*, 16 Giugno 2015.
- S., Saint. *Voci dall'estero*. 12 Marzo 2017. <http://voci.dallestero.it/2017/03/12/ft-il-rischio-di-ridenominazione-delleuro-entra-nei-radar-degli-investitori/> (consultato il giorno Giugno 14, 2017).
- T., Buck. «Spain urges sweeping reforms on eurozone to correct flaws.» *Financial Times*, 14 Giugno 2017.
- A., Cowell. «Kohl Casts Europe's Economic Union as War and Peace Issue.» *The New York Times*, 17 Ottobre 1995.
- Banca Centrale Europea. «Inflation convergence and divergence within the european monetary union.» Working paper series, Francoforte, 2006.
- Consiglio Europeo. s.d. <http://www.consilium.europa.eu/it/policies/emu-report-2015/> (consultato il giorno Giugno 14, 2017).
- Costancio, V. «The crisis in the euro area.» Atene, 2013.
- D., Colombo. «Rossi (Bankitalia): non fermiamo il cammino dell'Europa, avanti con l'unione bancaria.» *Il Sole 24 ore*, 14 Giugno 2017.
- Dombrovskis V., Moscovici P. *Documento di riflessione sull'approfondimento dell'unione economica e monetaria*. Bruxelles: Commissione Europea, 2017.
- F., Colasanti. «Prende forma il rafforzamento dell'Eurozona.» *Eu News*. 6 Giugno 2017. <http://www.eunews.it/2017/06/06/prende-forma-il-rafforzamento-delleurozona/87201> (consultato il giorno Giugno 14, 2017).
- F., De Castelmur. «Euro a 2 velocità, soluzione o cataclisma?» *Il fatto quotidiano*, 11 Settembre 2016.
- F., Lugano. «Euro a due velocità: soluzione o nuovo problema?» *OFCS report*. 24 Agosto 2016. <https://ofcs.report/economia/opinioneconomica-euro-a-due-velocita-soluzione-o-problema/> (consultato il giorno Giugno 13, 2017).
- G., Lyons. «It's time to consider a two-speed Euro.» *Standard Chartered Bank*. Luglio 2011. <https://www.sc.com/ae/insights/2011/its-time-to-consider-a-two-speed-euro.html> (consultato il giorno Giugno 14, 2017).
- Holinski N., Kool C., Muysken J. «Origins of persistent macroeconomic imbalances in the Euro area.» Utrecht School of Economics, 2010.
- Il Fatto Quotidiano. «Ue, la proposta della Commissione: “Ora titoli pubblici comuni e dal 2020 un ministro delle Finanze dell'Eurozona”.» *Il fatto quotidiano*, 31 Maggio 2017.

Il Sole 24 Ore. «Primo incontro Macron-Merkel: apertura su riforma dei trattati Ue.» 16 Maggio 2017.

J., Portes. «Economics: single currency.» *International weekly journal of science*. 4 Agosto 2016. <http://www.nature.com/nature/journal/v536/n7614/full/536026a.html> (consultato il giorno Giugno 13, 2017).

J., Weeks. *Eurozone stagnation: wrong diagnosis, wrong Medicine, no recovery*. 2 Settembre 2016. <https://www.socialeurope.eu/2016/09/eurozone-stagnation-wrong-diagnosis-wrong-medicine-no-recovery/> (consultato il giorno Giugno 10, 2017).

J.C., Juncker. *Completare L'Unione economica e monetaria dell'Europa*. Bruxelles: Commissione Europea, 2015.

J.E., Stiglitz. *The euro and its threat to the future of Europe*. Regno Unito: Allen Lane, 2016.

J.P., Robin. «L'euro est trop fort de 6% pour la France et trop faible de 15% pour l'Allemagne, selon le FMI.» *Le Figaro*, 3 Agosto 2016.

L., Bershidsky. *A Nobel alternative to the current Euro system*. 9 Agosto 2016. <https://www.bloomberg.com/view/articles/2016-08-09/a-nobel-alternative-to-the-current-euro-system> (consultato il giorno Giugno 12, 2017).

L., Monti. *Politiche dell'Unione europea*. Roma: Luiss University Press, 2016.

«L'ordoliberalismo e il mercato sociale. Il liberalismo che salvò la Germania.» *Istituto Bruno Leoni, idee per il libero mercato*. 10 dicembre 2012. http://www.brunoleonimedia.it/public/OP/IBL-OP_89-Sally.pdf.

M., Friedman. «The Euro: Monetary Unity To Political Disunity?» *Project Syndacate*. 28 Agosto 1997. <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-euro--monetary-unity-to-political-disunity> (consultato il giorno Giugno 15, 2017).

Merler S., Ferry J.P. «Sudden stops in the Euro Area.» *Bruegel policy contribution*. Marzo 2012. http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/pc_2012_06.pdf (consultato il giorno Maggio 26, 2017).

Mundell, R. «Theory of optimum currency areas.» *American Economic Review*, 1961: 657-665.

P., Collier. «Euro septic.» *The Times Literary Supplement*. 28 Settembre 2016. <http://www.the-tls.co.uk/articles/public/euro-septic/> (consultato il giorno Giugno 14, 2017).

P., De Grauwe. *The financial crisis and the future of the eurozone*. Bruges European economic policy briefings, 2010.

- P., Krugman. «Revenge of the Optimum Currency Area.» *The New York Times*, 24 giugno 2012.
- P., Whyte. *Why Germany is not a model for the eurozone*. Londra: Centre for European Reform, 2010.
- Qui finanza. 18 Settembre 2015. <http://quifinanza.it/soldi/due-euro-sono-meglio-di-uscire-dalla-crisi-sdoppiando-moneta-unica/1264/> (consultato il giorno Giugno 13, 2017).
- S., Donnan. «Trump's top trade adviser accuses Germany of currency exploitation.» *Financial Times*, 31 Gennaio 2017.
- S., Fabbrini. «Una riforma per l'eurozona.» *Il Sole 24 Ore*, 16 Giugno 2015.
- S., Saint. *Voci dall'estero*. 12 Marzo 2017. <http://vocidallestero.it/2017/03/12/ft-il-rischio-di-ridenominazione-delleuro-entra-nei-radar-degli-investitori/> (consultato il giorno Giugno 14, 2017).
- T., Buck. «Spain urges sweeping reforms on eurozone to correct flaws.» *Financial Times*, 14 Giugno 2017.

ABSTRACT

This work focuses on the proposal made by the Nobel Prize winner Joseph Stiglitz throughout his latest book «*The Euro and its threat to the future of Europe*». Basically, what Stiglitz suggests is a «Multi Speed Eurozone» in place of the actual Eurozone that he considers flawed and failed.

Concerning the major flaws that affect the Eurozone, in the first part of this work there is a critical overview about the mistakes that have prevented the Euro from working. First and foremost, the European Economic and Monetary Union (EMU) was born in 1992 at Maastricht as a political agreement between France and Germany, the two most powerful countries in Europe. More specifically, French president François Mitterrand intended to constrain Germany's great economic strength under some supranational institutions that will eventually be the institutions of the Eurozone. In return Germany could accomplish the reunification. Therefore, the real purpose behind the introduction of the EMU was to achieve a closer integration of the European countries through an economic arrangement. However, that ambitious project is still

today very far to be accomplished due to the grave imbalances that have occurred among the economies of the Member States, from the beginning of the project. Those imbalances have been even deepened by the fiscal constraints laid down in the Maastricht treaty, the so-called Maastricht criteria which had been a preview of the subsequent fiscal arrangements that would have been introduced throughout the following years, such as the Stability and Growth Pact and the Fiscal Compact.

The EMU project was broken down in three stages, the last stage was the one that originated the Euro and the European monetary union. The Eurozone, thus, was formally born in 1998 though the Euro currency started to circulate in 2002. The

introduction of a monetary union in Europe have implied that each Member State of the Eurozone was supposed to transfer its monetary sovereignty to a supranational institution the European Central Bank. Consequently, those countries that at first joined the Eurozone lost the power to regulate both the interest rate and the exchange rate levels, two critical monetary tools in case of the onset of an asymmetric shock. So basically, within the Eurozone there is a single monetary authority, the ECB, that conduct a single monetary policy over 19 countries with major structural divergences in their economies. That is a key criticality that, together with the fiscal constraints of the Maastricht criteria, deepened the imbalances within the Eurozone. Throughout this work the Eurozone is split into two parts: a core region which includes the Northern countries led by Germany, which are generally considered as the virtuous economies; a peripheral region which includes the Southern countries, the so-called PIIGS, which are generally considered as not virtuous countries due to their high public deficits and debts.

The aim of the second chapter is to analyse those criticalities and macroeconomic imbalances that affect the Eurozone to understand why today a structural reform is needed. It is clear indeed that the Eurozone has been working as a double speed Union due to the introduction of a fixed exchange rate regime that has implied an overvalued currency for the peripheral region, while the core region, especially Germany, has benefitted of an undervalued currency. Basically, a weak currency together with a lower structural inflation rate, have made Germany a super competitive economy. That is the reason why Germany is commonly labelled as the «economic locomotive» of Europe. Concerning Germany, it is also needed to focus on the economic policies that

have been undertaken. More specifically, Germany undertook several measures which were part of an internal devaluation policy plan. An internal devaluation is aimed to a massive shrinking of the cost of labour whereby industries can lower the price of their goods and become more competitive. Germany indeed by exploiting those competitive advantages was able to reach the largest current account surplus in the world, even larger than that of China. At the same time, however, the internal devaluation has implied a salary deflation that contributed to increase inequalities and shrink the purchasing power of households. That is the reason why this work will agree on the unsustainability of the German economic model also given the poor average annual growth rate occurred in Germany throughout the years.

After all the major macroeconomic imbalances have been assessed, it is possible to go through the second part of the work which is focused on the multi-speed Eurozone project suggested by Joseph Stiglitz. But before that, it is necessary to focus on the reasons that have undermined the economic stability of the Eurozone so far. In particular the sovereign debt crisis broken out between 2010 and 2011 in Europe is to be considered the turning point, when all the criticalities and the weaknesses of the structure of the Eurozone dramatically came out. It is to be pointed out that the sovereign debt crisis broken out in Europe was originated by an external shock that was the outbreak of the subprime crisis in the United States of America in 2007. It was a financial shock that sorely affected Europe. In order to understand why the financial crisis turned in a sovereign debt crisis it is needed to look at what happened in the Eurozone until 2007, just by a financial assessment. More specifically the peripheral countries benefitted of a huge flow of capital from the core countries. That flow of capital fostered an artificial economic growth of the peripheral countries and above all contributed to blow some housing bubbles in particular in Spain. Those capitals coming from the financial system of the core countries were attracted by the higher yields that the peripheral economies could grant. However, together with the rise in private investments and consumptions that flow of capital boosted the private debt. The work shows the huge liabilities that were affecting the peripheral banks when the crisis broke out. The private debt was uncontrolled but when the financial crisis broke out, the flow of capital saw a sudden stop. The sudden stop entailed the burst of the housing bubbles and a rising pressure on banks due to the multitude of non-performing-loans. At this point the governments were committed to take charge of the liabilities of the financial sector. The public debt inevitably raised and that is to be

intended as the beginning of the sovereign debt crisis. It mainly affected the peripheral economies both because their banks borrowed a huge amount of money so far and also because the government could not undertake countercyclical policies to address the crisis. Therefore, in order to prevent the default of the peripheral countries it was necessary the assistance of the so-called Troika the triumvirate made up of the International Monetary Fund, the European Central Bank and the European Commission. What the Troika provided for the recovery of the suffering and weak PIIGS was a plan of austerity policies. More specifically those policies were aimed to cut the public debt and the public deficit by adopting restrictive fiscal policies and undertaking structural reforms. Basically, austerity policies consisted in reducing public spending and increasing fiscal pressure. At the same time, it also entailed reforms in the labour market aimed to a less expensive and more flexible model. The aftermath of the austerity program, as Stiglitz points out, has been a failure. While there has been a fiscal consolidation, public debt has been rising and the tax base has been shrinking. The GDP growth is yet too poor to grant a consistent decrease in the unemployment rate. In other words, the Eurozone is experiencing an economic stagnation.

That is the reason why this work is aimed to provide some alternatives to the current Eurozone which, as Stiglitz says throughout his book, is to be considered as an economic mistake. Therefore, in order to correct those mistakes Stiglitz proposes the idea of a «flexible Euro», a major restructuring project for the Eurozone aimed to bring a Multi-Speed monetary union in Europe. Basically, Stiglitz suggest to break down the Eurozone into two macro-regions, each one with its own currency. More specifically there should be a Northern Euro for the core countries and a Southern Euro for the peripheral countries and the previous should be worth higher than the latter. The two currencies would be able to fluctuate within a fluctuation band and consequently, according to Stiglitz, that structure should foster the growth of the peripheral economies. An undervalued currency indeed would increase the competitiveness of those countries and they would be able to export more goods and service. That would also allow to rebalance the gap that occurs between the current account balances within the Eurozone. However, it is not clear and evident that more export means more growth, above all in the long-term. Furthermore, a multi-speed Eurozone would be a monetary system very similar to the past European Monetary

System whose criticalities led to a currency crisis in 1992 which involved the Italian Lira and the British Pound.

Those are some of the concerns that would undermine a multi-speed Eurozone as they are assessed at the beginning of the fourth chapter. Subsequently they are considered some alternatives that might enhance the structure of the Eurozone, in particular the reform programme recently proposed by the European institutions and supported by some of the Member States' governments. Those reforms are aimed to strengthen the Eurozone structure providing for a risk sharing and a mutualisation of national debts among the Member States. Those aims are to be accomplished by developing a Fiscal Union and a Financial Union and also by fostering the democratic responsibility of the European economic governance. In the latest «reflection paper on the deepening of the economic and monetary union» the European Commission suggests the completing of the Banking Union by introducing a European Deposit Insurance Scheme that goes in the direction of a wider risk-sharing in the Eurozone. It was also suggested the introduction of a European Finance Ministry and of a European Monetary Fund, two measures that would allow a shared and enhanced supervision over the public budgets in the Eurozone and a more efficient liquidity assistance to both private and public sectors in order to prevent from the default of either States or banks.

In conclusion both the multi-speed Eurozone and the reform programme are two proposals that are aimed to preserve the integrity of the Eurozone. Even if the first part of this work presents the Euro project with a critical view, It argues that the Eurozone shall be saved and enhanced by reforming its structure. A muddling through strategy would be unsustainable, even more after the Brexit that has been a shock for the whole European Project. However, reforming and strengthening the Eurozone towards the idea of having «more Europe» requires a wide commitment of all the main European actors, including the Member States and the supranational institutions. In other words, there cannot be «more Europe» and a solid economic and political union without a European solidarity.

