

## È la fine dell'euro?

### Quello che nessuno ti dice su crisi, euro e Europa

---

**Alberto Bagnai**  
 Dipartimento di Economia  
 Università Gabriele d'Annunzio  
 CREAM  
 Université de Rouen  
<http://goofynomics.blogspot.it/>  
[bagnai@unich.it](mailto:bagnai@unich.it)

## È la fine dell'euro?

- Sì
- Esito inevitabile di una crisi di bilancia dei pagamenti
- Opinione condivisa da:
  - Krugman
  - Roubini
  - Munchau
  - ecc.

Pescara 29/12/2012    Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro?    2(S1)

## Quello che nessuno ti dice su crisi, euro ed Europa

- Nessuno?
- Non è vero: **all'estero lo dicono tutti!**
- Suggestimenti:
  - <http://vodicdallestero.blogspot.it/>
  - <http://www.vodicdallagermania.blogspot.it/>
- E anche in Italia **non sono pochi**: Borghi Aquilini, Manasse, Zingales, ecc.
- Un must: l'intervista di Messori a Borghi Aquilini su byoblu.com

Pescara 29/12/2012    Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro?    3(S1)

## Non ci credete?

- Manasse (Bologna)
  - 8/12/2012: «l'euro è insostenibile» (in inglese)!
- Zingales (Chicago)
  - 9/5/2010: «Due euro sono meglio di uno. Meglio un divorzio consensuale che un'alternativa devastante»
  - 19/12/2012: «L'aspetto **criminale** è che la crisi dell'euro era **premeditata**»

Pescara 29/12/2012    Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro?    4(S1)

## Complottismo?

- No: lo confessano loro
- Padoa Schioppa (1999): «L'Europa non nasce da un movimento democratico»
- Prodi (dicembre 2001): «un giorno ci sarà una crisi e saremo obbligati a introdurre nuovi strumenti politici, oggi non proponibili» (Financial Times)
- Monti (2011): «I passi avanti dell'Europa sono cessioni di sovranità. I cittadini possono essere pronti a queste cessioni solo quando c'è una crisi in atto» (LUISS)

Pescara 29/12/2012    Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro?    5(S1)

## Cosa sapete della crisi?

- Riassunto:
- Queste persone vi dicono che la crisi:
  - dipende dall'euro
  - è causata per governarvi in una certa direzione
- **Ma voi della crisi cosa sapete?**
- Facile: quello che il potere vuole che sappiate

Pescara 29/12/2012    Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro?    6(S1)

### Il discorso del potere

- Castacriccatoruzionebruttotutttiladrituttia casaaaaaaa
- (il luogocomunismo)
- «Il potere politico è corrotto»
- «La corruzione ha alimentato il debito pubblico e depresso il PIL»
- «Il rapporto debito pubblico/PIL è cresciuto e ha portato alla crisi»

Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 7(S1)

### Nota bene...

- Un discorso (apparentemente) contro il potere che **viene dagli organi del potere!**
- 14/3/2012: «L'OCSE avvisa il parlamento: la corruzione frena la crescita» (Repubblica)
- Ma...
- 28/11/2012: «L'austerità frena la crescita» (OCSE, WEO)
- 8/12/2012: «L'Italia non ha problemi di debito pubblico» (EC, Fiscal sustainability report)

Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 8(S1)

### Perché la schizofrenia dell'OCSE?

- Previsioni di crescita per il 2012
- Ottobre 2011: FMI 0.3
- Aprile 2012: FMI -1.9, Governo -1.2
- Quando il fallimento di Monti si manifesta...
- Dall'OCSE messaggio «pro Monti» e «anti Stato»: la colpa è della politica corrotta...

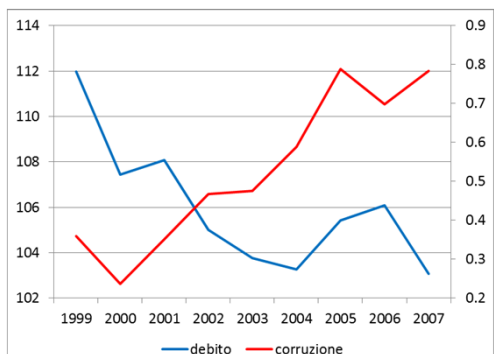
Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 9(S1)

### Falsità!

- All'inizio della crisi il debito pubblico stava diminuendo
- Quindi la colpa non è del debito pubblico.
- Dall'entrata nell'euro la corruzione è andata aumentando
- Quindi:
- - il debito non è «figlio» della corruzione
- - l'Europa non ci salva dalla corruzione

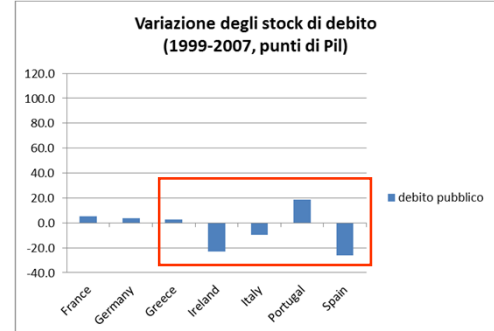
Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 10(S1)

### Debito pubblico e corruzione in Italia nell'età dell'euro



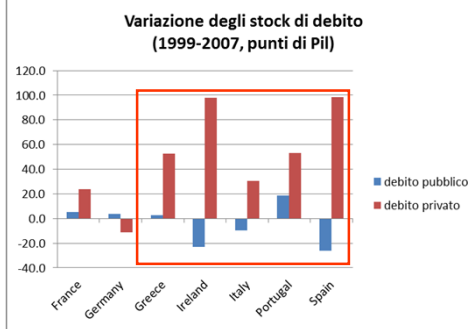
Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 11(S1)

### Cosa è successo in Europa? Debito sovrano? Debito **sovrano!**



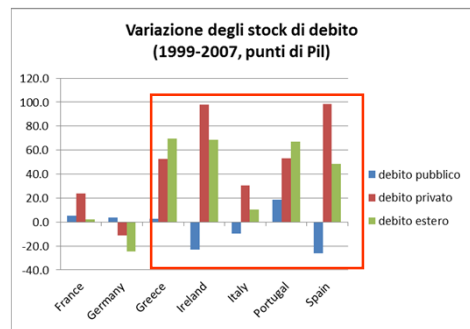
Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 12(S1)

Cosa è successo in Europa?  
Chi si è (veramente) indebitato...



Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 13(S1)

Cosa è successo in Europa?  
...e chi gli ha dato i soldi.



Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 14(S1)

Sintesi

- Sono andati in **crisi** i paesi dove:
  1. Famiglie e imprese si sono indebitate (mentre lo Stato rimetteva i debiti): alto debito **privato**
  2. Il settore privato ha sostenuto la propria spesa con finanziamenti esteri: alto debito **estero**

Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 15(S1)

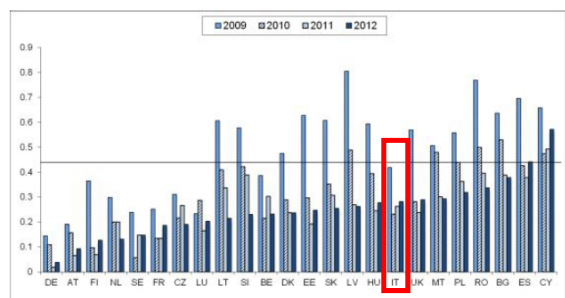
Euroillusioni ottiche:  
debitosovranodebitosovrano....

- **A monte** abbiamo una crisi di **credito privato** (Zygmunt Bauman)
  - «Il 25% delle famiglie italiane non riesce a pagare il mutuo» (FQ 28/6/2012, p. 8)
  - «ABI: record di sofferenze bancarie a ottobre: 120 miliardi» (ABI, 19/12/2012)
- **A valle** lo Stato interviene:
  - sostenendo i creditori (banche)
  - sostenendo i debitori (famiglie)
- Ma lo Stato è più grosso, si vede meglio, ed è il nemico ideologico.

Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 16(S1)

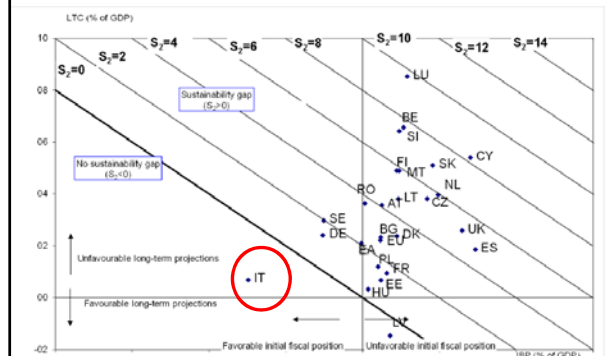
Il problema non è il debito pubblico

Graph 3.1: The S0 indicator for EU countries, 2009-2012



Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 17(S1)

Il problema non è il debito pubblico



Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 18(S1)

### Spiegazione

- Countries that lie southwest of the solid line (in the chart Italy and Latvia) have sustainable public finances, the ageing population notwithstanding
- I paesi che giacciono a Sud-Ovest della linea in grassetto (Italia e Lettonia) **hanno finanze pubbliche sostenibili, nonostante l'invecchiamento della popolazione**
- E ora ascoltate il telegiornale...

Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 19(S1)

Quelli che «Bagnai dice, ma io non mi fido, io sono fuuurbò»!



### Fiscal Sustainability Report

2012

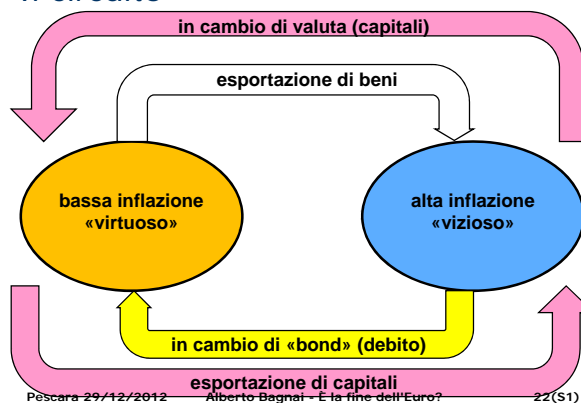
Pescara 29/12/2012 EUROPEAN ECONOMY 8|2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 20(S1)

### Ma da dove salta fuori il debito privato estero?

- Moneta unica non vuol dire inflazione unica
- (esempio: l'Italia)
- Vuol dire solo minore capacità di difesa delle economie periferiche
- Differenziali di inflazione = crisi di debito privato estero (Fleming, 1971)

Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 21(S1)

### Il circuito



Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 22(S1)

### Non è una novità

- Dato comune a tutte le crisi finanziarie degli ultimi 30 anni:
  - **fissazione del cambio**
  - massiccio **afflusso di capitali esteri**
- Diaz-Alejandro (Cile), Frenkel (Argentina)
- Manasse-Roubini (2003, 2005): la variabile più importante per prevedere una crisi debitoria è il debito totale (pubblico e privato) **con l'estero**

Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 23(S1)

### Succede sempre così: il ciclo di Frenkel

1. Liberalizzazione dei movimenti di capitali e adozione di un tasso di cambio rigido
2. Afflusso di capitali esteri per finanziare il settore **privato** che offre rendimenti alti
3. Crescita e inflazione in Periferia, il debito **pubblico** si riduce
4. Inflazione = perdita di competitività (apprezzamento reale): ulteriori afflussi di capitali
5. I creditori capiscono che hanno prestato «troppo»: *sudden stop*
6. I debitori alzano il tasso di interesse

7. **Crash!** Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 24(S1)

Succede **sempre** così...

Alcuni esempi:

1. Chile (1982)
2. Italia (1992)
3. Messico (1994)
4. Tailandia (1997)
5. Corea (1997)
6. Russia (1998)
7. Brasile (1999)
8. Argentina (2001)
9. Turchia (2001)
10. Eurozona (2010)

Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 25(S1)

«Meglio quattro anni a S. Vittore che uno alla Bocconi» (Oliviero Toscani)

Avevano detto:

- Roberto Frenkel, Lance Taylor:
  - La rigidità del cambio, promuovendo gli afflussi di capitali, ha effetti destabilizzanti (via differenziali di interessi e inflazione)
- È successo!
- «The bocconians» (es.: Giavazzi e Pagano, 1986)
  - La moneta unica creerà le condizioni per la propria sostenibilità perché determinerà convergenza dei tassi di interesse e inflazione
- Non è successo (spread)!

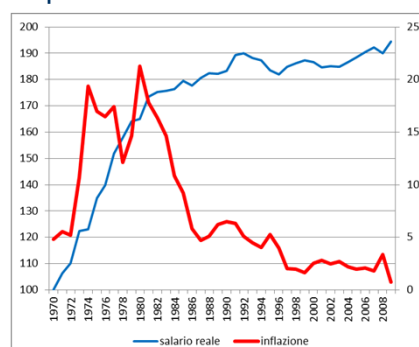
Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 26(S1)

Ma allora perché il cambio fisso?

- Incentivi per (i capitalisti del) paese forte:
  - - riduce il rischio di cambio
  - - migliora la competitività
- Incentivi per (i capitalisti del) paese debole:
  - - la «disciplina» del vincolo esterno
  - - (in teoria e in pratica)

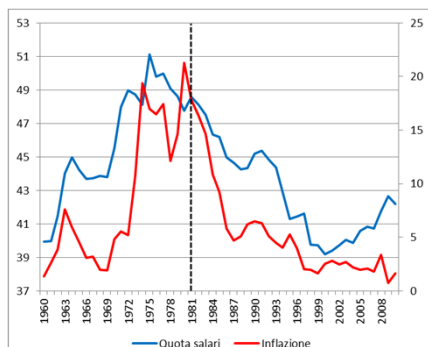
Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 27(S1)

L'inflazione è la più iniqua delle imposte?



Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 28(S1)

Inflazione e distribuzione del reddito



Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 29(S1)

Perché da quando abbiamo cercato di agganciare la lira al marco (1979) i salari sono scesi?

- Perché quando c'è una crisi o svaluti la moneta (svalutazione esterna) o svaluti il salario (svalutazione interna) (Il Sole24Ore)
- Con moneta unica puoi solo svalutare il salario:
  - - soluzione più dolorosa
  - - meno efficace
  - - ma avvantaggia chi comanda!

Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 30(S1)

### Riassunto

- La moneta unica è uno strumento:
- di lotta di classe (comprime i redditi dei lavoratori)
- di speculazione finanziaria (incentiva movimenti di capitale destabilizzanti)
- Quindi genera crisi...
- Ma (dicono Prodi, Monti, ecc.) ben vengano le crisi, perché costringono i popoli europei a fare riforme «strutturali»
- Cioè privatizzazioni, riduzione di diritti, riduzione di redditi...
- Lo volete l'euro? Allora siete ricchi...

Pescara 29/12/2012

Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro?

31(S1)

### Riassunto

- La moneta unica è uno strumento:
- di lotta di classe (comprime i redditi dei lavoratori)
- di speculazione finanziaria (incentiva movimenti di capitale destabilizzanti)
- Quindi genera crisi...
- Ma ben vengano le crisi (!), perché costringono i popoli europei ad accettare le riforme «strutturali»
- Cioè privatizzazioni, riduzione di diritti, riduzione di redditi...
- La volete? Allora siete ricchi...

Pescara 29/12/2012

Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro?

32(S1)

### Cosa sapete dell'uscita dall'euro?

- Facile: quello che il potere vuole che sappiate
- E il potere ovviamente teme l'uscita dall'euro, quindi fa **terrorismo** mediatico per evitarla
- Caso esilarante: lo studio UBS e il suo riassunto su Repubblica

Pescara 29/12/2012

Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro?

33(S1)

### Uscita dall'euro: il luogocomunismo

- Svalutazione devastante, quindi:
- Per lo Stato: default
  - impossibilità di rimborsare il debito in euro
  - aumento dello spread
  - chiusura dei finanziamenti esteri
- Per l'economia:
  - impossibilità di acquisire le materie prime
- Per i cittadini:
  - iperinflazione, perdita di potere d'acquisto
  - impossibilità di rimborsare i mutui in euro

Pescara 29/12/2012

Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro?

34(S1)

### Premessa: come si esce

- Ridenominazione con riallineamento
- Ridenominazione: applicazione della *Lex Monetae* a tutti i rapporti retti dal diritto italiano
- Un euro diventa un fiorino
- Riallineamento: sul mercato dei cambi il fiorino acquista un valore compatibile con l'evoluzione dei prezzi
- Il fiorino si svaluterà, perché i prezzi sono cresciuti in Italia più che in Germania

Pescara 29/12/2012

Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro?

35(S1)

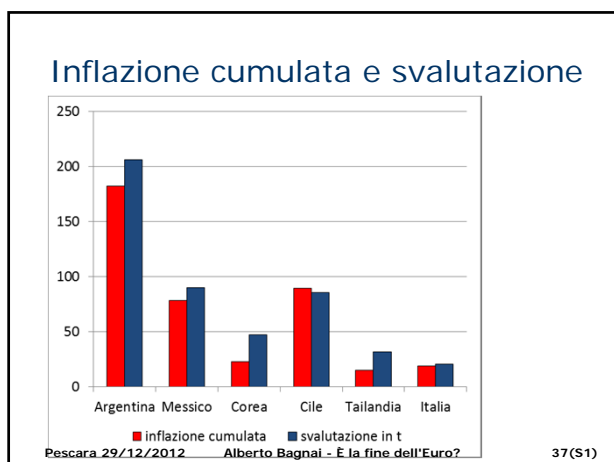
### Svalutazione devastante? Falso!

- La svalutazione sarebbe relativamente contenuta: fra il 10% e il 25%
- Perché? Recupero via cambio dell'aumento dei prezzi rispetto alla Germania
- Dopo uno «sganciamento» la svalutazione recupera la perdita di competitività
- I mercati si aspettano questo, perché è **sempre** andata così

Pescara 29/12/2012

Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro?

36(S1)



### Inflazione media 1997-2012

Inflazione media 1997-2012	
Italia	2.2
Germania	1.5
differenza	0.7
per 16 anni	11.2

Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 38(S1)

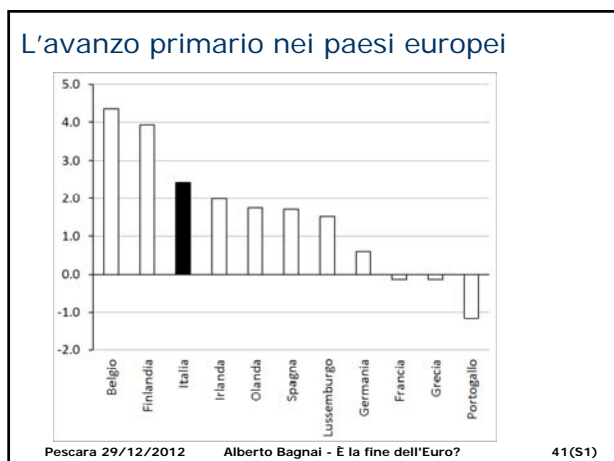
### Costo del lavoro

Table 6: Changes in competitiveness measures (% Q4 1998 to Q1 2011)

	Germany	Italy
1. Whole economy unit labour costs	5.7	30.7
2. Manufacturing unit labour costs (Q4 '98 to Q1 '11)	-6.3	39.6
3. GDP deflator	10.1	29.1
4. Harmonised CPI	22.5	32.5
5. Nominal effective exchange rate	0.6	2.1
6. REER (whole economy unit labour cost measure)	-17.7	9.0
7. REER (manufacturing unit labour cost measure)	-13.0	33.7
8. REER (GDP deflator measure)	-15.6	3.6
9. REER (CPI measure)	-7.3	2.6
10. Average change in the REER (Ave of 6, 7, 8 & 9)	-13.4	12.2

Source: BofA Merrill Lynch Global Research, Eurostat  
Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 39(S1)

- ### Lo Stato farebbe default? Falso!
- Non c'è un problema di debito pubblico
  - Lex monetae: lo Stato onorerebbe il debito in fiorini, non in euro
    - l'onore del debito non aumenterebbe
    - il creditore **estero** ha già incorporato la svalutazione nello spread
  - Il tasso di interesse diminuirebbe (come nel 1992)
  - Lo Stato italiano è uno dei più risparmiatori (avanzo primario)
- Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 40(S1)



### Le previsioni di Merrill-Lynch

Table 4: Impact on borrowing costs from an exit

	Germany	France	Italy
Δ real bond yields (bp)	80	0	-20
debt stock (% of GDP)	81	86	120
(1)*(2) total savings (% of GDP)	0.61	-0.02	-0.21
Rank	11	7	5

Source: BofA Merrill Lynch Global Research, Eurostat  
Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 42(S1)

### Cosa temono i mercati?

- Un'Italia monetariamente sovrana ridiventerebbe liquida, quindi i mercati non avrebbero problemi a prestarci soldi
- Ma soprattutto...
- Fuori dalla trappola ne avremmo meno bisogno:
  - ripresa export
  - ripresa reddito
  - ripresa risparmio nazionale
  - meno necessità di risparmio estero
- **Questo dice l'economia e la storia**

Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 43(S1)

### Iperinflazione? Falsissimo!

- La svalutazione esterna non si trasmette mai interamente sui prezzi interni
- Quella attesa in caso di uscita è di un ordine già sperimentato anche da noi senza conseguenze inflattive
- Lo dice la logica e lo dice la storia

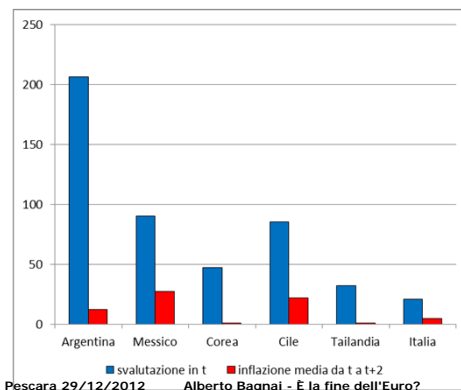
Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 44(S1)

### Logica

- Con la svalutazione le materie prime estere costano di più, ma...
- Le materie prime non sono il 100% dei costi aziendali...
- La svalutazione fa aumentare i ricavi (domanda estera e domanda interna)
- Gli imprenditori preferiscono contenere i profitti e mantenere quote di mercato
- Quindi non tutta la svalutazione si scarica sui prezzi

Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 45(S1)

### Storia



Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 46(S1)

### Storia

Months	Total	Europe
1	0,012	0,018
3	0,169	0,116
6	0,426	0,211
12	0,732	0,360
18	0,701	0,460

Trasferimento della svalutazione sull'inflazione (da Goldfajn e Werlang, 2000)

Es: svalutazione del 20%, dopo 12 mesi maggiore inflazione pari a  $0.36 \times 0.2 = 7.2\%$

Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 47(S1)

### Un esempio

- Svalutazione del 15%
- Dopo 12 mesi, maggiore inflazione di 5.4%
- Quindi inflazione da 1.8 a 7.2
- A parità di altre condizioni!
- Ma lo Stato può intervenire:
  - sulle accise
  - sui prezzi amministrati
  - ecc.
- Infatti: spesso dopo svalutazione inflazione **scende**

Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 48(S1)



Ma soprattutto...



Cause

10 July 2012

Table 3: Impact on growth from an exit

	Germany	France	Italy
(1) Δ in exchange rate	-15%	5%	11%
(2) export/GDP	0.5	0.3	0.3
(1)*(2) = Δ export as a share of GDP	-7%	1%	3%
Output gap	1%	3%	3%
Constrained growth impact	-7%	1%	3%
Rank	11	5	2

Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 49(S1)

TABLE 1 Major Recent Devaluations and Ensuing GDP Loss

	Date	Mos. until Trough	Devaluation		Size of Devaluation	GDP Decline		
			National Currency per US Dollar			Quarters until Trough	Loss of GDP	Change in GDP 3 Years After Devaluation
Argentina	Jan-01	5	1.0	3.6	-72.2%	2	-4.9%	+17.2%
Finland	Sep-92	11	4.4	5.8	-23.9%	4	-2.4%	+6.8%
Georgia	Dec-98	2	1.5	2.3	-36.8%	1	-1.6%	+6.5%
Iceland	Oct-08	1	91.2	135.3	-32.6%	6	-10.4%	-5.7% <sup>1</sup>
Indonesia	Jul-97	12	2,446.6	13,962.5	-82.5%	5	-13.4%	-7.9%
Iran	Mar-93	2	67.3	1,635.7	-95.9%	4	-1.6%	+10.6%
Italy	Aug-92	12	1,102.6	1,605.1	-31.3%	2	-1.7%	+6.0%
Malaysia	Sep-97	4	2.7	4.4	-37.8%	5	-8.5%	+6.7%
Mexico	Dec-94	3	3.4	6.7	-48.6%	4	-8.0%	+5.9%
South Korea	Dec-97	1	1,025.6	1,701.5	-39.7%	2	-9.1%	+14.0%
Sweden	Nov-92	9	6.2	8.1	-22.8%	2	-0.4%	+8.9%
Thailand	Jul-97	6	25.8	53.8	-52.1%	5	-14.2%	-4.7%
UK	Aug-92	12	0.5	0.7	-23.1%	0	0.0%	+9.7%

Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 50(S1)

Sintesi per le famiglie

- Non ci sarebbe iperinflazione, ma al più inflazione moderata (a una cifra)
- L'eventuale perdita di potere d'acquisto potrebbe essere recuperata con meccanismi di indicizzazione
- I mutui verrebbero convertiti in fiorini come i depositi (conversione simmetrica)
- Qualsiasi altra soluzione *non* avrebbe senso e quindi *non* è nell'esperienza storica

Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 51(S1)

La mia risposta

- Il «ciclo di Frenkel» è attivato dall'adozione di un cambio fisso e si autoalimenta attraverso movimenti internazionali di capitali diretti al settore privato
- **Qualsiasi proposta credibile** di soluzione della crisi deve partire da:
  1. Ripristino della flessibilità valutaria
  2. **Ovviamente** «matrimonio» fra Tesoro e Banca d'Italia
  3. Pieno recupero della sovranità monetaria e **quindi** fiscale
  4. In un contesto di regolamentazione dei mercati finanziari internazionali

Pescara 29/12/2012 Alberto Bagnai - È la fine dell'Euro? 52(S1)