

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PERUGIA



DIPARTIMENTO DI ECONOMIA

Corso di Laurea Triennale in Economia Aziendale

TESI DI LAUREA

***Le politiche di austerità in Europa:
il caso della Grecia***

LAUREANDO

Marco Doukakis

RELATORE

Prof. Marcello Signorelli

Anno Accademico 2015 – 2016

*“Words ought to be a little wild, for they are
the assaults of thoughts on the unthinking”.*

- John Maynard Keynes -

INDICE

INTRODUZIONE	4
 Capitolo 1: L'Europa al bivio	5
Il Post Lehman.....	5
L'austerità espansiva e il moltiplicatore fiscale	9
La crisi dei debiti sovrani	11
Beggars-Thy-Neighbor	14
Il sistema Target 2	16
 Capitolo 2: Il dilemma Greco	18
I memorandum e gli effetti pro-ciclici dell'austerità	18
Il referendum e il caso dell'Emergency Liquidity Assistance.....	27
 Capitolo 3: Quale futuro per la Grecia e l'Europa?	30
Lo stimolo quantitativo e la politica fiscale	30
L'uscita dall'Euro. Una possibile soluzione?	33
 Conclusioni.....	36
 Bibliografia	37

Introduzione

Mentre la crisi finanziaria produsse effetti omogenei tra le economie mondiali, diverse decisioni politiche furono prese dai rispettivi governi per combattere la recessione. I Paesi dell'Eurozona scelsero la strada dell'austerità. Come si dimostrerà in questo lavoro, le politiche di consolidamento fiscale sono risultate essere *pro cicliche* sia per portare l'economia verso la crescita che per la stabilizzazione stessa dei conti pubblici.

Nel capitolo 1 si vedrà nel dettaglio le ragioni che hanno prodotto la crisi economica e come i moltiplicatori fiscali siano stati sottostimati, indebolendo ulteriormente la ripresa e facendo calare la produttività. Manovre di tagli alla spesa pubblica e di aumenti delle tasse furono chieste dalla Commissione Europea al fine di ridurre il debito pubblico, ritenuto il primo problema da affrontare.

Nel capitolo 2 verrà illustrata la situazione della penisola ellenica, una nazione travolta dalle politiche di austerità. La recessione produsse risultati catastrofici, sia in termini economici che sociali, affossando l'economia del Paese in una *spirale deflazionistica* senza una via di uscita.

Nel capitolo 3 verranno distinti gli effetti delle politiche monetarie accomodanti intraprese dalla BCE e delle politiche fiscali espansive, considerando il caso di un'eventuale uscita della Grecia dalla valuta unica.

Capitolo 1: L'Europa al bivio

Il Post Lehman

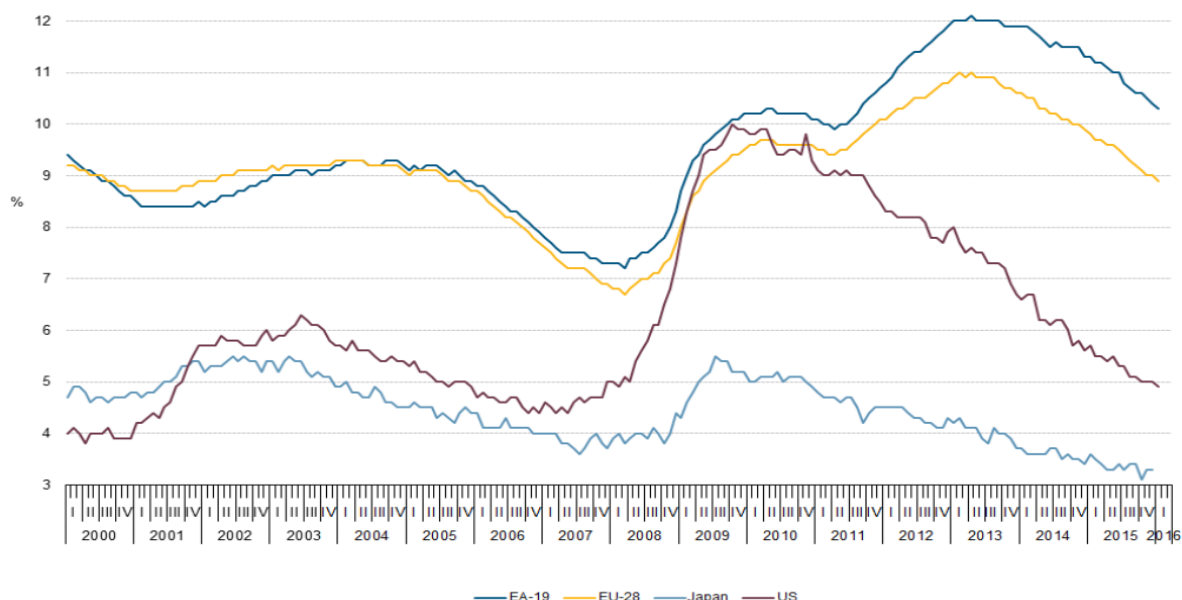
Era il 15 settembre del 2008 quando il colosso americano finanziario Lehman Brothers dichiarò la bancarotta. Prima di allora, negli Stati Uniti, in Europa e negli altri Paesi industrializzati, le imprese manifatturiere, industriali e soprattutto quelle finanziarie, che beneficiarono della deregolamentazione finanziaria avviate negli '80, poterono contare su ampie aspettative di crescita economica e di domanda di beni e servizi finali, fino a quando una massiccia bolla immobiliare di debito privato esplose, mettendo in ginocchio l'economia mondiale.

Ebbe così inizio la crisi dei *Sub-Prime*, che in primis colpì il sistema finanziario, creando crisi di fiducia e di liquidità, per poi riversarsi nell'economia reale, provocando una depressione economica susseguita da una *spirale deflazionistica*, che portò molteplici fallimenti di imprese e aziende, oltre a generare conseguenze sociali nefaste. Mentre negli Stati Uniti la disoccupazione quasi triplicò, per poi diminuire negli anni successivi e ritornare ai livelli pre-crisi, nell'Unione Europea e nella Zona Euro ebbe una lunga crescita inesorabile - ciò nonostante la disoccupazione fu comunque alta ex ante - per poi diminuire lievemente e assestarsi quasi in doppia cifra, rimanendo in particolar modo costantemente alta nei Paesi della periferia europea [Figura 1].¹

Questa crisi all'interno del settore privato di famiglie e imprese fece attivare gli *stabilizzatori automatici*; le minori entrate tributarie, l'aumento della spesa per la previdenza sociale e i numerosi interventi governativi di *Bail-Out*, a sostegno del settore bancario, traslarono l'onere della crisi dal settore privato a quello pubblico, facendone aumentare gli indebitamenti netti.

¹ <http://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/BGT/00971413.pdf>

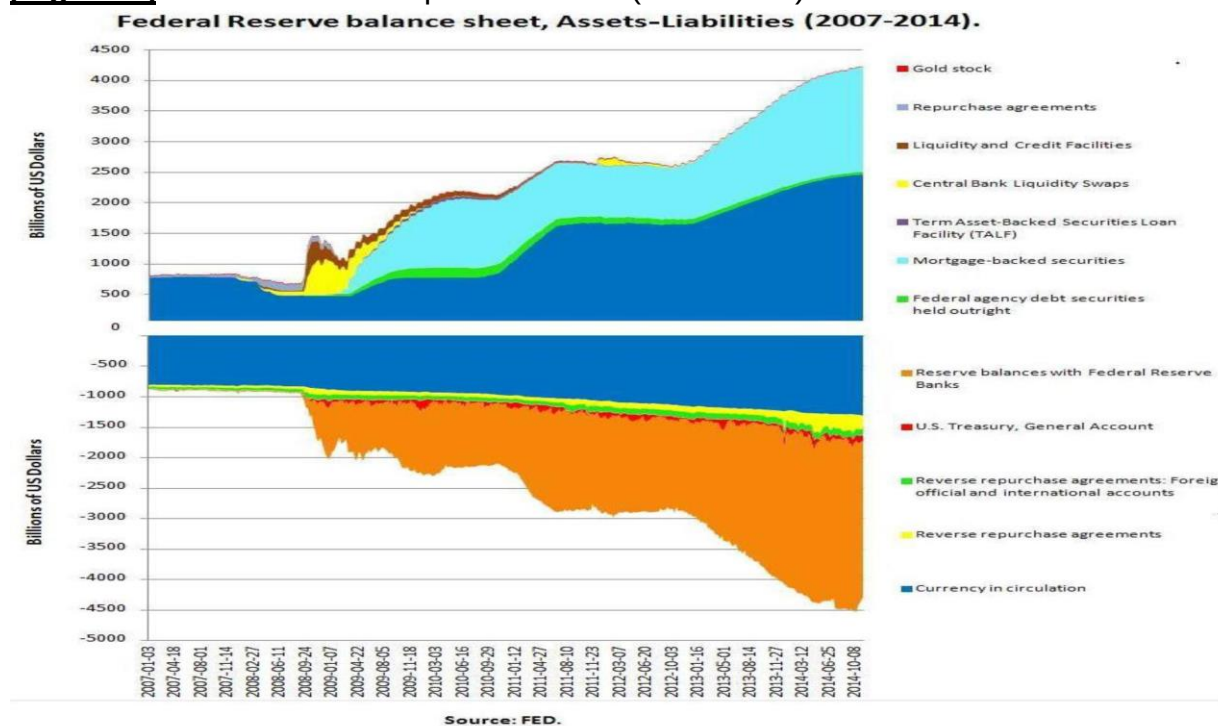
[Figura 1]: Andamento dei tassi di disoccupazione dal 2000 al 2016 (1 trimestre) nell'UE-28, Area Euro USA e Giappone (Fonte: Eurostat)



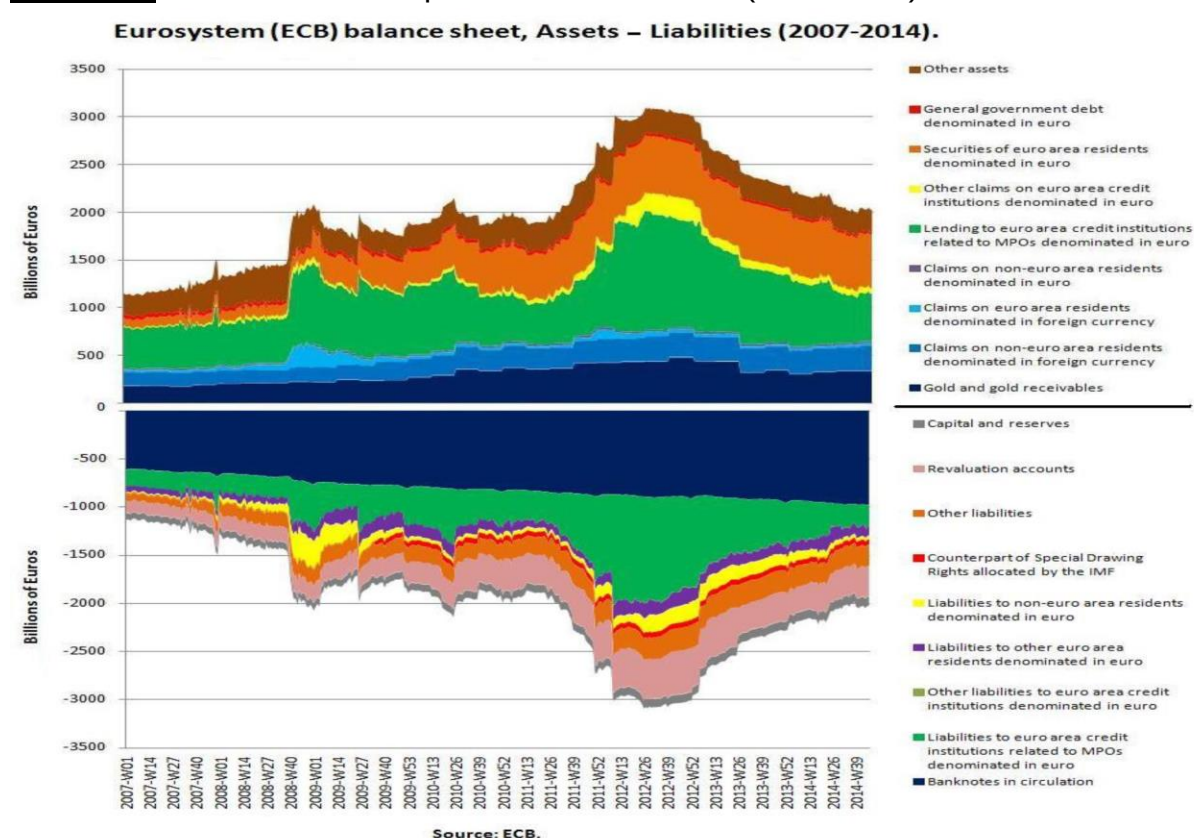
Mentre simmetriche furono le conseguenze del tracollo economico e finanziario, assai diverse furono invece le risposte e le tempistiche da parte dei governi e delle rispettive banche centrali. Paesi come gli Stati Uniti, il Regno Unito e il Giappone optarono per un intervento celere tramite politiche monetarie accomodanti, espandendo considerevolmente i bilanci delle banche centrali, e specialmente tramite politiche fiscali espansive per salvaguardare la macchina produttiva nazionale. Al tempo stesso nel vecchio continente la Banca Centrale Europea intervenne, non solo riducendo gradualmente i tassi d'interesse sui depositi (Deposit Facility) e sulle operazioni di rifinanziamento (Main Refinancing Operation), ma anche tramite politiche monetarie "non convenzionali", effettuando prestiti a lungo termine con il *Long Term Refinancing Operation* (LTRO) e programmi di acquisto di titoli con il *Covered-Bond Purchase Program* (CBPP); inoltre la BCE fornì prestiti in dollari, utilizzando strumenti di *swap* con la FED in favore delle banche indebitate nel mercato dell'Eurodollaro [Figura 2-3].

Gli istituti di credito e le banche d'investimento, trovandosi in carenza di liquidità, riuscirono grazie alle suddette operazioni della BCE, per un ammontare di oltre 1200 miliardi di Euro, a trarre enormi vantaggi in termini di ricapitalizzazione e di alleggerimento di attività inesigibili o di titoli "spazzatura".

[Figura 2]: Bilancio attività e passività FED (2007-2014)²



[Figura 3]: Bilancio attività e passività Eurosystema (2007-2014)³



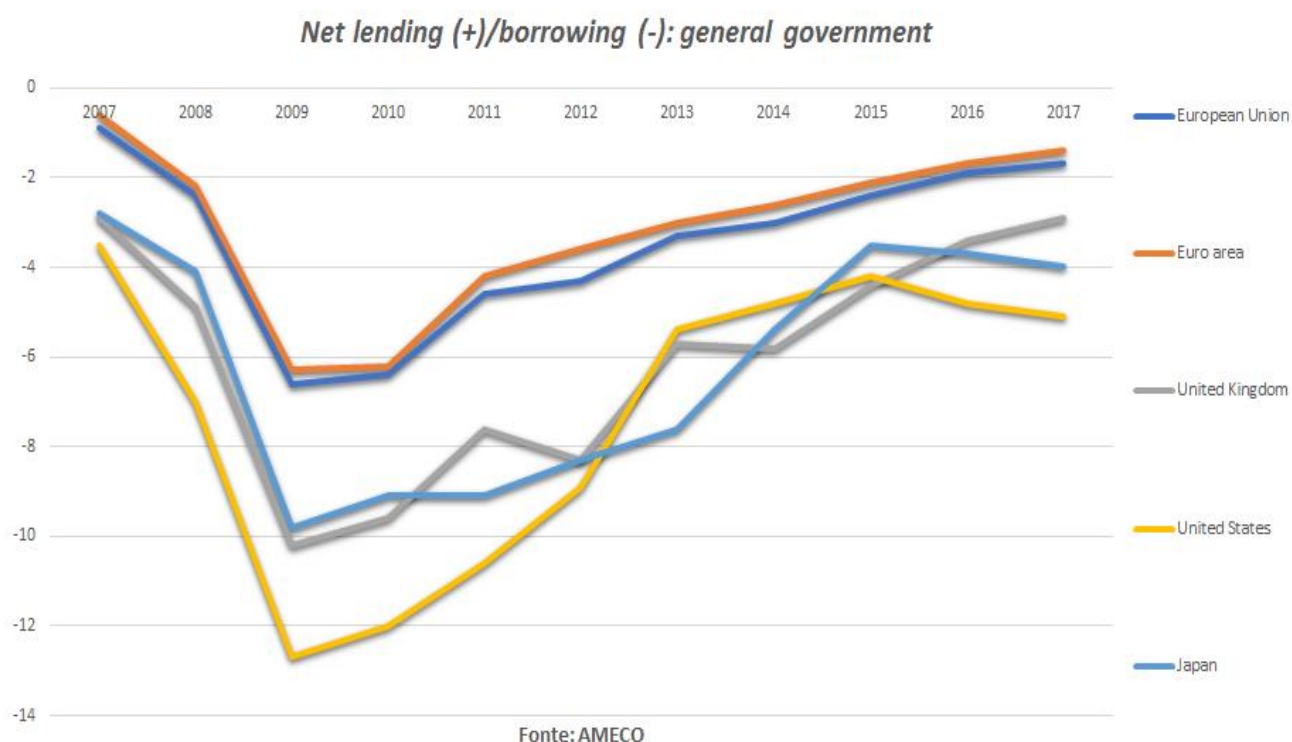
² L'area gialla nell'attivo della FED mostra lo swap di oltre 500 miliardi di dollari verso le banche centrali, tra cui la BCE, l'area blu l'acquisto di bond statunitensi mentre l'area azzurra l'acquisto di mutui sub-prime. L'area arancione rappresenta la quantità di riserve bancarie (liquidità) emesse.

³ La BCE ha aumentato i prestiti e gli acquisti di "collaterale", ovvero titoli e obbligazioni, da lato delle attività, in cambio di riserve, dal lato delle passività.

Infatti i Paesi europei furono altamente esposti soprattutto dal lato finanziario: le stime della BCE evidenziano come 130 banche tra quelle esaminate possedevano circa 22.000 miliardi di euro di attività, pari all'82% degli attivi bancari totali nell'area dell'euro.⁴

Tuttavia, diversamente dagli altri Paesi, non vi furono programmi di sostegno a favore dei governi nazionali in tema di politica fiscale. L'Eurozona infatti, in virtù del rispetto dei limiti di disavanzo e di indebitamento prefissati dal Trattato di Maastricht e dal Patto di Stabilità e Crescita, scelse la strada del consolidamento fiscale [Figura 4]. Manovre di tagli alla spesa primaria, sia dal lato degli investimenti, delle pensioni che dei trasferimenti, e di aumento della pressione fiscale furono richieste da parte della Commissione Europea agli Stati membri al fine di tenere sotto controllo i bilanci delle amministrazioni pubbliche, ponendo così un tetto all'indebitamento strutturale.

[Figura 4]: Disavanzo pubblico dell'Unione Europea, dell'Area Euro, del Regno Unito, degli Stati Uniti e del Giappone dal 2007 al 2017.



⁴ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr141026.en.html>

L'austerità espansiva e il moltiplicatore fiscale

Le idee alla base delle scelte economiche di consolidamento fiscale ebbero un notevole supporto all'interno dell'ambiente accademico. Numerosi studi vennero fatti a sostegno di manovre finanziarie di riduzione dell'indebitamento pubblico: tra questi spicca per notorietà quello di Alesina e Ardagna (2009), i quali sostennero che un decisivo taglio alla spesa primaria avrebbe generato un clima di fiducia nei confronti dei mercati, tanto da ridurre la spesa per interessi e attrarre investimenti privati ed esteri, eliminando così l'effetto spiazzamento (crowding-out), generando inoltre risultati positivi in termini di competitività e di crescita del PIL. Ecco che, con il "mantra" dei tagli alle inefficienze pubbliche, veniva così coniata l'espressione di *Austerità Espansiva*.

Un altro famoso lavoro fu quello di Reinhart e Rogoff (2010), citato diverse volte nell'ambiente politico e, per di più, anche dall'ex commissario europeo agli affari economici e monetari Olli Rehn, il quale il 1 giugno 2011 a Bruxelles ne condivise pienamente le ragioni⁵:

"The impact of debt on growth can also be looked from another angle. Carmen Reinhart and Kenneth Rogoff have coined the "90% rule", that is, countries with public debt exceeding 90% of annual economic output grow more slowly. High debt levels can crowd out economic activity and entrepreneurial dynamism, and thus hamper growth. This conclusion is particularly relevant at a time when debt levels in Europe are now approaching the 90% threshold, which the US has already passed."

La suddetta ricerca, oltre a presentare degli errori di calcolo, di metodologia e di assenza di correlazione statistica tra i dati dei Paesi presi in riferimento, come rilevati da Herndon (2013)⁶, fu più volte criticata dal premio nobel Paul Krugman (2013) specialmente da un punto di vista ideologico. Egli infatti commenta come i due lavori

⁵ http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-11-407_en.htm

⁶ I Paesi ad alto debito registrarono una crescita media del 2.2%, invece dello -0,1%. Dall'analisi si riscontra come un rallentamento della crescita ci sia stata prima della soglia del 90%, dopo di che la crescita tornò ai livelli normali. I due autori ammisero i propri sbagli pur condividendone ugualmente la tesi.

abbiano così tanto influenzato l'ambiente politico da offrire un pretesto "scientifico" all'idea di applicare politiche di austerità in un contesto di recessione economica.

L'idea condivisa dagli economisti a sostegno dell'austerità è che un processo di riforme fiscali, specie con una decisiva riduzione della spesa pubblica, potesse avere un effetto espansivo sulla crescita tramite un moltiplicatore fiscale ridotto, abbattendo così il peso dell'indebitamento pubblico; infatti una riduzione della spesa pubblica di 100 Euro con un moltiplicatore normalmente pari a 0,5 avrebbe generato una contrazione del PIL di soli 50 Euro.

Tuttavia, come rilevato da Blanchard e Leigh (2013) in una pubblicazione del FMI uscita nel World Economic Outlook, i moltiplicatori fiscali furono sottostimati: il moltiplicatore fiscale può variare da 0,9 a 1,7 in una fase di recessione, mentre diversi studi su dati statunitensi dimostrano come possa raggiungere persino il 2,5. A maggior ragione Paul de Grauwe sostiene che, sempre in un contesto di recessione, ogni punto percentuale di avanzo primario genera un effetto recessivo di oltre il 2,8% sul PIL⁷.

Detto ciò, risulta essere lapalissiano come una riduzione del rapporto debito pubblico sul PIL dal lato del nominatore, tramite una riduzione considerevole della spesa pubblica, possa generare un effetto controproducente sul prodotto nazionale in modo inversamente proporzionale, divenendo sempre più accentuato in un contesto di depressione economica.

L'idea di tagliare la spesa in una fase di recessione fu criticata aspramente anche da DeLong & Summers (2012), i quali sostennero come essa generi una contrazione della produttività e un effetto controproducente sulle finanze statali:

"Policies of austerity may well be counterproductive even by the yardstick of reducing the burden of financing the national debt in the future. Austerity in a depressed economy can erode the long-run fiscal balance. Stimulus can improve it".

In un periodo di tassi d'interesse minimi, il moltiplicatore fiscale risulta essere nettamente maggiore rispetto alla norma. Un aumento della spesa, tramite un aumento dell'indebitamento pubblico, infatti può avere effetti positivi sulla crescita ed essere sostenibile nel lungo periodo.

⁷ <http://www.tpi.it/mondo/grecia/euro-pro-contro-intervista-de-grauwe>

La crisi dei debiti sovrani

La grande recessione non risparmiò nessuno. Essa colpì non solo le economie piccole e fragili ma anche le grandi economie europee fortemente dipendenti dal commercio mondiale, oltre che dal mercato finanziario, come la Germania, il Regno Unito, l'Italia e la Francia, insieme a quelle asiatiche, come la Russia, la Cina e il Giappone (Marelli-Signorelli, 2015: 353). Infatti, tra il 2009 e l'inizio del 2010, tutti i Paesi membri registrarono perdite nette in termini di PIL e di occupazione, dovuto al crollo della domanda interna ed estera: ma questo per l'Europa fu solamente la punta dell'iceberg.

Un clima di sfiducia colpì i mercati quando l'ex ministro greco Papandreu annunciò la falsificazione dei conti sul disavanzo dello Stato ellenico, che nel 2009 superò il 12%. Lo spread cominciò a schizzare alle stelle e gli investitori, presi da un clima di sfiducia, decisero di spostare i propri investimenti nei titoli di Stato dei Paesi europei *core*, come la Germania e l'Olanda. Il titolo di Stato greco subì una caduta libera tanto da diventare un *junk bond* nell'aprile 2010, creando un effetto domino con gli altri titoli della periferia europea, che furono declassati ulteriormente dalle agenzie di rating. La BCE decise di intervenire nel maggio 2010 con il Security Market Program (SMP), acquistando titoli di Stato nel mercato secondario per un ammontare di 200 miliardi di Euro al fine di fermare la rapida crescita dei tassi d'interesse. Il programma non fu credibile e bastò aspettare il termine degli acquisti per far tornare la speculazione.

Ecco che il Portogallo, l'Italia, l'Irlanda, la Grecia e la Spagna venivano così volgarmente chiamati i "maiali d'Europa" (PIIGS) per la loro irresponsabilità, per la cattiva tenuta dei conti pubblici e per aver vissuto al di sopra delle proprie possibilità. Fu veramente l'eccessivo indebitamento pubblico la causa della crisi?

Malgrado la tesi condivisa dall'opinione pubblica, il vice-presidente della BCE Vítor Costâncio⁸ smentì questo luogo comune in una conferenza presso la Bank of Greece [Figura 5].

⁸ http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130523_1.en.html#/

[Figura 5]: Crescita del debito pubblico e privato in rapporto al PIL (fonte: BCE).

	Public Sector Debt Ratio (% of GDP)			Private Sector Debt Ratio (Variation in %)
	1999	2007	Δ 99-07 In %	Δ 99-07 In %
Euro Area	71.7	66.4	-7.4	26.8%
Greece	94.9	107.2	13.0	217.5%
Italy	113.0	103.3	-8.6	71.2%
Spain	62.4	36.3	-41.8	75.2%
Portugal	51.4	68.4	33.0	48.9%
Ireland	47.0	25.0	-46.8	101.0%

Mentre alla vigilia della crisi l'Italia e la Grecia si trovarono con un debito pubblico nettamente alto, che tuttavia negli anni precedenti variò lievemente, Spagna e Irlanda furono notevolmente più "virtuose", tanto da dimezzare i limiti previsti dai parametri di Maastricht. Allo stesso modo il Portogallo fu altrettanto "responsabile", aumentando di poco il proprio debito pubblico, rimanendo comunque sulla stessa soglia della Germania, che si trovava a quota 63,5% del PIL⁹. Detto ciò, sembra non esistere un nesso di interdipendenza tra lo scoppio della crisi e i debiti pubblici delle sopracitate economie europee: anzi l'aumento del debito pubblico, che si verificò ex post grazie agli stabilizzatori automatici, altro non fu che la risposta fisiologica a una crisi che si formò nel settore privato, risultando essere la conseguenza anziché la causa.

Tuttavia i *policy makers* puntarono il dito verso la presunta condotta poco responsabile dei governi sui bilanci nazionali, tanto che nel 2 Marzo del 2012 venne firmato il Trattato Fiscal Compact, successivamente ratificato dai vari parlamenti nazionali, obbligando così gli stati aderenti al perseguimento del pareggio di bilancio strutturale e la riduzione di 1/20 del debito pubblico ogni anno, fino al raggiungimento dei limiti stabiliti dal PSC. Trovare la soluzione alla recessione economica nel pareggio di bilancio fu considerata una "follia" da molti economisti, o persino una "superstizione" dal premio Nobel Paul Samuelson già nel 1995.

⁹ Fonte: AMECO.

Nel 2011, pochi mesi prima, una lettera indirizzata al presidente Obama e al Congresso, firmata dai premi nobel Arrow, Solow, Diamond, Sharpe, Maskin e da altri economisti di caratura internazionale, invitava il governo federale a bloccare l'emendamento di inserimento del pareggio di bilancio in costituzione.¹⁰ Le ragioni furono ovvie: tagliare la spesa e incrementare le tasse in una fase di crescita debole possono aggravare ulteriormente la situazione economica, riportando il Paese in recessione senza la possibilità di un intervento espansivo del governo.

Nonostante il monito di molti economisti, i Paesi membri avviaron politiche fiscali restrittive, cercando di riottenere la “credibilità” presso i mercati. Pacchetti di riforme strutturali furono implementate avviando tagli al sistema pensionistico, agli ammortizzatori sociali, agli investimenti pubblici, oltre che aumentando le imposte sul valore aggiunto, alle imprese e sul lavoro. L'obiettivo era di riequilibrare le entrate con le spese verso il pareggio di bilancio strutturale fissato dalla Commissione Europea.

Nonostante i numerosi sforzi dei Paesi della periferia europea, la fiducia dei mercati non fu ristabilita. Come spiegato da De Grauwe e Yi (2013), le “aspettative autorealizzanti” giocano un ruolo determinante per gli investitori:

“There is a self-fulfilling element in these dynamics. When investors fear default, they act in such a way that default becomes more likely. A country can become insolvent because investors fear default”.

Sembrava che nessun intervento “credibile” potesse essere attuato per evitare il default sui titoli di Stato della periferia europea, quando un discorso di Mario Draghi il 26 luglio del 2012 al Global Investment Conference di Londra bastò a rassicurare i mercati: la BCE sarebbe intervenuta a qualsiasi costo pur di salvare l'Euro¹¹. In pratica con l'annuncio dell'Outright Monetary Transaction (OMT), il programma di acquisto di titoli pubblici nel mercato secondario, lo *spread* vide finalmente una discesa ripida e continua, calmando la tensione dei mercati finanziari. Benché l'OMT non entrò mai in vigore, è opportuno sottolineare come la sola presa di posizione della BCE a rassicurare i mercati fu sufficiente ad abbattere il costo del debito

¹⁰ <http://www.cbpp.org/sites/default/files/atoms/files/7-19-11bud-pr-sig.pdf>

¹¹ Draghi: “The ECB is ready to do whatever it takes to preserve the Euro. And believe me, it will be enough”. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>

pubblico dei Paesi membri, nonostante i ripetuti interventi di riduzione dei disavanzi nazionali.

Questo episodio evidenzia come la mancanza di una banca centrale prestatrice di ultima istanza, che possa garantire la stabilità dei debiti pubblici degli Stati, penalizzi i governi che devono ottenere ad ogni costo la fiducia dei mercati prima di poter attuare qualsiasi politica economica nazionale. Come evidenzia Jan Kregel (2015), la struttura “germano-centrica” dell’approccio europeo può essere equiparata a un sistema di cambi fissi e manca di una struttura diretta tra governi e banca centrale.

“As noted, the basis of the German approach is that the euro is equivalent to a fixed exchange rate system with no possibility for change of parity. But, in contrast to the original Bretton Woods system, there is no government that issues the reserve currency. This means that the sovereign debt of national governments is no different than the debts of the private sector. Repayment of private debt requires firms (households) to earn profits (wages), roll over the debt via additional borrowing, or sell assets, while repayment of sovereign debt requires taxes greater than expenditures, borrowing (rolling over), or asset sales”.

Beggar-Thy-Neighbor

Le origini del disequilibrio della crescita economica tra Paesi della periferia e i Paesi core hanno radici ben più profonde. Se da un lato è possibile, e forse anche corretto, criticare i governi di alcuni Paesi e i propri ministri per la mancanza di responsabilità e di efficienza nel loro operato, dall’altro risulta scorretto, se non “qualunquista”, addossare la colpa di una recessione alla sola mancanza di produttività di una classe lavoratrice o ai presunti sprechi di una nazione.

Durante il processo di integrazione europea diverse cessioni di sovranità furono fatte a livello comunitario. Una banca centrale unica per tutti gli stati membri fu ideata con lo scopo principale, dopo anni di inflazione in doppia cifra, di controllare la stabilità dei prezzi. Nacque la BCE con l’obiettivo in primis di mantenere il livello generale dei prezzi inferiore ma prossimo al 2%. È bene evidenziare come la BCE

abbia ricalcato la struttura di politica monetaria della Bundesbank, ponendo l'obiettivo primario della bassa crescita dei prezzi.

Con una banca centrale indipendente dai governi nazionali e con politiche fiscali restrittive, gli obiettivi di crescita potevano (e possono tutt'ora) essere attuati principalmente tramite i consumi interni e gli investimenti diretti esteri. Come evidenzia Kregel (2015), i Paesi del Nord Europa, come Olanda e Germania, puntarono proprio sull'afflusso di capitali e sugli investimenti diretti dall'estero nei propri settori produttivi, mentre quelli della periferia, come Spagna e Irlanda, attirarono capitali nel proprio mercato immobiliare o in altri settori meno produttivi. Le evidenze empiriche degli Stati dell'Euro mostrano una relazione positiva tra l'aumento, o la diminuzione, degli investimenti diretti esteri e l'avanzo, o il disavanzo, della bilancia commerciale.

In particolar modo la Germania fu il Paese che più di tutti beneficiò di investimenti diretti esteri, accrescendo le proprie esportazioni che furono poi assorbite dai Paesi della periferia europea. Con un'unica politica di consolidamento dei bilanci pubblici, senza la possibilità di aumentare la domanda interna con una spesa pubblica in investimenti produttivi, i Paesi della periferia optarono per crediti vantaggiosi da parte degli istituti di credito del Nord, e della Germania in particolar modo, grazie alla politica della *vendor financing*, finanziandone così le importazioni.

Il vantaggio competitivo che ottenne la Germania può essere individuato inoltre nella stagnante crescita dei salari tedeschi, nelle riforme Hartz del mercato del lavoro dal 2003 al 2005, che permise l'introduzione dei "Mini-Jobs"¹², e nella bassa domanda interna.

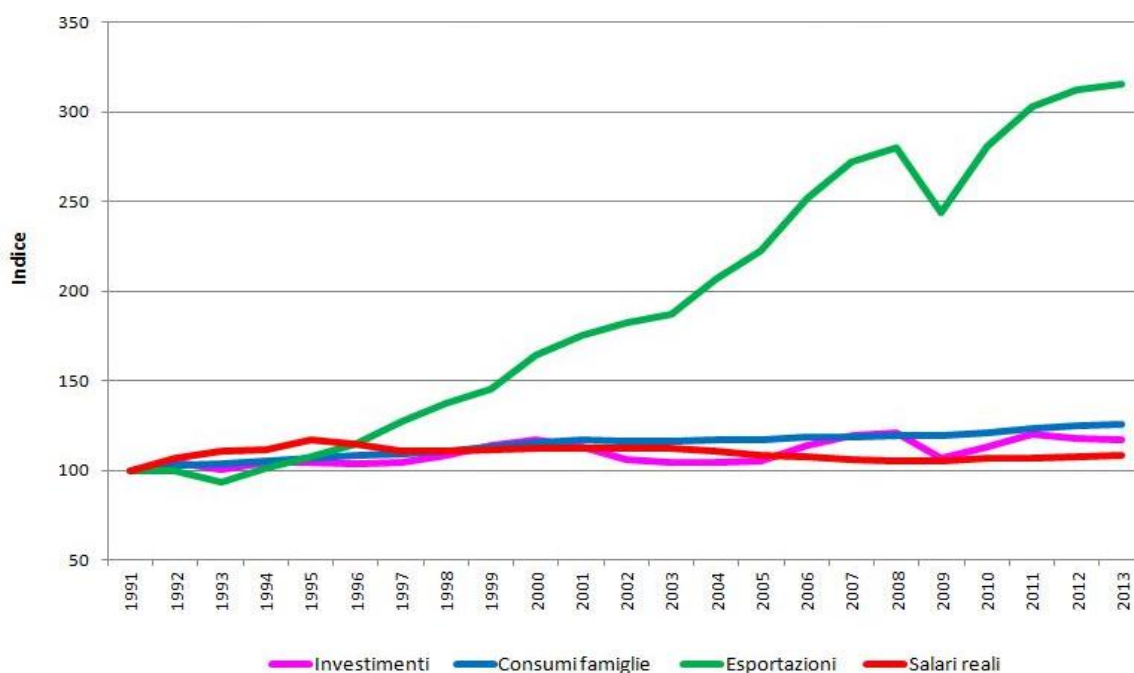
Il grafico seguente [Figura 6] mostra infatti come stagnanti siano rimasti gli investimenti tedeschi per oltre un ventennio e si può concludere come la competitività e l'aumento dell'esportazioni siano state incrementate sostituendo il lavoro a basso costo con il capitale.

Come sottolinea Paul Krugman, se bisogna parlare di problemi di competitività l'origine va trovata nella politica aggressiva tedesca del "beggar-thy-neighbor" (o affama il tuo vicino), che esportò la deflazione nei Paesi della periferia.¹³

¹² Lavori part-time con bassa retribuzione mensile, inferiori a 450 euro, ed esenti da tasse.

¹³ <https://www.nytimes.com/2014/12/01/opinion/paul-krugman-being-bad-europeans.html>

[Figura 6]: Indice del volume a prezzi costanti delle esportazioni, investimenti, consumi delle famiglie e salari reali (fonte AMECO e OCSE).



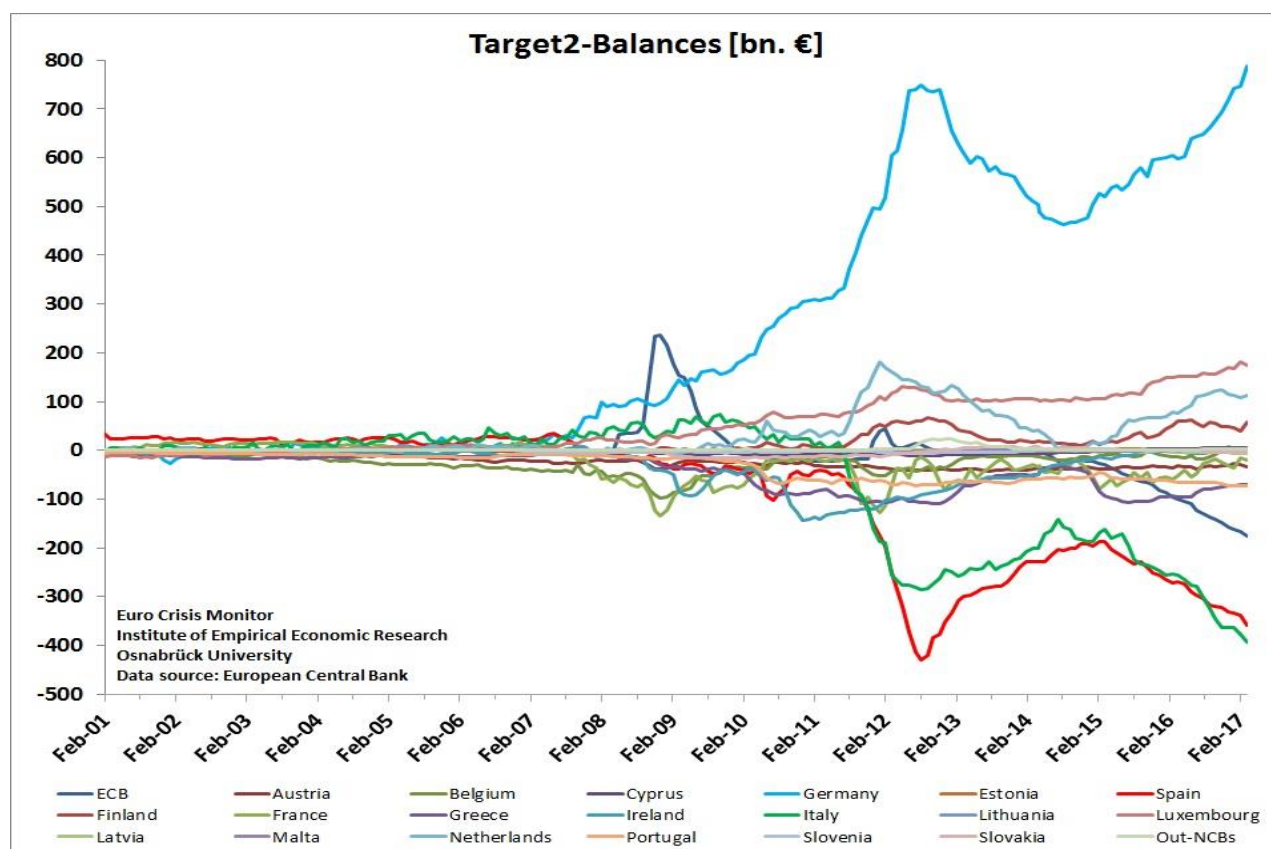
Il sistema Target 2

Simultaneamente alla crisi dei debiti sovrani, una crisi di fiducia colpì nuovamente il sistema bancario dell'Eurosistema e gli Stati membri cominciarono ad accumulare posizioni creditorie e debitorie tra di essi. Il Target 2, il sistema che permette di effettuare pagamenti interbancari in tempo reale all'interno dell'UE¹⁴, sostituì il precedente sistema Target nel 2007. Questa finestra di accesso ai meccanismi di pagamento transnazionali subì una situazione di stallo quando le banche del Nord smisero di erogare prestiti alle banche della periferia, che erano a corto di riserve, portando quest'ultime a rimanere senza liquidità per le regolari transazioni. Questa sfiducia, da parte degli istituti di credito del Nord, fu dovuta alla temporanea situazione di incertezza che i Paesi del meridione andassero in contro a un eventuale *default*. Ecco che intervennero le banche centrali nazionali, effettuando

¹⁴ A questo sistema vi aderiscono sia le banche centrali dell'Euro e molti altri Paesi dell'UE, come la Polonia, la Romania e la Danimarca. <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/target2.it.html>

prestiti ed erogando liquidità, in cambio di *collaterale*, alle banche in carenza di riserve. Questo generò, a livello sistemico, un saldo positivo e negativo delle rispettive banche centrali nei confronti della BCE [Figura 7].

[Figura 7]: Saldi Target 2 dei vari Paesi dell'Eurosistema



Dopo la crisi dello spread, i saldi videro una progressiva diminuzione per poi accentuarsi nuovamente dopo l'avvio del *Quantitative Easing*; l'acquisto di titoli da parte delle banche centrali dell'Eurosistema sembrano aver accentuato i flussi in uscita di capitali. Alcuni economisti sostengono come questa posizione creditoria e debitoria rifletta lo squilibrio delle bilance dei pagamenti dei Paesi dell'Euro.

È bene ricordare tuttavia che questi saldi non rappresentano un debito o un credito estero di un Paese verso un altro, bensì raffigurano le esposizioni delle banche centrali nazionali nei confronti della BCE, le quali contribuiscono in base alla propria quota al capitale sociale di quest'ultima.

Come si vedrà nel terzo capitolo, questa esposizione, come sottolineato dal governatore della BCE Mario Draghi, dovrà essere rimborsata nel caso di uscita di un Paese dalla valuta unica.

Capitolo 2: Il dilemma Greco

I memorandum e gli effetti pro-ciclici dell'austerità

“Forse gli americani lo troveranno difficile da comprendere, ma quello che manca alla Grecia è proprio una cultura di stabilità e disciplina”.

Così commentava l'ex ministro alle finanze greco Yiannos Papantoniou alla TV internazionale *Al Jazeera*. La Grecia fu criticata aspramente non solo per aver mentito sulle stime di indebitamento, ma anche per aver usufruito della stabilità della moneta unica, beneficiando dei bassi tassi d'interesse, per attuare investimenti e spese irresponsabili al di sopra delle proprie possibilità.

La Grecia, trovandosi sull'orlo del baratro, decise a maggio del 2010 di chiedere aiuto alle autorità europee e transnazionali. Furono così forniti aiuti di 110 miliardi di euro, suddivisi in tre tranches. Nel mese di ottobre del 2011, dopo poco più di un anno, arrivò un secondo sostegno economico pari a 130 miliardi di euro. I famosi *Memorandum* furono così ratificati dal Parlamento ellenico accettando gli aiuti finanziari delle istituzioni, quali la Commissione Europea, con il Fondo Salva-Stati (EFSF)¹⁵, la Banca Centrale Europea e il Fondo Monetario Internazionale, insieme comunemente chiamati “la Troika”, in cambio di severe discipline fiscali. Il governo ellenico riuscì comunque nel 2012 a ottenere una ristrutturazione del debito (un haircut) in accordo con i creditori privati dal 198% sul PIL dello stesso anno al 120,5% nel 2020.

L'impatto delle politiche di austerità furono talmente profonde da ledere la sicurezza e la qualità della vita dei cittadini greci. I dati sui tagli alla sanità riportano un peggioramento della salute e delle cure mediche di base.¹⁶ A causa delle maggiori restrizioni sui prelievi e sui movimenti di capitale, molte imprese spostarono la loro sede legale in Regno Unito o nei Paesi limitrofi, come la Bulgaria e Cipro, o in paradisi fiscali come il Lussemburgo; infatti una fuga di capitali porta un enorme

¹⁵ Nel febbraio del 2012 fu istituito il European Financial Stability Facility, un fondo a sostegno dei Paesi in difficoltà economica.

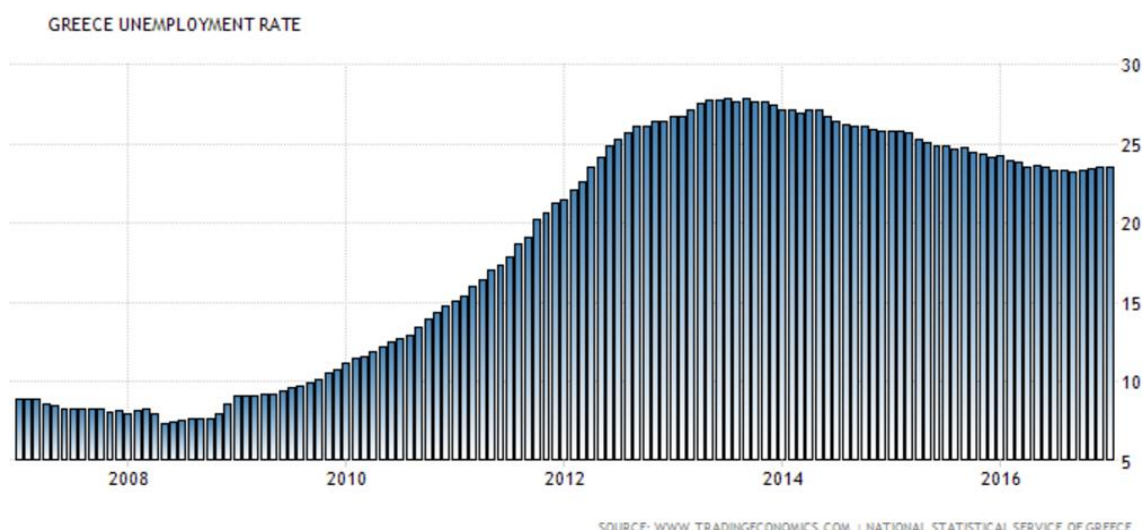
¹⁶<https://www.theguardian.com/world/2015/jul/09/greek-debt-crisis-damage-healthcare-hospital-austerity>

costo per un'economia già in recessione, perdendo investimenti e la possibilità di reperire fondi tramite le tasse. La recessione economica portò l'economia ellenica a perdere oltre il 45% del prodotto interno lordo in soli sette anni¹⁷ e ad aumentare la disoccupazione del 20% in otto anni [Figure 8 e 9].

[Figura 8]: PIL effettivo della Grecia.



[Figura 9]: Tasso di disoccupazione della Grecia.

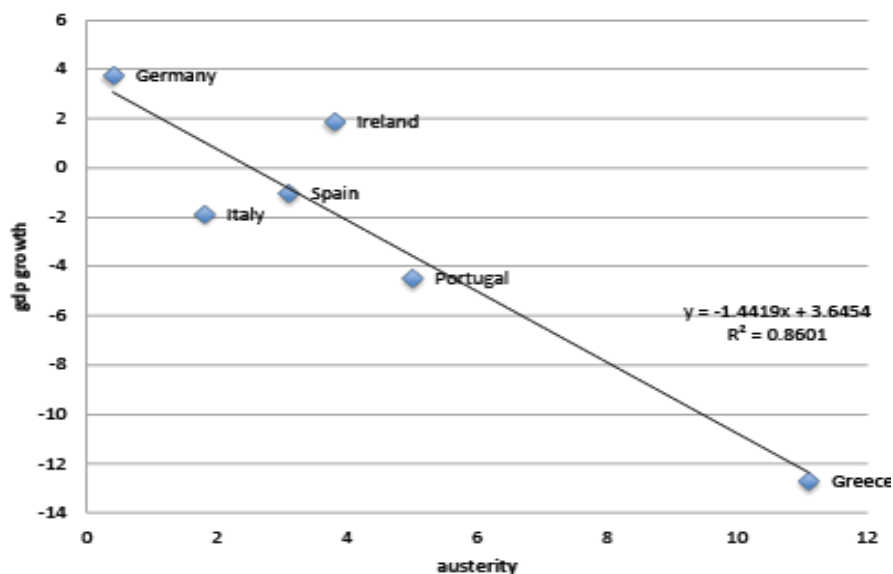


I risultati economici e sociali delle politiche di austerità dimostrano la loro *pro-ciclicità* dal momento che una perdita massiccia della produzione economica e industriale elude la possibilità di poter rimborsare le proprie obbligazioni; ciò genera

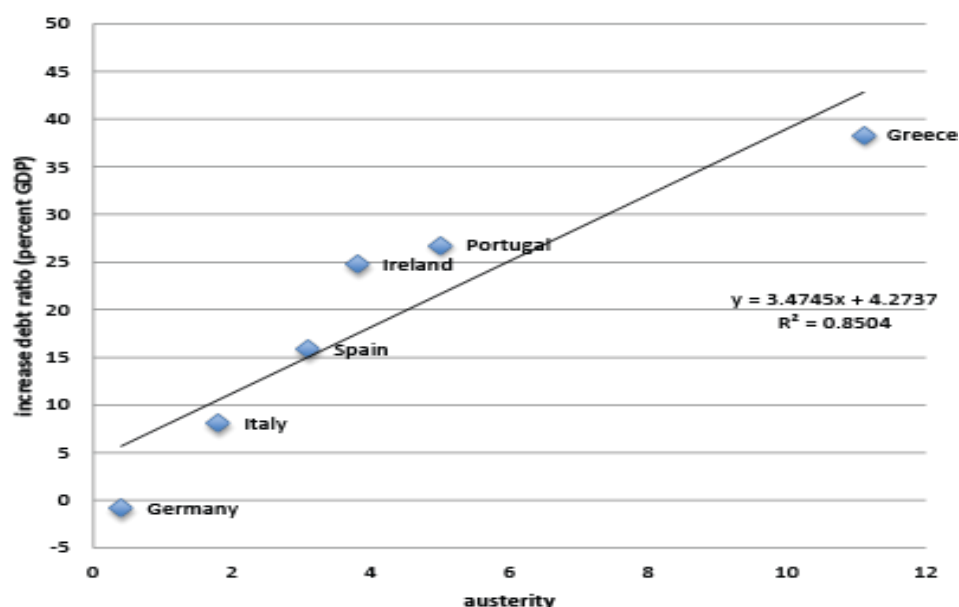
¹⁷ In termini nominali dal 2008 al 2015.

una spirale deflazionistica che fa aumentare il debito reale della nazione e aggravare ulteriormente la recessione con un crollo dei consumi e degli investimenti. Le statistiche rilevate da De Grauwe e Ji (2013) dimostrano l'effetto *pro-ciclico* dell'austerità [Figure 10 e 11].

[Figura 10]: Relazione tra austerità e crescita del PIL dal 2011 al 2012.



[Figura 11]: Relazione tra austerità e crescita del rapporto debito pubblico e PIL.¹⁸



In molti giustificavano queste azioni per il fatto che non ci fosse altra alternativa all'austerità - come già in passato si sosteneva "there is no alternative" -.

¹⁸ La rilevazione non tiene conto dell'haircut sul debito pubblico greco del 2012.

Di fatto l'ex commissario Olli Rehn, citando il contributo di Reinhart e Rogoff, si rivolse così nei confronti della Grecia:¹⁹

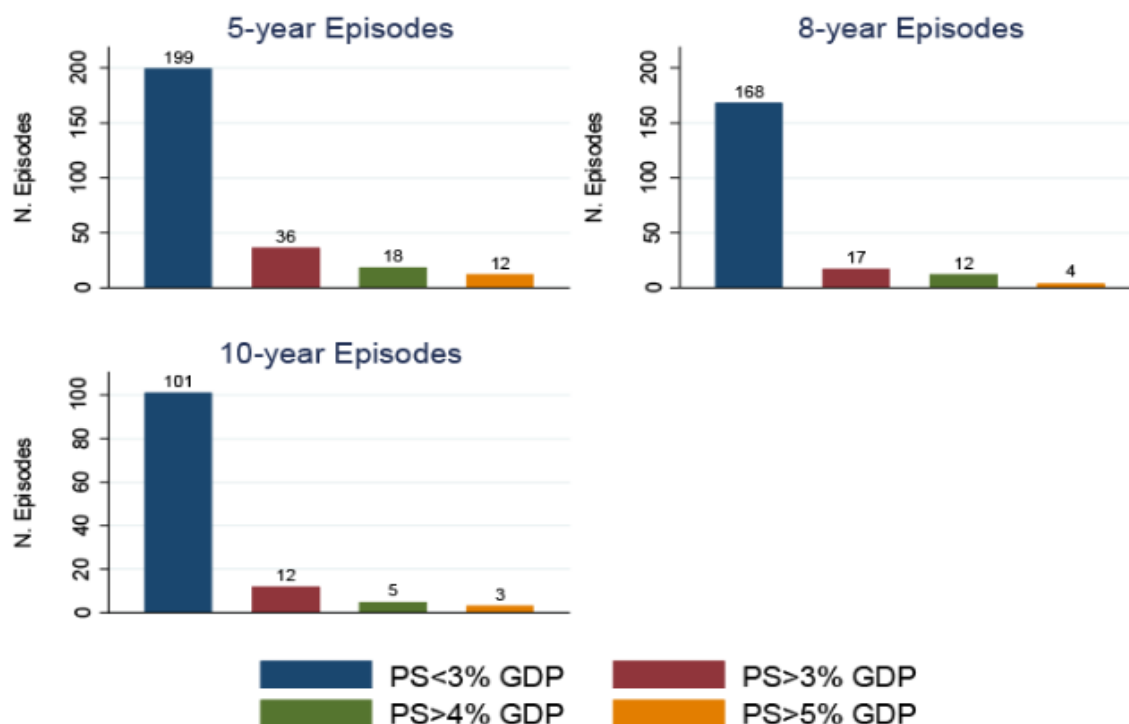
“For some EU member states, like Greece, there has simply been no choice to fiscal consolidation. If you are shut out from the private debt market, you need to put your fiscal house in order to regain access to market financing. For other member states, it is obvious – and in fact confirmed by economic modeling exercises – that fiscal prudence is positive for growth and employment in the medium to long run.”

I pacchetti di austerità accordati tra il governo e la Troika consistevano in una serie di obiettivi di lungo termine, primo su tutti l'accumulo di avanzi primari, al fine di ripagare gli interessi passivi sui debiti contratti, mediante tagli al settore pubblico, aumenti delle aliquote e delle imposte e privatizzazioni degli assets. In secondo luogo, ingenti riforme del mercato del lavoro furono richieste al fine di renderne più flessibile l'ingresso e l'uscita della forza lavoro; insieme a una riduzione del costo unitario del lavoro, il tasso di disoccupazione, secondo i tecnici della Troika, sarebbe sceso fisiologicamente. In terzo luogo una compressione - o una “distruzione” volendo utilizzare le parole dell'ex premier italiano Mario Monti in un'intervista alla CNN - della domanda interna avrebbe permesso una riduzione delle importazioni, aumentate spropositatamente durante la grande recessione, ottenendo vantaggi in termini di competitività nei confronti delle altre nazioni, aumentando di conseguenza le esportazioni e riequilibrando la bilancia commerciale.

L'ambizioso progetto di ridurre il debito pubblico greco al 60% del PIL, pari a 1/20 l'anno, come stabilito dal Trattato Fiscal Compact, necessita di un esteso periodo di avanzi primari, con una media annua del 7,5% sul PIL dal 2020-2030 (Eichengreen & Panizza, 2014) [Figura 12].

¹⁹ http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-11-407_en.htm

[Figura 12]: Numero di episodi di accumulo di avanzi primari per periodi.



Pochissimi casi nella storia permisero un surplus primario superiore al 5% del PIL per più di 10 anni. Le evidenze empiriche mostrano, inoltre, che le poche nazioni, che riescono a mantenere un bilancio positivo per lungo tempo, si basano tendenzialmente su una forte crescita, sostenuta comunque da investimenti pubblici e diretti esteri, oltre che da un saldo del conto corrente fortemente positivo, come la Norvegia, gli Emirati Arabi e Singapore.

Utilizzando la formula dei saldi finanziari settoriali di Wynne Godley, è possibile riscontrare l'attendibilità delle suddette evidenze empiriche. Ricavando l'identità contabile della somma dei saldi dalla formula del PIL, un saldo primario positivo, che implica un saldo di bilancio in pareggio di medio-lungo periodo, comporta una spesa al netto delle tasse minore per il settore privato, che tende a diminuire il risparmio rispetto agli investimenti. Se il settore privato necessita di aumentare la propria ricchezza netta, con un bilancio pubblico in pareggio secondo i limiti previsti dal Fiscal Compact, può solo puntare su una bilancia commerciale positiva:

$$(a) \quad (I-S) + (G-T) + (X-M) = 0$$

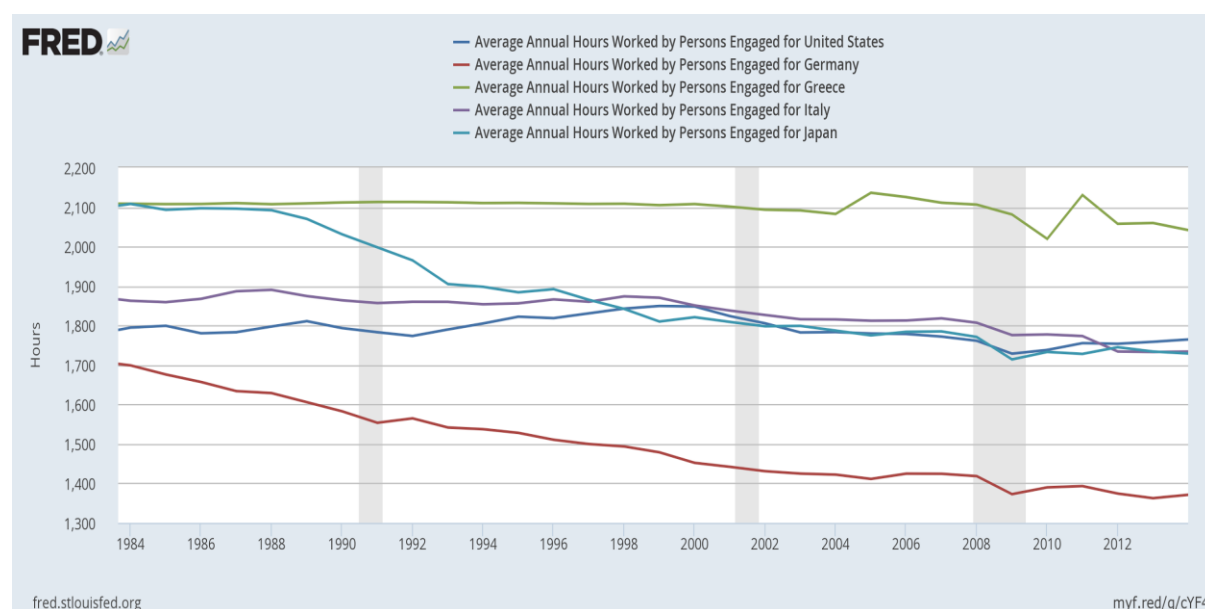
$$(b) \quad (G-T) = 0$$

$$(c) \quad (S-I) = (X-M) \quad .$$

Un modello di un'economia esportatrice netta può essere sostenibile solo se esiste un'ingente domanda estera e soprattutto stabile nel tempo; ma puntare sull'abbattimento della domanda interna e il contenimento dei salari, al fine di migliorarne il saldo commerciale, risulta essere una politica controproducente. Il consolidamento fiscale in una fase di recessione determina un alto impatto economico tramite un moltiplicatore fiscale più elevato, generando meno investimenti, aumentando la disoccupazione e diminuendo persino la competitività.

In ogni caso il mito della mancanza di produttività va in contrasto con il fatto che tutt'ora la Grecia risulta essere uno dei maggiori paesi in Europa e nel mondo per ore lavorate [Figura 13].

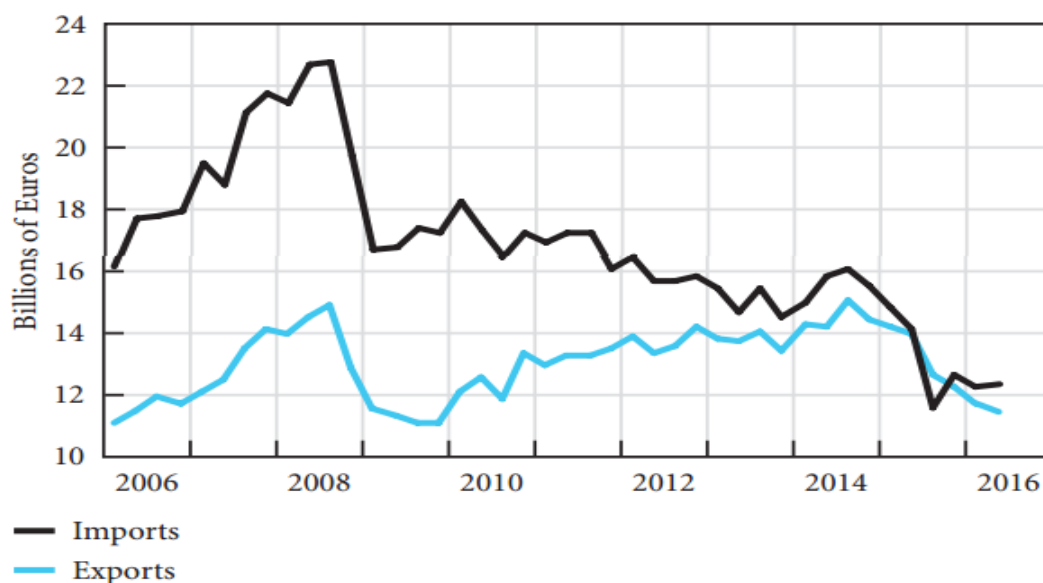
[Figura 13]: Media annua di ore lavorate per nazione.



Senza investimenti in innovazione, senza politiche di formazione di lavoro, insieme a una minor retribuzione netta per gli occupati, minori livelli di sicurezza e di regolamentazione dei contratti, l'efficienza produttiva di un Paese cala

drasticamente. Infatti la pesante riduzione della domanda interna ha portato sì a un crollo delle importazioni ma al tempo stesso non ha prodotto risultati significativi in termini di esportazioni (Papadimitriou D., Nikiforos M. & Zezza G., 2016). [Figura 14].

[Figura 14]: Import ed Export di beni e servizi della Grecia.

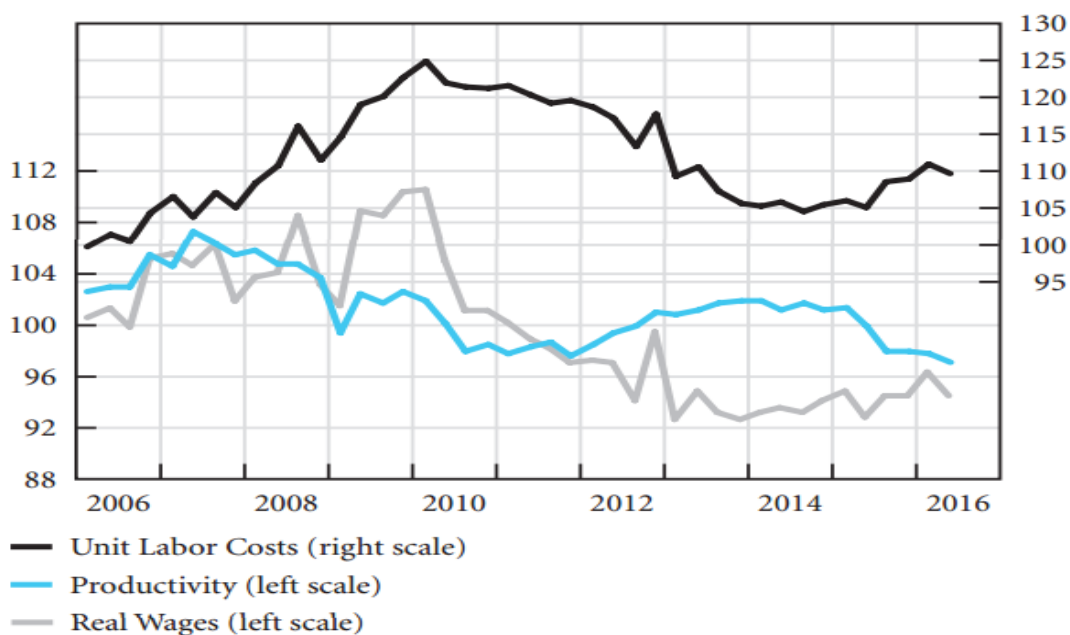


Source: ElStat

Difatti il leggero aumento dell'export greco dal 2010 può essere motivato da una forte caduta del livello generale dei prezzi e dei salari, ma che tuttavia calò nuovamente a partire da inizio 2015.

Un aumento della flessibilità in entrata e in uscita non ha portato risultati soddisfacenti in termini di occupazione; inoltre una diminuzione del costo unitario del lavoro non sembra abbia prodotto risultati positivi neanche per la produttività del Paese [Figura 15]. La conferma viene proprio dal FMI (2015) che nel World Economic Outlook rileva la mancanza di correlazione tra aumento della flessibilità del mercato del lavoro e l'aumento del PIL. La ricerca evidenzia come le economie sviluppate necessitino di creare piuttosto investimenti in tecnologie, in infrastrutture e in ricerca e sviluppo, investimenti che tuttavia la Grecia smise di effettuare dalla grande recessione. Detto ciò, si smaschera l'errata convinzione che la produttività possa essere aumentata solo con politiche dal lato dell'offerta.

[Figura 15]: Costo unitario del lavoro (destra), produttività (sinistra) e salari reali (sinistra) della Grecia (2005=100).



Source: ElStat

Le esportazioni greche non risultano essere aumentate dato l'enorme calo del tessuto produttivo; non solo il commercio ma anche il turismo, la "punta di diamante" della penisola ellenica, subì un notevole calo, da 60 miliardi nel 2007 a poco più di 40 miliardi nel 2016²⁰.

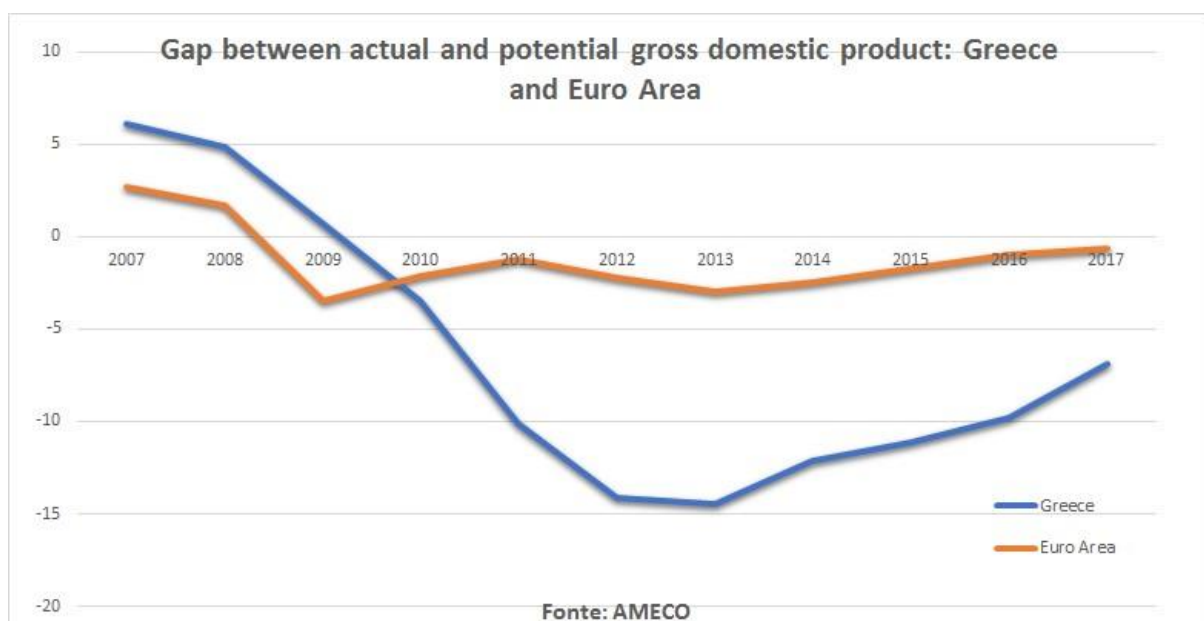
A questo punto è chiaro sottolineare come il calo della domanda interna, oltre che quella estera, dei Paesi membri abbia prodotto una crisi patologica anche per le esportazioni greche e dei Paesi della periferia, dal momento che le esportazioni dell'Eurozona venivano precedentemente assorbite per la maggior parte all'interno della stessa.

Quindi esiste una *fallacia di composizione* data dal fatto che i Paesi membri puntano a tutti i costi a diventare esportatori netti, contraendo competitivamente la domanda interna, generando tuttavia a livello sistemico un crollo delle stesse esportazioni. Dunque, da un certo punto di vista, la domanda interna coincide con la domanda estera all'interno dell'economia dell'Euro, analogamente agli Stati Uniti d'America, e il calo di una di esse genera un effetto concatenato tra gli stessi Paesi membri: esso è dimostrato dal fatto che oggi le esportazioni della zona Euro, specie quelle tedesche, vengano assorbite da paesi extra-UE.

²⁰ Fonte: Elstat

Per concludere, le politiche di austerità applicate al suddetto contesto dimostrano come la Grecia non sia stata un Paese che abbia vissuto “al di sopra delle proprie possibilità”, dal momento che il costo più oneroso per una nazione consiste nell'impossibilità di poter impiegare al meglio le proprie risorse fisiche, materiali e monetarie. Una disoccupazione al 25%, un tessuto industriale danneggiato dalla mancanza di investimenti e un'economia affamata dalla deflazione rappresentano invece la realtà di un Paese che ha vissuto “al di sotto delle proprie possibilità” [Figura16].

[Figura16]: Gap tra PIL potenziale e PIL effettivo: Grecia e Area Euro



Il referendum e il caso dell'Emergency Liquidity Assistance

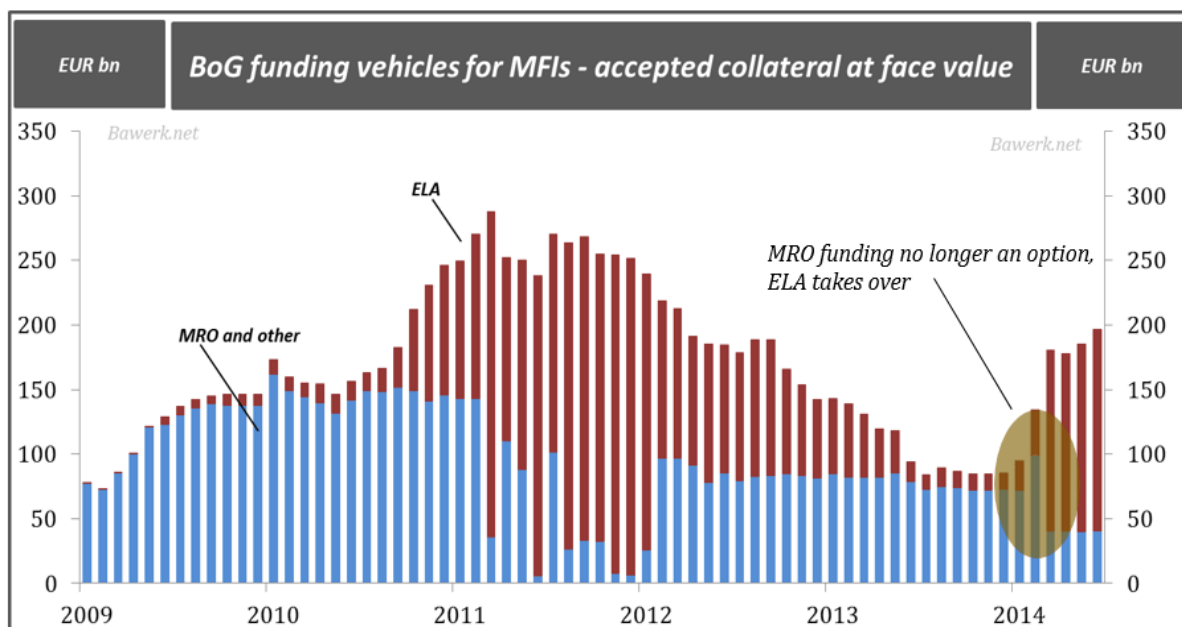
Le proteste a piazza Syntagma, davanti al Parlamento greco, erano all'ordine del giorno. Lo sconforto e lo scetticismo della popolazione nei confronti delle istituzioni produssero una tensione a livello internazionale. Le riforme strutturali richieste dalla Troika dilaniarono il tessuto sociale della Grecia: le stime della Bank of Greece, dell'OCSE e dell'ELstat²¹ riportano un aumento allarmante del tasso di suicidi, della mortalità infantile, della depressione e dei cali delle richieste di cure mediche.

A gennaio del 2015 vinse le elezioni il leader della sinistra radicale Alexis Tsipras con un programma di lotta all'austerità. Un ulteriore piano proposto dai creditori internazionali prevedeva, infatti, un nuovo programma di aiuti finanziari, ma nel mese di luglio dello stesso anno fu bocciato da un referendum consultivo, indotto dal governo Tsipras. Tuttavia, dopo numerose trattative con l'Eurogruppo, il governo greco, trovandosi nuovamente in difficoltà, decise di firmare un nuovo memorandum, ottenendo ulteriori fondi pari a 86 miliardi euro, in cambio di pacchetti di riforme strutturali più morbide.

Nello stesso arco temporale una nuova crisi colpì il sistema bancario greco. L'avvio del *Quantitative Easing* da parte della BCE, contemporaneamente alle elezioni amministrative di gennaio, non fu esteso all'acquisto dei titoli di Stato greci. Le banche greche, trovandosi in carenza di riserve e non potendo offrire i suddetti titoli come collaterale, si trovarono senza accesso al mercato di rifinanziamento principale. La Bank of Greece decise di intervenire aprendo il canale dei prestiti dell'Emergency Liquidity Assistance (ELA), usato già precedentemente in situazioni di emergenza [Figura 17].

²¹ <http://www.keeptalkinggreece.com/2016/06/16/austerity-kills-bank-of-greece-reports-greeks-health-deteriorating-life-expectancy-shrinks/>

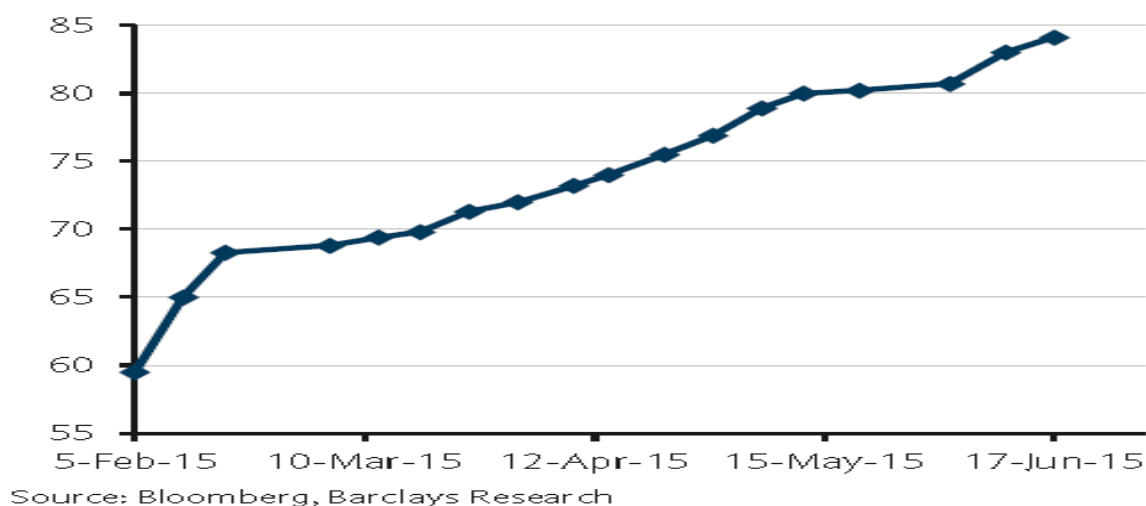
[Figura 17]: Dati in miliardi di Euro delle operazioni di MRO, LTRO e altri (blu) e di prestiti tramite ELA (rosso). ²²



Grazie all'ELA gli istituti di credito greci solvibili, che si trovarono temporaneamente a corto di liquidità, poterono chiedere in prestito fondi per assolvere alle proprie obbligazioni. Sempre maggiore liquidità fu richiesta dalle banche fino a quando nel mese di luglio, durante il periodo del referendum popolare, la BCE decise di porre un tetto di 89 miliardi di Euro ai prestiti erogabili tramite l'ELA. [Figura 18]

[Figura 18]: Aumento progressivo del tetto dell'ELA.

ELA ceiling: a gradual step-up (€ bn)



²² Fonte: Bank of Greece, Bewark.net

Infatti alle banche greche fu precluso l'unico accesso al credito, non potendo più far fronte alle normali operazioni bancarie. Critiche all'operato della BCE furono fatte sostenendo come la decisione di mettere il limite all'ELA fosse una scelta di influenza politica, al fine di costringere il governo a firmare il memorandum. Ciò che rimane evidente è che questa situazione di stallo creò un'interruzione dei normali meccanismi di pagamento, determinando una possibile violazione del TFUE²³.

Il controllo sui capitali in uscita si aggiunse all'enormi criticità già presenti nell'economia nazionale, incentivando le imprese e i risparmiatori a spostare i propri depositi all'estero.

²³ Uno dei compiti fondamentali del SEBC è di promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento, come previsto dall'art.127 del TFUE.

Capitolo 3: Quale futuro per la Grecia e l'Europa?

Lo stimolo quantitativo e la politica fiscale

Nonostante le diverse misure di consolidamento fiscale e i numerosi interventi di politica monetaria, il problema della stagnazione economica e occupazionale, della deflazione e del pericolo dei Non Performing Loans (NPL), nelle pance degli istituti di credito, non fu risolto. La BCE, dopo aver abbassato i tassi d'interesse sulle riserve al minimo storico²⁴, al fine di aumentare il livello generale dei prezzi al target del 2%, tentò altre manovre di politica monetaria non convenzionale, come il Target-Long Term Refinancing Operation (TLTRO) a giugno del 2014. Non avendo prodotto risultati soddisfacenti, il 22 gennaio del 2015 il consiglio direttivo annunciò un programma di acquisto di titoli di 80 miliardi di Euro al mese, con il nome di *Assets Purchase Programme* (APP), o più comunemente conosciuto come *Quantitative Easing*²⁵. Il programma, tecnicamente svolto dalle banche centrali dell'Eurosistema, fu suddiviso in quattro sezioni [Figura 19]:

- third covered bond purchase programme (CBPP3)
- asset-backed securities purchase programme (ABSPP)
- public sector purchase programme (PSPP)
- corporate sector purchase programme (CSPP)

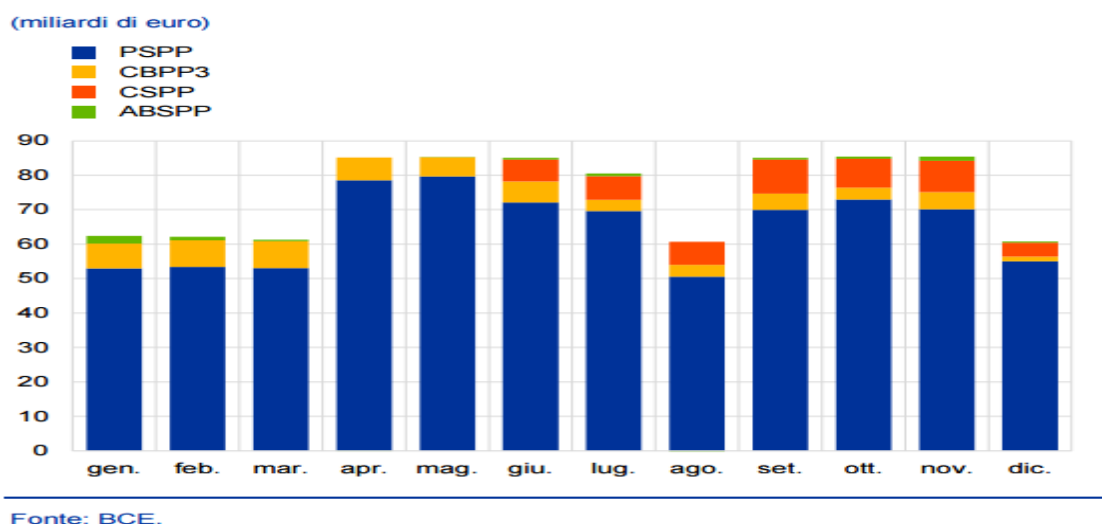
Dando uno sguardo all'odierno bilancio dell'Eurosistema [Figura 20], le operazioni di alleggerimento quantitativo hanno accumulato un eccesso di riserve per le banche, tutt'ora parcheggiate presso le rispettive banche centrali, e una carenza di titoli nel sistema. Questo può generare una diminuzione della redditività e una mancanza di *collaterale* per le normali operazioni di rifinanziamento. Nonostante gli interventi non convenzionali e la caduta dei tassi d'interesse ai minimi storici, i prestiti a favore dell'economia reale non hanno risentito del "minor costo" del debito. In aggiunta

²⁴ Ora in territorio negativo al -0,40.

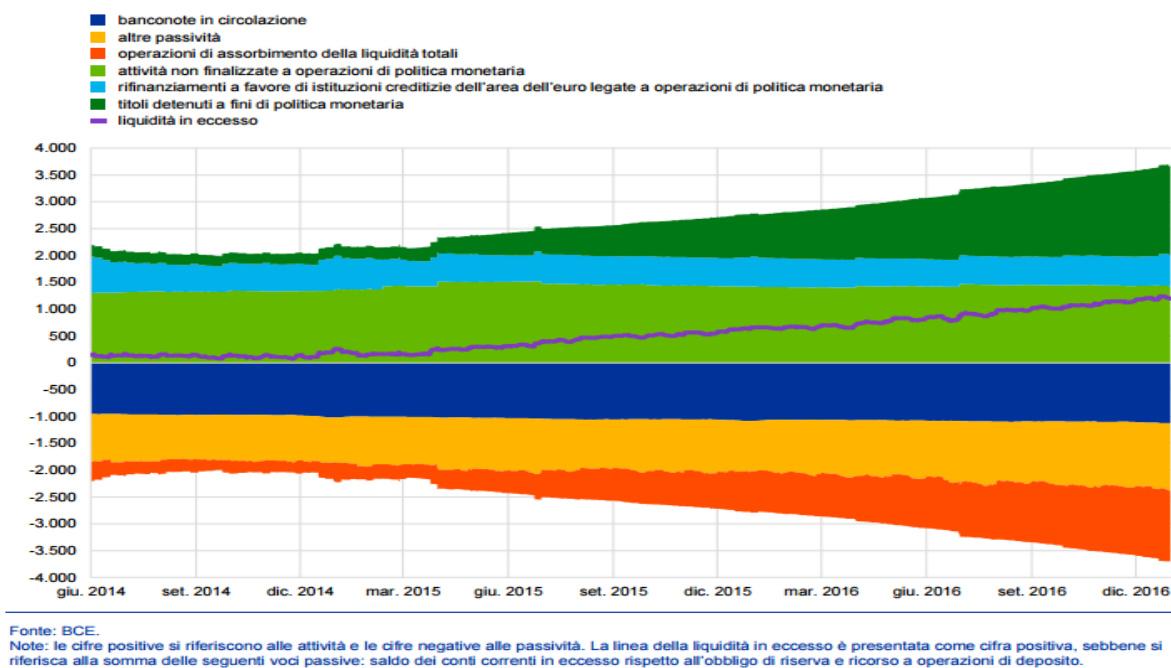
²⁵ Tuttavia la Grecia non rientrò nel programma di acquisti della BCE.
https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.it.html

l'aumento della base monetaria non ha generato un aumento significativo dell'inflazione, mentre in alcuni Paesi della periferia rimane tutt'ora in territorio negativo - benché nel primo trimestre 2017 ammonti a 1,5%, si tratta di un aumento dovuto al prezzo del petrolio, essendo rimasta l'inflazione "core" stabile a 0,7%²⁶ -.

[Figura 19]: Acquisti mensili di attività effettuati nel 2016 nell'ambito dell'APP. ²⁷



[Figura 20]: Evoluzione del bilancio consolidato dell'Eurosistema in miliardi di Euro.

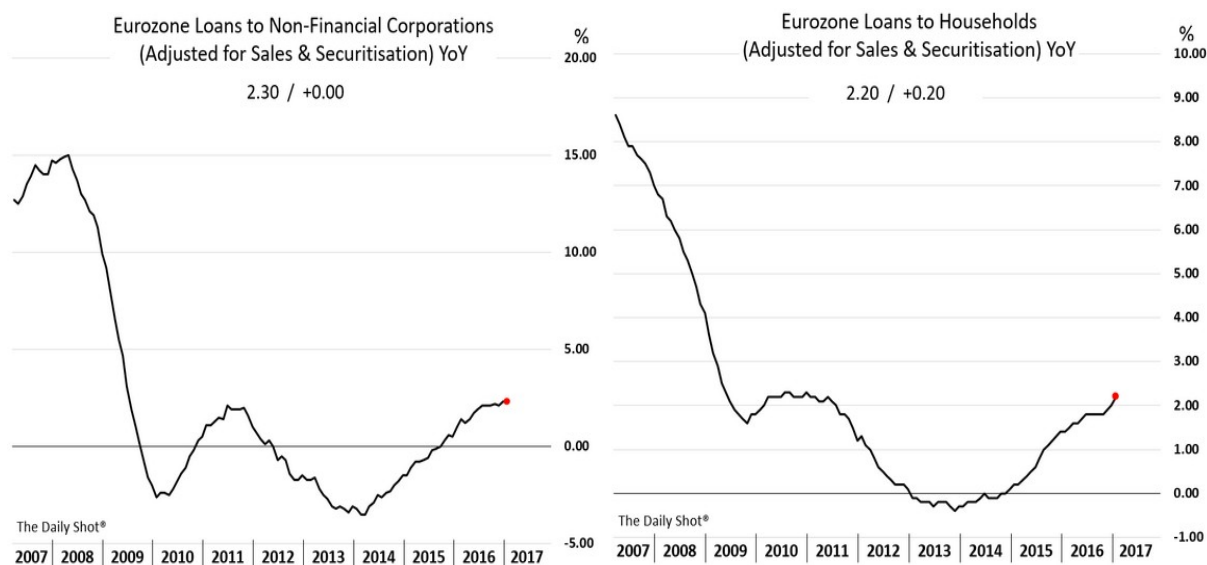


²⁶ fonte: Eurostat

²⁷ Gli acquisti totali da parte dell'Eurosistema a marzo 2017 superano i 1700 miliardi di Euro, fondi che sono stati impiegati tramite un'espansione del bilancio. Infatti la BCE può creare denaro e operare in patrimonio netto negativo (Bunea D., Karakitsos P., Merriman N. & Studener W., 2016: 14).

Nonostante il massiccio aumento della base monetaria, i prestiti alle famiglie e alle imprese non hanno subito un aumento significativo [Figure 21-22]

[Figure 21-22]: Prestiti a società non finanziarie (sinistra) e alle famiglie (destra). ²⁸



Le ragioni vanno trovate nel fatto che, in un'economia in stagnazione, gli istituti finanziari preferiscono parcheggiare le proprie riserve presso la banca centrale, persino pagando una penalità su di esse, pur di non concedere credito a fondo perduto; infatti i prestiti non dipendono dai risparmi bensì dal rischio percepito dall'istituto di credito (McLeay, Radia & Thomas, 2014). Nel modello Keynesiano la crescita della base monetaria fa abbassare i tassi d'interesse, ma in un'economia in equilibrio al di sotto della piena occupazione, una politica monetaria espansiva non produce effetti in termini reali, dal momento che la riduzione dei tassi d'interesse non influisce sulla domanda aggregata di beni e servizi finali (Terzi, 2012: 25).

La Banca Centrale Europea dall'inizio della crisi ha saputo implementare diversi strumenti di politica monetaria espansiva, gestendo efficacemente le crisi sistemiche che hanno caratterizzato gli ultimi anni. Inoltre l'acquisto di titoli pubblici nel mercato secondario ha permesso di fermare infine le numerose speculazioni sui titoli di Stato. Ciò nonostante rimangono immutate le rigidità della struttura della moneta unica per i singoli governi che vogliano accedere al credito. Essendo preclusa per statuto la possibilità per la BCE di acquistare titoli di Stato nel mercato primario, oltre ad

²⁸ Fonte: The Daily Shot.

essere abolito il canale di finanziamento tramite conto corrente di tesoreria, ogni Paese membro deve provvedere autonomamente a reperire fondi presso il mercato per attuare i propri programmi di politica fiscale. Tuttavia le rigidità principali del sistema euro si basano sull'impossibilità di poter attuare politiche fiscali espansive, nonostante i bassi tassi d'interesse. I limiti al disavanzo, imposti dal Patto di Stabilità e Crescita, impediscono i governi di poter aumentare la propria spesa pubblica in investimenti, in ricerca e sviluppo e creare sussidi di disoccupazione; inoltre manca la possibilità, per la logica della "coperta corta", di poter abbassare le tasse alle imprese e sul lavoro.

Ecco che, al fine di aumentare la domanda aggregata di beni e servizi finali, è necessaria una rinegoziazione dei vincoli di bilancio da parte delle forze politiche e di poter attuare, anche a livello europeo, un sussidio di disoccupazione o dei programmi di lavori garantiti (transition jobs) da parte del settore pubblico.

L'uscita dall'Euro. Una possibile soluzione?

Al giorno d'oggi, con il crescere dei nazionalismi e dei movimenti euroscettici, l'uscita dall'Euro non rimane più un'ipotesi assai lontana. Diversi partiti politici hanno inserito nel loro programma un'uscita unilaterale dall'Euro, ritenendo le rigidità dell'Eurozona irrimediabili. Tuttavia è bene ricordare che non esiste un caso storico di un'uscita di un Paese da una moneta unica, diversamente come sono stati i casi di uscita dagli accordi di cambi fissi. La maggioranza degli studi dimostra come un'uscita dall'Euro possa creare una svalutazione della nuova moneta per le nazioni del Sud, portando un flusso di capitali in uscita dal Paese di riferimento e un aumento del costo in termini reali dei mutui e del debito pubblico.

Ciò nonostante un processo d'uscita dall'Euro deve essere distinto tra i diversi Paesi. Nel caso della Grecia, dove il debito pubblico rimane sotto legislazione nazionale, una rinegoziazione o un *haircut* sui titoli può essere molto più probabile rispetto al caso dell'Irlanda, il cui debito pubblico giace sotto legge internazionale.

Sebbene sia possibile una rinegoziazione o uno sconto sul debito, in un mondo globalizzato con massicci flussi di pagamenti transnazionali, un'uscita dall'Euro può provocare un deprezzamento eccessivo della nuova valuta. Allo stesso tempo, come

confermato da Mario Draghi, il Paese uscente deve compensare, tramite la propria banca centrale, l'eventuale saldo negativo del Target 2.²⁹

Detto ciò, una proposta più credibile, al fine di evitare la speculazione internazionale, rimane quella dell'investitore Warren Mosler³⁰, il quale suggerisce, per scongiurare una pericolosa svalutazione della nuova Dracma, di evitare la conversione forzata dei depositi e dei crediti bancari e di lasciare che i correntisti stessi convertano i propri depositi in nuova valuta. Questo comporta, nel caso specifico della Grecia, l'intervento della Bank of Greece, la quale provvederà con le banche commerciali intermediarie a offrire nuove Dracme in cambio di euro, a un prezzo fisso di 1 a 1. Diversamente dalla conversione forzata dei depositi bancari, tramite il principio della *Lex Monetae*, la nuova Dracma verrebbe scambiata nel mercato. I risparmiatori richiederanno di convertire gli Euro se il governo incomincerà a spendere e tassare esclusivamente in nuove Dracme; se ciò dovesse accadere, le vendite di Euro e gli acquisti di nuove Dracme comporterebbero un apprezzamento di quest'ultime nel breve periodo. Questo meccanismo può garantire introiti in Euro presso la Bank of Greece, potendo saldare le eventuali posizioni debitorie. Quindi, un'uscita strategica dall'Euro può essere definitivamente una soluzione, e non solo in termini economici, solo se il costo di rimanere nella Eurozona ne supera i benefici; d'altro canto, essa si tratta di una soluzione che è rimessa a scelte di natura politica.

Infatti la rigidità della valuta unica non va trovata in un contesto di ordine esclusivamente economico, bensì in uno politico: gli aggiustamenti tra le economie nazionali possono essere intrapresi mediante un'efficiente politica di trasferimenti fiscali tra Paesi attraverso un'istituzione federale, oltre che da una garanzia sui titoli pubblici da parte della BCE e un meccanismo di finanziamenti da parte della Banca Europea degli Investimenti (BEI) per le imprese. A differenza degli Stati Uniti, rimangono nel contesto europeo discrepanze notevoli in ambito del mercato del lavoro, delle differenze linguistiche e degli ordinamenti giuridici. Inoltre mentre nella prima area valutaria la differenza massima tra gli Stati in ambito di disoccupazione ammonta al 3,8%, in Eurozona ammonta quasi al 20%³¹: questa è dovuta ad una eterogenea politica di trasferimenti fiscali tra Stati membri.

²⁹ https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/170120letter_valli_zanni_1.it.pdf

³⁰ <http://moslereconomics.com/2011/11/17/my-big-fat-greek-mmt-exit-strategy/>

³¹ La disoccupazione in New Mexico ammonta al 6,7% a differenza del New Hampshire al 2,9%, diversamente dalla Germania al 3,9% e la Grecia al 23,5%. Fonte: FED ed EUROSTAT.

Ecco che risulti mancare una volontà politica di coesione e di cooperazione tra Paesi, mentre sussiste un deficit democratico tra cittadinanza e istituzioni comunitarie. Queste imperfezioni non possono durare a lungo e senza una radicale riforma dell'assetto dell'Unione Europea e una rinegoziazione trattati, l'Eurozona è destinata a fallire.

Ciò che è lapalissiano aggiungere è che un'uscita dalla valuta unica, mantenendo comunque gli stessi limiti di consolidamento di fiscale o puntando sulle svalutazioni competitive, neutralizza gli eventuali benefici ricercati; le politiche fiscali, a sostegno dell'occupazione e degli investimenti, risultano essere la migliore soluzione per un Paese che mira alla salvaguardia della salute dell'economia nazionale, sia in caso di permanenza che di uscita dalla valuta unica.

Conclusioni

Le politiche di austerità hanno tracciato un segno indelebile nella storia dell'integrazione europea. Manovre scellerate di consolidamento fiscale furono implementate al fine di salvaguardare i bilanci nazionali e far ripartire la macchina produttiva europea, risultando essere fallimentari in entrambi i casi. I Paesi del Sud Europa, e in particolar modo la Grecia, furono quelli che più risentirono gli effetti di queste politiche economiche restrittive.

Diversi strumenti *non convenzionali* furono utilizzati dalla Banca Centrale Europea al fine di salvaguardare la salute del sistema finanziario e di stimolare la crescita economica e dei prezzi. Nonostante questi sforzi, le politiche monetarie espansive risultano essere inefficaci in un contesto di deflazione. La politica fiscale rappresenta il solo strumento per dare occupazione, per garantire i diritti essenziali alla cittadinanza e far ripartire l'economia europea dalla stagnazione, ma per essere applicata le forze politiche devono compiere delle scelte decisive e coraggiose.

Bibliografia

Alesina A. & Ardagna S. (2009). *Large changes in fiscal policy: taxes versus spending*. National Bureau of Economic Research.

Blanchard O. & Leigh D. (2013). *Growth forecast errors and fiscal multipliers*. International Monetary Fund. P 4.

Bunea D., Karakitsos P., Merriman N. & Studener W. (2016). *Profit distribution and loss coverage rules for central banks*. European Central Bank, Occasional Paper Series.

Delong J. B., & Summers L. H. (2012). *Fiscal policy in a depressed economy*. Brookings Papers on Economic Activity.

De Grauwe P. & Ji Y. (2013). *Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications*. Center for Economic Policy Research's Policy Portal.

De Grauwe P. & Ji Y. (2013). *Self-fulfilling crises in the Eurozone: An empirical test*. Journal of International Money and Finance, Vol. 34, pag.15–36.

Eichengreen B. & Panizza U., (2014). *Can large primary surpluses solve Europe's debt problem?* Center for Economic Policy Research's Policy Portal.

European Central Bank (2016). *Annual Report*.

Herndon T., Ash M. & Pollin R. (2013). *Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff*. Cambridge Journal of Economics.

International Monetary Fund (2015). *Where are we headed? Perspectives on potential output*. World Economic Outlook.

Kregel J. (2015). *Europe at the crossroads: financial fragility and the survival of the single currency*. Levy Economics Institute of Bard College.

Krugman P. (2013). *How the case for Austerity has crumbled*. The New York Review of Books.

Marelli E. & Signorelli M. (2015). *Politica Economica: le politiche nel nuovo scenario europeo e globale*. G.Giappichelli Editore – Torino.

McLeay M., Radia A. & Thomas R. (2014). *Money creation in the modern economy*. Quarterly Bulletin 2014Q1 Bank of England.

Papadimitriou D., Nikiforos M. & Zezza G. (2016). *Greece: getting out the recession*. Levy Economics Institute of Bard College.

Reinhart C. & Rogoff K. (2010). *Growth in a time of debt*. American Economic Review.

Terzi A. (2012). *Economia monetaria. Stock di moneta, flussi monetari, tassi d'interesse e saldi finanziari*. EDUCatt.