

## LA MODERAZIONE SALARIALE E GLI SQUILIBRI REGIONALI IN EUROPA\*

di Giorgio Colacchio, Guglielmo Forges Davanzati

Questo articolo intende proporre un'interpretazione della crisi dell'Unione Monetaria Europea basata sulla tesi per la quale la crescita delle divergenze regionali che la caratterizza è da imputare alla maggiore moderazione salariale e alla maggiore deflazione relativa dei Paesi del Sud del continente. La tesi qui avanzata costituisce una rielaborazione della teoria della deflazione da debito elaborata da Irving Fisher nel 1933 (la cosiddetta "debt-deflation theory"). Questa tesi è qui utilizzata per dar conto delle divergenti dinamiche del debito pubblico in rapporto al PIL, con particolare riferimento alla comparazione fra Italia e Germania. In particolare, viene evidenziato che: (i) la moderazione salariale genera, insieme ad altri fattori, deflazione; (ii) la deflazione accresce i tassi di interesse reali sui titoli di Stato; e (iii) la deflazione comporta un rallentamento dei consumi e degli investimenti. Per conseguenza, nei Paesi del Sud del continente (Italia in primo luogo), la moderazione salariale riduce la domanda interna e fa aumentare il rapporto debito pubblico/PIL, senza effetti apprezzabili di lungo periodo sull'aumento delle esportazioni nette.

The aim of this paper is to propose an interpretation of the crisis of the Eurozone, according to which the wider and wider gaps at regional level (also) depend on the stronger wage moderation and higher deflation in "peripheral" countries. The argument put forward is based on the debt-deflation theory developed by Irving Fisher in 1933. This argument is leveraged to explain the diverging trends of public debt as against GDP, making specific reference to the comparison between Italy and Germany. In particular, it is outlined that: (i) wage moderation, along with other factors, triggers deflation; (ii) deflation involves higher real interest rates on State bonds; and (iii) deflation curbs consumption and investment. As a consequence, in "peripheral" countries (Italy, in particular), wage moderation reduces internal demand, and brings about a higher level of public debt/GDP, without a significant long-term impact on the growth of net exports.

### INTRODUZIONE

Questa nota intende proporre un'interpretazione della crisi dell'Unione Monetaria Europea (UEM), con particolare riferimento alla crescita delle divergenze regionali, basata sulla convinzione che questa sia (anche) imputabile alla maggiore moderazione salariale nei Paesi

Giorgio Colacchio, Dipartimento di Scienze giuridiche, Economics Section, Università del Salento.

Guglielmo Forges Davanzati, Dipartimento di Storia, società e studi sull'uomo, Università del Salento e Department of Land Economy, University of Cambridge.

\* Questo saggio trae spunto dall'incontro di presentazione del volume di Riccardo Bellofiore, Francesco Garibaldo e Mariana Mortágua, *Euro al capolinea? La vera natura della crisi europea*, tenutosi a Reggio Emilia il 17 aprile 2019.

del Sud. La tesi qui proposta costituisce un'estensione della teoria della deflazione da debito (*debt-deflation theory*), elaborata da Irving Fisher nel 1933, alle determinanti degli squilibri regionali. Nei Paesi nei quali il tasso di inflazione si riduce più rapidamente, il debito pubblico in rapporto al PIL aumenta maggiormente e, viceversa, nei Paesi con maggiore inflazione relativa il rapporto debito pubblico/PIL aumenta meno. Nell'attuale architettura istituzionale dell'UEM, il meccanismo si autoalimenta. Nei Paesi nei quali il rapporto debito pubblico/PIL è maggiore, sono più intense le politiche finalizzate a ridurlo (riduzione della spesa pubblica, aumento della tassazione, moderazione salariale), e queste misure contribuiscono a ridurre la domanda interna e a generare ulteriore deflazione, amplificando i divari regionali. Inoltre, come è ben noto, queste dinamiche sono ulteriormente inasprite dalle spinte speculative che si innescano sui mercati e che creano tensioni sul debito sovrano, con l'effetto finale di aggravare ulteriormente la spirale recessiva: la vendita di titoli del debito pubblico in cambio di titoli ritenuuti *riskless* (con particolare riguardo ai *Bund* tedeschi), il conseguente incremento dello spread e quindi la diminuzione del valore di mercato di queste attività finanziarie comportano un ulteriore incremento del servizio sul debito, quindi un ulteriore peggioramento del saldo di bilancio pubblico complessivo, e pertanto ulteriori "misure correttive" restrittive volte a tentare di diminuire – senza alcuna speranza – il rapporto deficit/PIL e il rapporto debito/PIL. A questa sorta di "circuito infernale" bisogna aggiungere gli effetti che si propagano da queste dinamiche sul sistema bancario: la diminuzione dei prezzi dei beni da una parte, e la diminuzione dell'attivo derivante dalla svalutazione dei titoli del debito sovrano dall'altra<sup>1</sup>, rinforzano i fenomeni di restringimento del credito e, più in particolare, di razionamento permanente dello stesso, propagandosi attraverso quello che i modelli basati sulla *credit view à la Bernanke-Blinder* (1988) hanno definito "balance sheet channel". C'è un ulteriore aspetto che viene spesso sottovalutato e che è connesso agli effetti redistributivi distorsivi derivanti dalla presenza di un elevato debito pubblico in un Paese, come l'Italia, caratterizzato da sempre più elevati indici di concentrazione della ricchezza<sup>2</sup>: come ci informa Bankitalia, "i nuclei familiari esposti alla volatilità dei prezzi dei titoli (ossia quelli con investimenti in azioni, obbligazioni e quote di fondi comuni) rappresentano poco più del 10 per cento della popolazione"; d'altra parte, "rispetto alle altre, queste famiglie hanno redditi più elevati e dispongono di maggiori riserve di attività liquide" (Banca d'Italia, 2019, p. 86). Pertanto, pur se approssimativamente solo il 5% del debito pubblico è detenuto direttamente dalle famiglie italiane, è chiaro comunque che il flusso di interessi che affluisce a queste ultime genera una perversa redistribuzione del reddito, dalle famiglie più povere a quelle più abbienti, con un'ulteriore spinta deflazionistica (considerando i differenziali nei valori della propensione marginale al consumo tra i due gruppi di famiglie).

A seguire, si mostrerà che: (i) la minore inflazione italiana, nel confronto con la Germania, deriva da maggiore moderazione salariale; (ii) la maggiore moderazione salariale in Italia, generando minore inflazione, contribuisce a far crescere il debito pubblico, perché genera crescita dei tassi di interesse reali sui titoli di Stato; e (iii) la maggiore moderazione salariale non esercita, nel caso italiano, effetti apprezzabili sulla dinamica delle esportazioni nette.

L'esposizione è organizzata come segue. Il paragrafo 1 ricostruisce, in estrema sintesi, le interpretazioni più diffuse della crisi dell'UEM; il paragrafo 3 suggerisce l'ipotesi per

<sup>1</sup> Conviene ricordare che la quota del debito pubblico detenuto dagli operatori residenti è aumentata nell'anno 2018: ora è al 53,3% (contro il 51,5 % del 2017), mentre corrispondentemente è diminuita la quota detenuta da operatori non residenti (passata dal 39,1% del 2010 al 29,4 % del 2018). Si veda Banca d'Italia (2019, p. 145).

<sup>2</sup> Ricordiamo che attualmente in Italia il 5% più ricco della popolazione possiede uno stock di ricchezza patrimoniale pari al 90% più povero (si veda, ad esempio, Oxfam, 2019).

la quale la crisi è da imputarsi ai crescenti divari regionali, fra Paesi periferici (qui, in particolare, l'Italia) e Paesi *core* (qui, in particolare, la Germania), e che questi, in ultima analisi, possono essere imputati alla maggiore deflazione nei Paesi periferici; il paragrafo 4 propone alcune considerazioni conclusive.

### 1. UNA SINTETICA RICOSTRUZIONE DEL DIBATTITO SULLA CRISI DELL'EUROZONA

La crisi europea – intesa come incapacità dell'Unione di generare processi di convergenza fra i Paesi membri e, dunque, come crisi soprattutto dei Paesi del Sud (Italia inclusa) – viene interpretata sulla base di due tesi.

(i) Si ritiene che la crisi dipenda da eccessivo debito pubblico, a sua volta ricondotto a eccessiva spesa pubblica. Si aggiunge che un elevato debito pubblico è un freno alla crescita. Ciò fondamentalmente per la seguente ragione. Se il debito pubblico aumenta, le famiglie si aspettano un aumento della tassazione futura e, per conseguenza, per pagare tasse in aumento, aumentano i risparmi. L'aumento dei risparmi riduce la domanda e il tasso di crescita. In più, l'aumento del debito fa crescere i tassi di interesse, dunque le passività finanziarie delle imprese, disincentivando gli investimenti privati, e, anche per questo effetto, riduce la domanda e il tasso di crescita.

Questa è stata per molti anni la visione dominante, sulla base della quale sono state messe in atto politiche di austerità: riduzione della spesa pubblica e aumento della tassazione. Si è cioè ritenuto che, per ridurre il debito pubblico, occorreva ridurre la spesa e mettere “in ordine” i conti pubblici. Come diffusamente dimostrato sul piano teorico ed empirico, tuttavia, e come peraltro riconosciuto da importanti istituzioni internazionali (l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico – OCSE – *in primis*), le misure di austerità fanno semmai crescere il rapporto debito/PIL (perché la riduzione della spesa pubblica riduce il denominatore più di quanto riduca il numeratore). Va precisato, comunque, che le misure di austerità hanno prodotto effetti macroeconomici di segno negativo nei Paesi periferici, nei quali peraltro sono state attuate con la massima intensità, ma hanno sostanzialmente dato buon esito in Germania e nei Paesi “satelliti” della Germania (cfr. Forges Davanzati, Patalano, Traficante, 2017). Ciò a ragione del fatto che la compressione della domanda interna in quei Paesi ha consentito alle loro economie di ridurre le importazioni e di aumentare le esportazioni. In altri termini, le politiche di austerità, in quelle aree, sono state funzionali a generare un sentiero di crescita trainato dalle esportazioni.

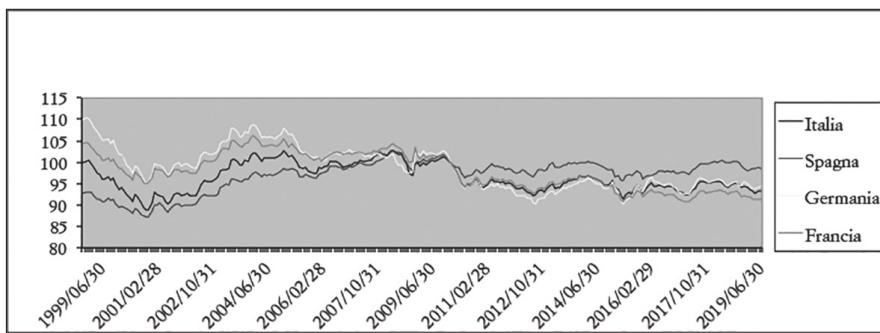
Altri economisti ritengono che l'Unione sperimenti un problema di squilibri commerciali, ovvero che, data la diversa struttura produttiva fra Paesi del Nord (Germania e Paesi Bassi, innanzitutto) e Paesi periferici, i primi facciano registrare crescenti avanzi delle partite correnti rispetto ai secondi. Questa tesi è stata basata su diverse spiegazioni, tutte comunque riconducibili ai divari (crescenti) di competitività esistenti tra i Paesi *periferici* e quelli dell'area *core*. Come è noto, in un'unione monetaria la competitività relativamente a beni sostituti *tradables* dipende – ipotizzando un meccanismo di formazione dei prezzi basato sul *markup* – dai differenziali nel costo del lavoro per un'unità di prodotto, e quindi sostanzialmente dai differenziali nei tassi di inflazione (che riflettono i differenziali nell'andamento dei salari monetari) e/o da quelli della produttività del lavoro<sup>3</sup>. La tesi appena

<sup>3</sup> Per un'analisi dei differenziali di produttività fra Paesi centrali e Paesi periferici del continente, si rinvia, fra gli altri, a Perone (2018).

richiamata poteva essere valida fino approssimativamente al 2010-2011, dopodiché, come è noto, in Italia (ma anche ad esempio in Spagna) il tasso di inflazione è stato inferiore a quello dei Paesi *core* (con particolare riguardo alla Germania) mentre il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) è costantemente diminuito nel periodo considerato<sup>4</sup>.

Figura 1. Indicatore di competitività di prezzo dei maggiori Paesi dell'area dell'euro

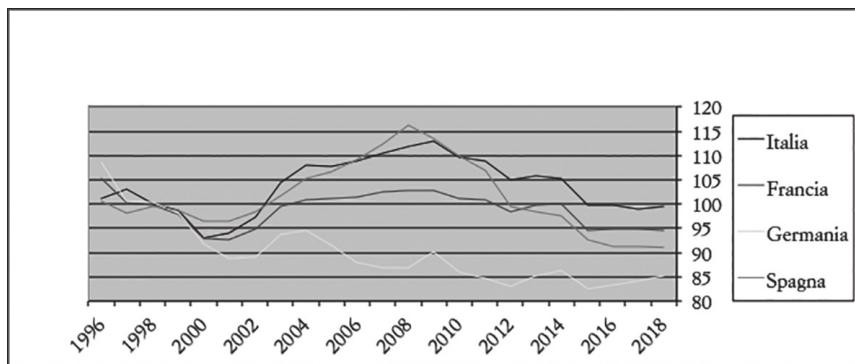
a) Indicatori di competitività di prezzo (numeri indice: 31/01/2010 = 100)



Nota: un aumento segnala una perdita di competitività.

Fonte: elaborazioni nostre su dati Banca D'Italia.

b) Indicatori di competitività di costo (numeri indice: 99Q1 = 100)



Nota: un aumento segnala una perdita di competitività.

Fonte: elaborazioni nostre su dati BCE.

<sup>4</sup> Vi sono anche obiezioni di natura teorica. In primo luogo, come rilevano Bellofiore, Garibaldo e Mortàguà (2019), questa tesi non tiene conto delle posizioni patrimoniali sull'estero e dunque dei flussi di capitale speculativo di breve periodo, che, di norma, si muovono dai Paesi periferici ai Paesi centrali. In secondo luogo, come evidenziato da McCombie e Thirlwall (1994), la sequenza che va da crescenti disavanzi nel commercio estero a bassi tassi di crescita può essere ribaltata. Elevati tassi di crescita tendono, infatti, ad associarsi a surplus elevati del saldo delle partite correnti, a ragione degli effetti positivi dell'elevata produttività del lavoro sulla competitività dei prodotti esportati.

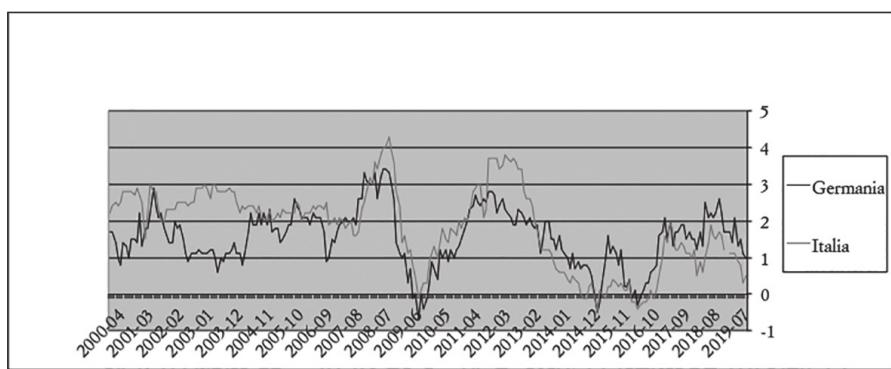
L'effetto di questo aumento della competitività di prezzo e di costo è stato quello di un miglioramento del saldo di parte corrente (in avanso dal 2013): cionondimeno, questo surplus commerciale non è stato in grado di compensare la forte diminuzione della domanda interna: anzi, come avremo modo di argomentare subito sotto, *la stagnazione del Paese e il surplus commerciale sono due facce della stessa medaglia, che ha un unico denominatore comune: la deflazione*.

L'Italia pertanto si trova caratterizzata da un mix composto da: deflazione, *zero lower bound* (ZLB) (per quanto attiene alla politica monetaria dell'Unione), crisi del debito sovrano, e le cosiddette "riforme strutturali" del mercato del lavoro, mix sul quale conviene spendere qualche parola ulteriore.

La situazione tipica delle *deflationary spirals* è quella di un avvitamento fatto di recessione più deflazione, rispetto al quale la politica monetaria è, per definizione, inefficace. Il fatto che la politica monetaria sia centralizzata ma solo alcuni Paesi, come l'Italia, si trovino in una situazione simile può essere spiegato dalle seguenti evidenze:

- (i) le tensioni sul debito sovrano, connesse alla maggior deflazione, comportano un restrin- gimento del credito e/o comunque una maggior difficoltà nel reperire finanziamenti da parte dei privati;
- (ii) le riforme strutturali di cui sopra, richieste per "rilanciare la competitività del Paese", come da più parti – anche a livello di "Troika" – si sostiene, non fanno che ulteriormente peggiorare la situazione: come ormai anche un'abbondante letteratura *mainstream* sta a testimoniare (si veda per esempio Eggertsson *et al.*, 2014), l'effetto di queste riforme, in presenza dello ZLB, è quello di modificare ulteriormente al ribasso le aspettative di inflazione, ovvero di rinforzare le aspettative deflazionistiche, con un ulteriore effetto di "avvittamento" nella spirale deflazionistica;
- (iii) ovviamente, tutti questi processi si autoalimentano: maggiori aspettative di deflazione comportano, da un lato, posticipazione nei consumi, diminuzione degli investimenti e diminuzione delle richieste di credito, dato che i rendimenti prospettici degli investimenti sono al ribasso; dall'altro lato, comportano un aumento del razionamento del credito attraverso il già richiamato *balance sheet channel effect*.

Figura 2. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC). Tasso di inflazione complessiva (variazione sui dodici mesi)



Fonte: elaborazioni nostre su dati Eurostat.

Si evidenzia che, a partire dal 2012, l'Italia ha quasi sempre sperimentato maggiore deflazione rispetto alla Germania. Ciò sembra essere dovuto a numerosi fenomeni, fra i quali: il maggior tasso di disoccupazione italiano e le più incisive politiche di precarizzazione del lavoro, che hanno generato maggiore compressione dei salari in Italia, come mostrato nella tabella 1.

Tabella 1. Retribuzioni lorde annue per un equivalente a tempo pieno (valori medi in euro a prezzi costanti 2017 nelle sei maggiori economie dell'Eurozona)

	<b>2001</b>	<b>2008</b>	<b>2010</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>Belgio</b>	<b>42.558</b>	<b>43.076</b>	<b>43.192</b>	<b>44.356</b>	<b>44.163</b>	<b>43.840</b>
<b>Francia</b>	<b>31.464</b>	<b>33.974</b>	<b>35.724</b>	<b>36.742</b>	<b>37.162</b>	<b>37.622</b>
<b>Germania</b>	<b>35.058</b>	<b>35.322</b>	<b>35.621</b>	<b>38.471</b>	<b>39.041</b>	<b>39.446</b>
<b>Italia</b>	<b>28.939</b>	<b>29.838</b>	<b>30.273</b>	<b>29.302</b>	<b>29.512</b>	<b>29.214</b>
<b>Paesi Bassi</b>	<b>42.649</b>	<b>44.881</b>	<b>46.885</b>	<b>47.016</b>	<b>47.125</b>	<b>46.755</b>
<b>Spagna</b>	<b>26.469</b>	<b>27.792</b>	<b>29.165</b>	<b>28.670</b>	<b>28.566</b>	<b>28.064</b>

Fonte: elaborazioni FDV su dati OCSE (*Annual average wages*).

In tal senso, quella che viene definita crisi dell'Eurozona è semmai crisi dei Paesi periferici e, nel nostro caso, soprattutto del Mezzogiorno. Le imprese italiane più grandi localizzate al Nord hanno, come già detto, tassi di crescita della produttività superiori a quelli delle imprese tedesche e sono legate al capitale del Nord Europa in modo strutturale, configurando l'esistenza di una macroregione alpina nella quale sono presenti le imprese maggiormente innovative e più competitive sui mercati internazionali<sup>5</sup>. Le piccole e medie imprese, invece, concentrate su beni maturi, hanno subito la concorrenza internazionale da parte dei Paesi emergenti, con particolare riguardo alla Cina (ma anche India, Bangladesh ecc.). Inoltre, l'emigrazione di capitale umano qualificato dal Sud verso il Centro-Nord (e ovviamente anche verso altri Pesi dell'UE) rappresenta un ulteriore elemento di distorsione redistributiva all'interno del nostro Paese, con le famiglie meridionali – che vivono peraltro mediamente in condizioni di maggior disagio economico – che si trovano a fare investimenti, appunto in capitale umano, dei cui frutti saranno le imprese del Nord a beneficiarne. Queste dinamiche possono essere comprese appieno se si fa riferimento alla teoria

<sup>5</sup> La bassa dinamica della produttività del lavoro risente dell'ampia platea di imprese di piccole e piccolissime dimensioni, la cui efficienza è notevolmente inferiore rispetto a quella della media delle imprese tedesche e francesi. In tal senso, è più opportuno considerare dati disaggregati per *cluster* di imprese piuttosto che il dato medio. Ringraziamo Francesco Garibaldo per questo suggerimento. Va poi rilevato che il dato sulle retribuzioni medie risente dei divari regionali italiani. L'andamento dei salari al Sud è notevolmente più basso di quello che si registra nelle regioni del Nord. Dal 2008 le regioni meridionali hanno perso circa il 13% del PIL, a fronte di una flessione (anch'essa rilevante) del 7,4% per il Centro-Nord. In più, la lunga recessione meridionale si associa a un significativo aumento delle diseguaglianze distributive: il *Rapporto sul Benessere equo e sostenibile*, pubblicato dall'Istituto nazionale di statistica (Istat) nel 2015, certifica che il reddito posseduto dal 20% della popolazione con i redditi più alti è 6,7 volte superiore a quello posseduto dal 20% delle famiglie con i redditi più bassi mentre nel Nord il rapporto è di 4,6. L'ultimo rapporto Istat rileva che la retribuzione media è di poco più di 18.000 euro annui in Calabria, a fronte degli oltre 30.000 euro in Lombardia. Per un approfondimento di questi aspetti si rinvia a Daniele (2019).

delle aree valutarie ottimali (AVO) sviluppata a partire da un fondamentale contributo di Mundell degli anni Sessanta (Mundell, 1961).

Come è noto, uno tra i meccanismi di riaggiustamento previsti dalla teoria delle AVO è proprio quello che fa perno sulla elevata mobilità dei fattori produttivi: aree soggette a shock asimmetrici possono comunque formare un'unione monetaria, posto che i fattori produttivi, con particolare riguardo al lavoro, possano muoversi con una certa rapidità dall'area colpita da shock "negativi" verso quella interessata invece da shock positivi (o quantomeno non colpita da alcun tipo di shock). Ovviamente, l'esito finale di un simile processo sarebbe quello di innalzare il livello del PIL potenziale in quest'ultima area e di deprimere quello dell'area interessata dallo shock negativo. Nel nostro Paese, quindi, sulla base di queste premesse si registrerebbe una sorta di *doppio movimento di riaggiustamento*: il primo, che vede flussi di lavoratori migrare dal Sud al Nord e che quindi interessa due aree di uno stesso Paese; il secondo che vede invece un flusso netto di lavoratori in uscita dall'intero Paese verso, in particolare, altri Paesi comunitari. Ovviamente, a questi flussi si aggiungono quelli che riguardano i capitali, ai quali abbiamo già accennato in precedenza, con particolare riguardo alle vendite di titoli di Stato da parte di investitori non residenti (si veda Banca D'Italia, 2019, pp. 132 ss.).

Sul piano formale, occorre poi ricordare che la macroregione alpina esiste dal 2013, a seguito dell'accordo di Grenoble e che, per l'Italia, ne fanno parte la Provincia autonoma di Bolzano, il Friuli Venezia Giulia, la Liguria, la Lombardia, il Veneto, il Piemonte, la Valle d'Aosta e la Provincia autonoma di Trento. L'accordo di Grenoble formalizza l'esistenza di un nuovo soggetto istituzionale interstatale (con Austria, Francia, Germania, Liechtenstein, Slovenia e Svizzera) che, per quanto attiene all'Italia, si pone il duplice obiettivo di acquisire maggiori finanziamenti europei soprattutto per il settore della formazione e di riformare la Costituzione in funzione della creazione di macroregioni autonome.

Quanto fin qui detto ci porta a effettuare un'ulteriore considerazione, legata direttamente agli effetti dell'adozione dell'euro sull'Italia (e non solo, ovviamente). Come è noto, la fase che precedette l'adozione dell'euro fu caratterizzata da un intenso dibattito tra coloro che consideravano positivamente gli effetti derivanti dalla valuta unica e coloro invece che si mostravano più scettici relativamente alla riuscita di tale progetto. Di particolare interesse, ai nostri fini, è la ricostruzione effettuata da De Grauwe (2017), che pone a confronto quella che definisce "la posizione della Commissione europea" (CE, 1990) e la "posizione di Krugman" (Krugman, 1991). Riassumendo brevemente la questione, secondo la visione della Commissione europea – nella ricostruzione di De Grauwe – l'adozione di una valuta comune avrebbe dovuto intensificare l'integrazione commerciale e per questa via aumentare il "grado di simmetria" tra i vari Paesi della futura Eurozona<sup>6</sup>. Al contrario, secondo Krugman, l'adozione di tale valuta avrebbe invece comportato – data sempre la maggior integrazione commerciale che avrebbe permesso di sfruttare al meglio le economie di scala – una più elevata concentrazione delle attività industriali in solo pochi Paesi, comportando quindi un incremento nella disomogeneità strutturale e quindi una diminuzione di quello che abbiamo chiamato il grado di simmetria (con l'annesso incremento della probabilità di avere shock asimmetrici all'interno dell'Eurozona). Di estremo interesse, ai nostri fini, è quella che possiamo chiamare la "posizione di De Grauwe", la quale, per quanto maggior-

<sup>6</sup> Un incremento del grado di simmetria implica una maggior grado di omogeneità strutturale e quindi una minore probabilità che si possano verificare shock asimmetrici tra i vari Paesi.

mente in linea con quella della Commissione europea, rappresenta comunque il tentativo di mediare tra le due tesi contrapposte anzidette.

Chi ha ragione? [...] la posizione della Commissione europea sembra leggermente preferibile. Certo, da un lato è difficile negare che l'integrazione economica possa generare effetti di concentrazione e di agglomerazione. Ma, al contempo, è anche vero che, al procedere dell'integrazione dei mercati, i confini nazionali dei paesi perdono sempre più importanza in quanto fattori di localizzazione delle attività economiche. Si creano così le premesse per la formazione di costellazioni di attività distribuite a cavallo delle linee di confine territoriali. In altre parole, potrebbe diventare sempre più probabile che le regioni nelle quali vi è una centralizzazione di una data attività si espandano oltre confine. [...] Si noti che la posizione qui avanzata non nega che l'integrazione generi degli effetti di concentrazione (è verosimile che sia così) quanto che i confini nazionali saranno sempre meno importanti nell'influarne la forma. [...] si può dire che la teoria indica con favore l'ipotesi di una diminuzione – indotta dall'integrazione – della probabilità di shock asimmetrici tra nazioni (De Grauwe, 2018, p. 40).

Ciò che sostiene De Grauwe è esattamente in linea con i processi di concentrazione industriale che hanno definito la macroregione alpina di cui abbiamo appena detto sopra: il punto è che “l'attenuazione” dei confini ha riguardato, appunto, soltanto alcune aree ben delimitate (geograficamente più vicine ai confini), lasciando “fuori” il resto del Paese: questo implica che l'asimmetria è diminuita nei confronti delle regioni settentrionali ma è aumentata relativamente alle regioni centro-meridionali. Ci troviamo, un'altra volta, in presenza di un “doppio movimento”: uno stesso shock è simmetrico per le regioni del Nord e al contempo risulta asimmetrico per il resto del Paese, e questo tipo di problema comporta l'aggiustamento “strutturale” di cui abbiamo parlato sopra<sup>7</sup>.

Conviene a questo punto riassumere i danni provocati dalla deflazione, dopodiché seguiranno alcune indicazioni di *policy*.

Innanzitutto, conviene sottolineare come in presenza di deflazione ci sia un automatico peggioramento dei rapporti deficit/PIL e debito/PIL (si veda, ad esempio, End *et al.*, 2015). A ciò, sempre per quanto riguarda i conti pubblici, si aggiunga l'innalzamento, anche qui automatico, del tasso di interesse reale, che in presenza dello ZLB diviene semplicemente uguale al tasso di deflazione: e questa non è altro che la “meccanica” delle *deflationary spirals*. A questi processi “automatici” si devono poi aggiungere le tensioni sul debito sovrano, che conducono a quello che abbiamo definito un vero e proprio circuito infernale: le vendite di titoli di Stato comportano un ulteriore incremento dei tassi di interesse, un ulteriore peggioramento dei conti pubblici, la richiesta di aggiustamenti “strutturali” che incidono ancor più negativamente sulle aspettative di inflazione, il deterioramento degli attivi bancari, il restringimento del credito e quindi degli investimenti ecc.

Il punto problematico, come dovrebbe essere chiaro da quanto abbiamo fin qui sostenuto, non sta tanto nella deflazione corrente quanto nella difficoltà di “aggiustare” le aspettative, che tendono comunque verso una maggior deflazione attesa. A tal proposito, può essere illuminante richiamare quanto sostenuto da Krugman (per quanto in relazione alla deflazione del Giappone, le tesi esposte sono pienamente valide anche nel nostro caso):

<sup>7</sup> A proposito dell'integrazione economica tra le regioni del Nord e quelle transalpine, è sufficiente ricordare gli effetti negativi del rallentamento dell'economia tedesca – si pensi al settore delle automobili – sui distretti industriali del Triveneto, con particolare riguardo alla componentistica meccanica e alla filiera dei metalli (comparti merceologici per i quali la Germania rappresenta il primo mercato di sbocco). Si veda Centro Studi Confindustria (2019) e Intesa SanPaolo (2019).

[...] a liquidity trap fundamentally involves a credibility problem – but it is the inverse of the usual one, in which central bankers have difficulty convincing private agents of their commitment to price stability. In a liquidity trap, the problem is that the markets believe that the central bank will target price stability, given the chance, and hence that any current monetary expansion is merely transitory. The traditional view that monetary policy is ineffective in a liquidity trap, and that fiscal expansion is the only way out, must therefore be qualified: monetary policy will in fact be effective if the central bank can credibly promise to be irresponsible, to seek a higher future price level [...] if monetary expansion does not work-if there is a liquidity trap-it must be because the public does not expect it to be sustained (Krugman, 1998, p. 143).

L'aspetto sottolineato qui da Krugman è fondamentale nella sua quasi paradossalità, visto che l'*incoerenza temporale* alla Barro, Gordon (1983) si trova qui capovolta a testa in giù: non siamo più di fronte al banchiere centrale che attua “sorprese inflazionistiche” nei confronti di agenti razionali<sup>8</sup>, ma piuttosto al cospetto di un banchiere centrale che non riesce a “convincere” gli agenti relativamente alla sua volontà di voler davvero inflazionare l’economia<sup>9</sup>. Questa situazione ben si attaglia al caso italiano: in un Paese dove si continuano a richiedere “aggiustamenti strutturali” del più vario tipo, riduzioni del rapporto debito/PIL pena procedure di infrazione, in cui il “discorso economico” viene sempre più declinato in una visione “crematistica” che identifica lo Stato con il nucleo familiare all’interno del quale il buon padre di famiglia deve cominciare, per dirla con Einaudi, “a ridurre il piede di casa” e quindi a risparmiare, pagando per gli “eccessi” degli anni precedenti... in una simile situazione come si possono ribaltare le aspettative deflazionistiche dei soggetti<sup>10</sup>?

## 2. LA DEFLAZIONE RELATIVA COME CAUSA DEI CRESCENTI DIVARI REGIONALI IN EUROPA

Sulla base di questa evidenza, si può, dunque, provare a spiegare la crescita delle divergenze nell’Eurozona con un’argomentazione diversa sia da quella dominante sia da quella che la imputa a squilibri delle bilance commerciali. Si fa riferimento ai seguenti nessi.

<sup>8</sup> Ovviamente, qui il “razionale” si riferisce alla formazione, da parte degli agenti, delle aspettative in accordo con l’ipotesi di *aspettative razionali*.

<sup>9</sup> L’inefficacia della politica monetaria in presenza dello ZLB e la necessità comunque di uscire dalla trappola della liquidità ha portato alcuni autori a suggerire di superare le politiche monetarie non convenzionali optando per una *unprecedented* coordinazione tra politica monetaria e politica fiscale, che contempli il diretto finanziamento monetario di politiche fiscali espansive. “A practical way of ‘going direct’ would need to deliver the following: 1. defining the unusual circumstances that would call for such unusual coordination; 2. in those circumstances, an explicit inflation objective that fiscal and monetary authorities are jointly held accountable for achieving; 3. a mechanism that enables nimble deployment of productive fiscal policy; and; 4) a clear exit strategy. Such a mechanism could take the form of a standing emergency fiscal facility. It would be a permanent set-up but would be only activated when monetary policy is tapped out and inflation is expected to systematically undershoot its target over the policy horizon” (Bartsch *et al.*, 2019, p. 2)

<sup>10</sup> Può risultare istruttivo riportare quanto scriveva Gattei (1994, p. 137) relativamente alla interpretazione di Luigi Einaudi delle cause della Grande Crisi: “Il più severo e ostinato oppositore di Keynes doveva comunque risultare Luigi Einaudi [...]. Alla lunga anche Einaudi aveva preso a riconoscere che nel mondo ormai ‘erasi rotto l’equilibrio fra risparmio e investimento’, ma il suo ragionamento correva esattamente a contrario di quello keynesiano: siccome la crisi era imputabile agli ‘errori di investimenti lunghi, forse eccessivi, commessi in passato’, per uscire si sarebbe dovuto ‘risparmiare, ridurre il piede di casa, essere guardinghi e prudenti nell’investire. In passato ad agire così, secondo le norme tradizionali della prudenza, bene si operò e si riuscì a guarire l’ammalato. Perché oggi si dovrebbe cambiare metodo?’” (le citazioni riportate nel brano sono da Einaudi, 1932, p. 78). Più in generale, facciamo notare che la difficoltà a uscire dalla deflazione sta, in un certo senso, assumendo l’aspetto quasi di un puzzle al livello dell’intera Eurozona: si veda, al riguardo, la sezione della relazione 2018 della Banca D’Italia dal titolo sintomatico: “Perché la crescita dei salari non si è ancora trasmessa sui prezzi?” (Banca D’Italia, 2019, pp. 27 ss.).

(i) I Paesi del Sud Europa, Italia in particolare, sperimentano maggiore deflazione rispetto ai Paesi centrali del continente. Le cause sono molteplici: forte restrizione del credito e conseguente compressione degli investimenti privati; elevato risparmio per motivi precauzionali e dunque bassi consumi; e modesta dinamica degli investimenti pubblici. La principale causa è da ricercarsi, come rilevato in precedenza, nelle più accelerate politiche di compressione dei salari, pur a fronte di un più basso tasso di crescita della produttività del lavoro. Per razionalizzare questo meccanismo può essere utile ragionare sulla modalità di formazione dei prezzi in mercati non concorrenziali. L'equazione di norma utilizzata è la seguente:

$$p = (w / A)(1 + m) \quad [1]$$

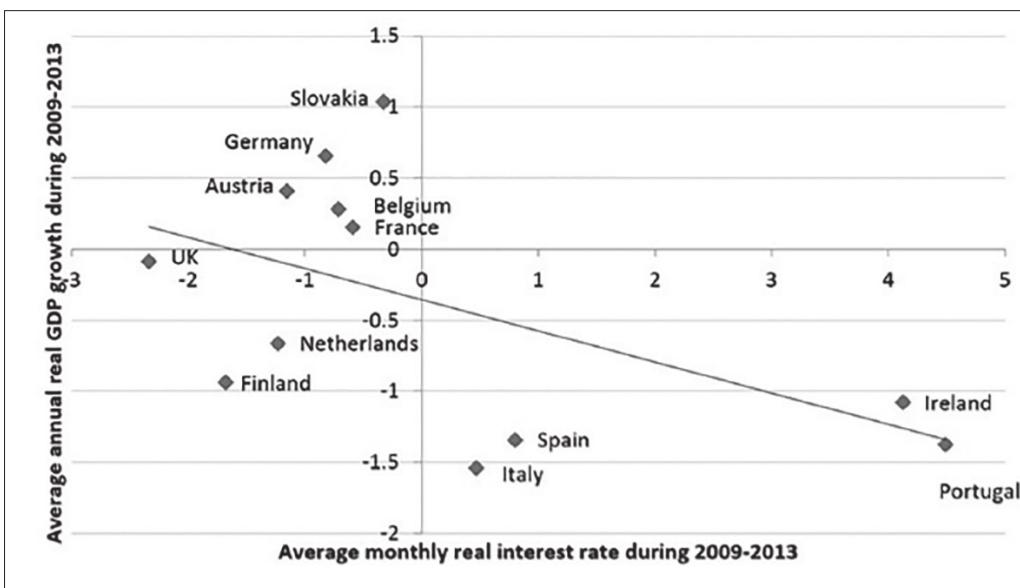
dove  $p$  è il prezzo unitario,  $w$  il salario monetario unitario,  $A$  la produttività del lavoro,  $m$  il margine di profitto “normale” o desiderato, che riflette il grado di monopolio:  $w/A$  è il costo del lavoro per unità di prodotto. La produttività del lavoro è determinata innanzitutto dal tasso di accumulazione del capitale (che indica ciò che il lavoratore può fare), in seconda istanza dalle sue competenze e infine dal rendimento (*effort*). Va chiarito che la più bassa produttività del lavoro in Italia non dipende dallo scarso rendimento dei lavoratori italiani: semmai è la maggiore durata della giornata lavorativa in Italia nel confronto con la Germania a generare minore produttività per ora lavorata: come ebbe a scrivere Francesco Saverio Nitti, quando le ore-lavoro sono eccessive, i lavoratori hanno “il cuore in sciopero”. In altri termini, il prolungamento della giornata lavorativa genera deterioramento della qualità della forza-lavoro, per effetto della minore capacità di erogare sforzo psico-fisico.

Le imprese italiane pagano salari più bassi e, in media, sono meno produttive delle imprese tedesche. Il più basso livello dei prezzi in Italia può essere dunque spiegato considerando il fatto che i margini di profitto sono minori: il che deriva principalmente da un più alto tasso di sottoutilizzazione del capitale (cfr. Storm, 2019) e da forme di mercato nelle quali le imprese hanno minore potere di fissazione del prezzo. In altri termini, la maggiore moderazione salariale italiana associata a minore produttività del lavoro genera maggiore disinflazione a ragione dei più bassi valori medi dei margini di profitto delle nostre imprese.

C'è poi da considerare il fatto che sussiste una correlazione fra salari e produttività che, sul piano teorico, viene, di norma, motivata con i seguenti effetti. In primo luogo, più bassi salari si associano a minore produttività per l'operare del cosiddetto effetto Kaldor-Verdoorn: bassi salari implicano bassi consumi, bassa domanda e ridotta divisione tecnica del lavoro, con conseguenti effetti di segno negativo sul tasso di crescita della produttività del lavoro (cfr. Forges Davanzati, Patalano, Traficante, 2017). In secondo luogo, salari bassi vengono di norma pagati da imprese di piccole dimensioni, la cui propensione all'innovazione è tendenzialmente bassa.

(ii) La minore inflazione produce riduzione del PIL nominale e un aumento dei tassi di interesse *reali* sui titoli di Stato, generando crescita del debito/PIL, come mostrato nella figura 3.

Figura 3. Crescita economica e tassi di interesse reali



Fonte: Garcia, Wolff (2014).

Le fondamentali conclusioni che derivano da questa analisi sono le seguenti.

Si può, dunque, provare a spiegare la crescita delle divergenze nell'Eurozona facendo riferimento a questi nessi.

(i) La maggiore moderazione salariale nell'Europa del Sud genera minore inflazione; la minore inflazione produce riduzione del PIL nominale e un aumento dei tassi di interesse reali sui titoli di Stato, generando crescita del debito/PIL.

(ii) La maggiore moderazione salariale non ha effetti apprezzabili sulle esportazioni per l'operare di meccanismi di competitività non di prezzo o anche per l'effetto Veblen. Fuori dai tecnicismi, si tratta di comprendere – in linea con un'evidenza empirica sufficientemente robusta – che, data la nostra specializzazione produttiva basata in settori tecnologicamente maturi (agroalimentare e beni di lusso, al netto del residuo comparto dei macchinari, della chimica, della farmaceutica e della componentistica auto), i prodotti italiani sono acquistati all'estero o per la loro migliore qualità – effettiva o percepita (si pensi ai beni alimentari) o per il loro prezzo elevato, giacché per i beni di lusso, un prezzo alto è un segnale di esclusività del prodotto (cfr. Algieri, 2016; Banca d'Italia, 2017; Felettigh, Federico, 2011; Lissolovik, 2008; Meloni Paternesi, 2018).

(iii) La maggiore moderazione salariale non sembra aver avuto effetti significativi sulla riduzione delle importazioni di beni di consumo. Ciò fondamentalmente a ragione del fatto che il calo delle retribuzioni si è associato a un aumento della propensione al risparmio per ragioni precauzionali (per far fronte a eventi futuri incerti) e anche perché, se i salari si riducono, si modifica la composizione merceologica dei consumi, con maggiori acquisti di beni con prezzi più bassi e di minore qualità, tipicamente non prodotti in Italia (si pensi alle produzioni *Made in China*).

(iv) La maggiore moderazione salariale ha notevolmente ridotto la domanda interna, penalizzando soprattutto la gran parte delle imprese meridionali che vende su mercati locali. Il capitale del Nord ha reagito accelerando la spinta secessionista legandosi alle aree economicamente più dinamiche del continente.

#### CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Dall'analisi condotta seguono due conclusioni. In primo luogo, è semmai la maggiore moderazione salariale italiana (non quella tedesca) all'origine del modesto andamento delle nostre esportazioni. In secondo luogo, è la forte moderazione salariale italiana una delle principali cause dell'aumento del nostro debito.

È vero che l'architettura istituzionale europea è disegnata in modo da tener bassi i salari, ma è anche vero che la politica economica italiana dei trascorsi decenni (e ben prima dell'adozione dell'euro) ha fatto molto più, molto più incisivamente e molto peggio rispetto a quanto fatto in altri Paesi europei per quanto riguarda le politiche del lavoro<sup>11</sup>. E purtroppo questi processi sono in larga misura irreversibili.

Queste conclusioni rilevano un punto politico importante. Mentre non vi è dubbio sul fatto che la dimensione sovranazionale sia quella da considerare nell'analisi della configurazione del nuovo capitalismo, va tuttavia rilevato che le politiche economiche nazionali e le specificità dei singoli Paesi (con particolare riferimento alle loro strutture produttive) hanno – e hanno avuto – un ruolo di massimo rilievo nell'amplificare la crisi (cfr. Frieden, Walter, 2017).

#### RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- ALGIERI B. (2016), *Price and non-price competitiveness in export demand: Empirical evidence from Italy*, "Empirica", 42, 1, pp. 157-83.
- BANCA D'ITALIA (2017), *Annual Report 2016*, Roma.
- BANCA D'ITALIA (2019), *Relazione Annuale, anno 2018, centoventicinquesimo esercizio*, Roma.
- BARRO R., GORDON D. (1983), *Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy*, "Journal of Monetary Economics", 12, 1, pp. 101-21.
- BARTSCH E., BOIVIN J., FISCHER S., HILDEBRAND P. (2019), *Dealing with the next downturn: From unconventional monetary policy to unprecedented policy coordination*, BlackRock Investment Institute, Macro and Market Perspectives, August.
- BELLOFIORE R., GARIBALDO F., MORTÀGUA M. (2019), *Euro al capolinea? La vera natura della crisi europea*, Rosenberg & Sellier, Torino.
- BERNANKE B., BLINDER A. (1988), *Credit, money, and aggregate demand*, "The American Economic Review", 78, pp. 901-21.
- CENTRO STUDI CONFINDUSTRIA (2019), *Dove va l'economia italiana e gli scenari geoeconomici*, Roma.
- DANIELE V. (2019), *Produttività e salari: i divari Nord-Sud*, "Rivista economica del Mezzogiorno", 2.
- DE GRAUWE P. (2017), *Economia dell'unione monetaria*, il Mulino, Bologna.
- EGGERTSSON G., FERRERO A., RAFFO A. (2014), *Can structural reforms help Europe?*, "Journal of Monetary Economics", 61, pp. 2-22.
- EINAUDI L. (1932), *La crisi è finita?*, "Riforma sociale", XXXIX, XLIII, gennaio-febbraio, pp. 73-9.
- END N., TAPSOBA S. J.-A., TERRIER G., DUPLAY R. (2015), *Deflation and public finances: Evidence from the historical records*, IMF Working Paper.
- EUROPEAN COMMISSION (1990), *One market, one money*, "European Economy", 44.

<sup>11</sup> Sul tema, si rinvia a Forges Davanzati (2018).

- FELETTIGH A., FEDERICO S. (2011), *Measuring the price elasticity of import demand in the destination markets of Italian exports*, "Economia e Politica Industriale", 38, 1, pp. 127-62.
- FISHER I. (1933), *The debt-deflation theory of great depressions*, "Econometrica", 1, 4, pp. 337-57.
- FRIEDEN J., WALTER S. (2017), *Understanding the political economy of the Eurozone crisis*, "Annual Review of Political Sciences", February.
- FORGES DAVANZATI G. (2018), *Perché l'Italia non cresce (dagli anni novanta)*, "Micromega on-line", 19 dicembre.
- FORGES DAVANZATI G. (2019), *Euro al capolinea? Su un libro di Bellofiore, Garibaldo e Mortàgua*, "Micromega on-line", 22 febbraio.
- FORGES DAVANZATI G., PATALANO R., TRAFICANTE G. (2017), *The Italian economic stagnation in a Kaldorian theoretical perspective*, "Economia Politica – Journal of Analytical and Institutional Economics", November, pp. 1-21.
- GARCIA N., WOLFF G. B. (2014), *Chart of the week: Real interest divergence weighs on growth*, in <https://bruegel.org/2014/10/chart-of-the-week-real-interest-divergence-weighs-on-growth/>.
- GATTEI G. (1994), *Il difficile equilibrio. Studi di storia sul pensiero economico*, Giappichelli, Torino.
- GRAZIANI A. (2003), *The monetary theory of production*, Cambridge University Press, Cambridge.
- KRUGMAN P. (1990), *Policy problems of a monetary union*, in P. De Grauwe, L. Papademos (eds.), *The European Monetary System in the 1990s*, Longman, London, pp. 48-64.
- KRUGMAN P. (1991), *Geography and trade*, The MIT Press, Cambridge (MA).
- KRUGMAN P. (1998), *It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap*, "Brookings Papers on Economic Activity", 2.
- LISSOVOLIK M. (2008), *Trends in Italy's non-price competition*, IMF Working Paper, 08/124, May.
- IMF (2015), *Deflation and public finance. Evidence from the historical records*, Working Paper 15/176.
- INTESA SANPAOLO (2019), *Monitor dei Distretti del Triveneto*, Direzione Studi e Ricerche, luglio.
- MCCOMBIE J., THIRLWALL A. (1994), *Economic growth and the balance of payment constraint*, Palgrave Macmillan, New York.
- MELONI PATERNESI W. (2018), *Italy's price competitiveness: An empirical assessment through export elasticities*, mimeo.
- MUNDELL R. (1961), *A theory of optimal currency areas*, "The American Economic Review", 51, 4, pp. 657-65.
- OXFAM (2019), *Public good or private wealth?*, published by Oxfam GB for Oxfam International under, Oxfam GB, Oxford, UK, ISBN 978-1-78748-365-1 in January 2019.
- PERONE G. (2018), *Produttività del lavoro, dinamica salariale e squilibri commerciali nei Paesi dell'eurozona: un'analisi empirica*, "Economia e Lavoro", LII, 3, pp. 61-97.
- STOORM S. (2016), *German wage moderation and the Eurozone crisis: A critical analysis*, "INET", 8 January.
- STORM S. (2019), *How to ruin a country in three decades*, Institute for New Economic Thinking, 10 April.
- STREEK W. (2013), *The politics of public debt*, Max Planck Institute, Discussion Paper 13/7.
- TSAKALOTOS E., LASKOS C. (2013), *Crucible of resistance. Greece, the Eurozone and the World Economic Crisis*, Pluto Press, London.

