

EURO SÌ,

EURO

NO



Paolo Manasse, Tommaso Nannicini, Alessandro Saia

GLI EFFETTI DELLA MONETA UNICA SULL'ECONOMIA ITALIANA

L'Euro è il convitato di pietra di qualsiasi discussione di politica economica nel nostro Paese. Una discussione dove prevale spesso la voglia di schierarsi piuttosto che la voglia di approfondire. Si litiga e si piega qualsiasi evidenza empirica a favore della propria tesi. Per alcuni, l'Euro è un feticcio da difendere a tutti i costi, l'ancora di salvezza per non andare dritti verso il default dello Stato e delle banche. Per altri, è l'origine di tutti i nostri mali, addirittura un «crimine contro l'umanità» (copyright del neosegretario della Lega, Matteo Salvini). La sfiducia nei confronti dell'Euro è comune alla Grecia e alla Francia. Ma ha riguardato molto meno altri Paesi duramente colpiti dalla crisi, come l'Irlanda e la Spagna, dove il sostegno all'Euro rimane molto diffuso.

1

In generale, ci sono ragioni politiche dietro a uno scontro così incandescente. Ma ci sono anche ragioni tecniche. In macroeconomia, è difficile valutare gli effetti di una scelta di politica economica, perché manca una stima credibile del “controfattuale”, di quello che sarebbe successo a un Paese senza quella scelta. Se si legge il bel pezzo di Antonio Fatas su *The Euro Counterfactual* si capisce bene che ogni fazione,

anti o pro Euro, può facilmente costruire comparazioni tra Paesi per sostenere la propria tesi. Alcuni compareranno l'Irlanda alla Thailandia e altri la Spagna al Regno Unito. Per uscire da questo vicolo cieco, Link Tank propone un approccio diverso. Lasciamo che siano i dati e non le nostre preferenze a scegliere le comparazioni tra Paesi più istruttive.

Per farlo, utilizziamo una metodologia statistica (il “controllo sintetico”) che, partendo da un gruppo di potenziali Paesi “di controllo” con cui confrontare l'Italia, ne costruisce una combinazione, una sorta di Frankenstein simile all'Italia, capace di mimare accuratamente l'andamento dell'economia italiana prima dell'Euro. (1) Questa combinazione si chiama appunto controllo sintetico e permette di simulare che cosa sarebbe successo all'Italia se non avesse adottato la moneta unica. Come data d'ingresso, abbiamo considerato sia il 1 gennaio 1999 (inizio dei cambi fissi) sia il 1 gennaio 2002 (moneta circolante), e i risultati sono simili tra loro.

2

Per ogni variabile presa in considerazione (commercio con l'estero, inflazione, rendimenti dei titoli del debito, crescita e produttività), l'algoritmo costruisce il controllo sintetico sulla base dell'andamento di quella variabile prima della data d'ingresso. La differenza tra l'Italia e il suo controllo sintetico dopo quella data può essere attribuita all'effetto dell'Euro. In ogni figura riportata in questo dossier, la linea continua cattura gli andamenti osservati della variabile sotto esame mentre la linea tratteggiata rappresenta la simulazione controfattuale.

I Paesi di controllo che abbiamo utilizzato si dividono in due gruppi. Gli Stati membri dell'Unione Europea che non usano l'Euro: Bulgaria, Croazia, Danimarca, Lituania, Polonia, Regno Unito, Repubblica Ceca, Romania, Svezia e Ungheria. E i Paesi Ocse non-europei: Australia, Canada, Cile, Corea del Sud, Giappone, Islanda, Israele, Messico, Nuova Zelanda, Stati Uniti, Svizzera e Turchia. Non abbiamo utilizzato, ovviamente, i Paesi Ue che sono entrati nell'Euro, neppure quelli che l'hanno adottato in un secondo momento.

Il nostro esercizio non ha nessuna pretesa di svelare “rapporti di causa-effetto”. L'analisi rimane descrittiva, anche se ha il merito di essere guidata dai dati e non dalle scelte discrezionali degli osservatori. I limiti dell'esercizio sono molteplici. Il *primo* è che esistono “effetti di contagio” tra Paesi. È come se doveste valutare l'effetto di un vaccino: per farlo, non sarebbe appropriato comparare due individui – a uno dei quali somministrate il vaccino e all'altro no – che vivono insieme, perché il vaccino avrà un effetto anche sull'individuo che non lo riceve, riducendo la sua probabilità di ammalarsi. Questi effetti, verosimilmente, riguardano di più i Paesi europei non-Euro, i quali intrattengono forti legami commerciali e finanziari con i Paesi della zona Euro.

Il *secondo* limite è che possono verificarsi shock successivi all'ingresso nell'Euro, che finiscono per colpire le economie che costituiscono il controllo sintetico. Questo effetto è in parte catturato dai pesi assegnati dall'algoritmo, che si basano su un modello statistico che include effetti di confondimento che variano nel tempo (si vedano i riferimenti metodologici).

Ma in piccoli campioni non si può mai sapere e, soprattutto, l'esercizio perde di significato via via che ci si allontana dalla data d'ingresso nell'Euro.

Infine, potrebbero esserci “effetti di anticipazione”, per cui l'effetto si materializza prima dell'introduzione della moneta unica. Questo tema, come vedremo, è particolarmente spinoso rispetto ai rendimenti dei titoli di Stato.

Nonostante questi limiti, è interessante comparare le dinamiche dell'economia italiana con quelle del suo controllo sintetico dopo l'ingresso nell'Euro. Lo facciamo rispetto a quattro variabili al centro del dibattito pubblico: commercio con l'estero; inflazione; rendimenti del debito pubblico; crescita e produttività. Il controllo sintetico e le conclusioni dell'analisi, infatti, cambiano da una variabile a un'altra.



COMMERCIO CON L'ESTERO

Una delle motivazioni originarie dell'Euro era quella di favorire l'integrazione internazionale dei mercati riducendo i costi di transazione e rimuovendo il rischio di cambio. Soffermiamoci quindi sull'effetto della moneta unica sui flussi commerciali tra Paesi dell'area. La prima parte dell'analisi si basa sul paper di uno di noi (Saia): "*Choosing the Open Sea: The Cost to the UK of Staying Out of the Euro*". L'analisi riguarda i flussi commerciali bilaterali, nel senso che ogni "coppia", il commercio bilaterale tra Italia e altri Paesi Euro, viene confrontata con un controllo sintetico costruito sulle coppie che comprendono Paesi che non sono entrati nella moneta unica.

La Figura 1 mostra alcune delle coppie principali, mentre la Figura 2 mostra l'effetto aggregato sul commercio intra-area Euro dell'Italia. In ogni figura, la linea continua rappresenta i flussi commerciali realmente osservati, mentre la linea tratteggiata rappresenta l'andamento del controllo sintetico. Come si vede, rispetto al controfattuale, i flussi bilaterali tra l'Italia e i Paesi Euro sono aumentati in maniera sostanziale. L'unico caso a sé è la coppia tra Italia e Regno Unito, il cui

controfattuale è rappresentato da Paesi che, a differenza della perfida Albione, sono entrati nell'Euro: in quel caso, coerentemente con gli altri risultati, l'interscambio si riduce rispetto al controllo sintetico. Durante il periodo 1999-2010, l'ingresso nell'Euro ha generato un notevole aumento (+38%) degli scambi commerciali tra Italia e partner europei.

I risultati relativi ai flussi per singolo partner evidenziano una sostanziale eterogeneità dell'effetto. Gli scambi tra Italia e Germania e tra Italia e Francia sono aumentati del 38% e del 37%, rispettivamente. Una effetto simile si riscontra negli scambi con la Spagna (30%), mentre il risultato per i flussi commerciali tra Italia e Portogallo è positivo ma inferiore (17%). L'incremento relativo agli scambi con Olanda e Austria è il maggiore in termini assoluti (47% e 49%).

Resta la domanda, tuttavia, se l'Euro abbia creato nuovi flussi commerciali o si sia limitato a accrescere i flussi entro la zona Euro a spese di quelli con i Paesi rimasti fuori. Per valutare questa dimensione, guardiamo alle serie storiche annuali delle esportazioni e delle importazioni totali, entrambe espresse in percentuale del Pil (fonte: World Bank).

Nella Figura 3, l'effetto è positivo sia sulle esportazioni sia, in misura maggiore, sulle importazioni. In media, in ogni anno successivo all'adozione dell'Euro, le esportazioni italiane hanno superato quelle del controllo sintetico di mezzo punto percentuale di Pil; le importazioni di due punti percentuali.

L'ingresso nell'Euro, quindi, è stato associato a un aumento complessivo dei flussi commerciali. Come specificato nelle note a ogni singola figura, il controllo sintetico è composto da

Paesi diversi (con pesi diversi) a seconda della variabile oggetto di analisi, con i Paesi scandinavi e il Regno Unito che fanno la parte del leone. (2)

Insomma: sembra che l'Euro abbia svolto il lavoro che gli era stato assegnato rispetto al commercio internazionale. La ragione per la quale le importazioni sono cresciute più rapidamente delle esportazioni vanno probabilmente ricercate nella forte dinamica dei costi per unità di prodotto che hanno caratterizzato le nostre imprese e che, a differenza del passato, non sono state compensate dalla svalutazione del cambio. Ma nell'ottica dell'analisi economica maggiori importazioni per unità di beni esportati significano che le nostre ragioni di scambio sono migliorate, e quindi che il benessere dei consumatori è aumentato.



INFLAZIONE

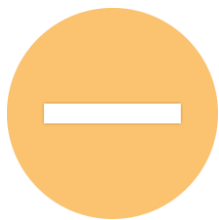
L'ingresso dell'Italia nell'Euro aveva come principale scopo quello di sottrarre a una banca centrale nazionale, screditata da lunghi periodi d'inflazione a due cifre nei decenni precedenti al processo di unificazione europea, la gestione della politica monetaria, per affidarla a una banca centrale modellata sulla "virtuosa" Bundesbank. Nell'immaginario collettivo degli italiani, tuttavia, appena l'Euro ha iniziato a circolare si è prodotta un'accelerazione immediata dell'indice dei prezzi, con la famosa pizza che passa da cinque mila Lire a cinque Euro nell'arco di una notte. In verità, gli studi micro sull'argomento non sembrano confermare questa percezione diffusa, a esclusione di alcuni settori marginali. (3)

Nella Figura 4, il confronto tra l'Italia e il controllo sintetico conferma che non c'è stata nessuna impennata inflattiva dopo l'ingresso nell'Euro nel 1999. Anzi, nella figura, che utilizza serie storiche annuali (fonte: IMF), si vede come l'adozione dell'Euro abbia coinciso con una riduzione dell'inflazione in Italia rispetto al suo sintetico. A partire dal 2002, le parti tra i due si invertono per un breve lasso di tempo, ma solo perché nel controfattuale l'inflazione diminuisce più rapidamente.

Durante il periodo 1999-2009, la moneta unica è stata accompagnata da una riduzione cumulata del tasso d'inflazione pari al 16%, anche se l'effetto è concentrato nel periodo con cambi fissi in attesa del circolante. Da rilevare anche l'effetto sulla volatilità dell'inflazione, che – misurata in deviazioni standard – si è ridotta del 38%.

Queste tendenze sono confermate dalla seconda simulazione riportata nella Figura 5, che usa come data del “trattamento” il 1 gennaio 2002. L'effetto positivo rilevato nella Figura 4 (dove il trattamento parte dal 1999) si annulla, perché dopo il 2002 l'inflazione è leggermente più alta in Italia. Ma, di nuovo, solo perché si riduce di più nel controllo sintetico.

Insomma, la conduzione della politica monetaria da parte della Bce, volta al mantenimento della stabilità dei prezzi, sembra aver contribuito a contenere le spinte inflazionistiche. Di sicuro, non si è prodotta l'accelerazione dei prezzi ormai acquisita nella vulgata popolare sulla transizione dalla Lira all'Euro. Resta ovviamente aperto il dibattito sulla bontà degli indici che catturano l'inflazione e sulla differenza tra aumenti dei prezzi reali e percepiti, che non riguardano la nostra analisi e per cui rimandiamo agli studi citati sopra.



SPREAD

Uno degli argomenti più ricorrenti a favore dell'Euro è che ha prodotto un cospicuo dividendo in termini di minori interessi pagati sul debito pubblico. Nella nostra analisi, abbiamo guardato a tre misure diverse del tasso di rendimento implicito di un titolo di Stato (sia per i titoli a dieci anni, sia per quelli a due/tre anni): (a) *annualized redemption yield*; (b) *redemption yield*; (c) *interest yield*. (4)

10

Come si vede dalla Figura 6, che si riferisce alla prima misura, prima del 1999 è in atto una chiara tendenza al ribasso, sia in Italia sia nel controllo sintetico. Ma, dopo il 2001, le traiettorie dei due non sembrano divergere granché nel caso dei rendimenti a dieci anni (per cui il controllo sintetico è composto dalla sola Svezia). Invece, nel caso dei rendimenti a due anni (controllo sintetico composto da Svezia e Nuova Zelanda), si registra un qualche dividendo dell'Euro nella prima fase, finché la crisi finanziaria non innesca una nuova tendenza al rialzo dei tassi italiani.

Come evidenzia la Figura 7, che descrive l'andamento dei rendimenti a dieci anni nei Paesi Euro e in un *pool* di altri *éaesi*, è indubitabile che il processo di unificazione monetaria

abbia prodotto una marcata convergenza dei tassi, ma almeno in parte questa convergenza si è prodotta anche in altri Paesi. In particolare, Paesi scandinavi come Svezia o Danimarca hanno adottato politiche monetarie di sostanziale ancoraggio all'Euro. Non è un caso, quindi, che il controllo sintetico rilevi un qualche dividendo dell'Euro solo nei casi in cui vengono selezionate economie più distanti dal contesto europeo, come la Nuova Zelanda. È l'esempio del vaccino fatto sopra: difficile valutare l'effetto dell'Euro comparando gli Stati membri con Paesi che sono stati comunque influenzati dalla moneta unica.

Questa conclusione è confermata dalle Figure 8 e 9, riferite alle altre due misure di rendimento implicito. Per *interest yield*, è impossibile concludere alcunché, visto che il *fit* statistico prima del trattamento non è sufficientemente accurato: questo esercizio non è affidabile. Per *yield to redemption*, si vede un qualche dividendo solo nel caso a breve, in cui la Nuova Zelanda fa parte del controllo sintetico, ma non nei rendimenti a dieci anni (Svezia e Danimarca). Insomma: la conclusione non dipende dalla variabile utilizzata, ma dai Paesi selezionati dall'algoritmo per simulare il controfattuale dell'Italia senza Euro.

L'effetto della più marcata riduzione dei tassi a dieci anni verificatasi prima dell'ingresso nell'Euro esemplifica l'effetto "anticipazione" prima discusso: i tassi a lunga calano perché il mercato si attende con l'Euro minori tassi a breve in futuro.

Certo, qualcuno può concludere che avremmo dovuto fare come gli scandinavi: seguire la scia dell'Euro per beneficiare della convergenza verso il basso dei tassi, ma mantenere la

flessibilità del cambio per fronteggiare eventuali periodi di crisi da soli. Il problema è che se tutti avessero fatto lo stesso ragionamento, non ci sarebbe stata nessuna scia da seguire. Inoltre, l'Italia – col suo record di svalutazioni competitive seriali – difficilmente sarebbe stata nella posizione più agevole per ancorarsi credibilmente all'Euro restandone fuori.

Un ultimo elemento è più politico che economico. Abbiamo ripetuto l'esercizio controfattuale del controllo sintetico anche su altre date simbolo, per esempio in concomitanza dell'approvazione della Finanziaria del governo Prodi I con la famigerata tassa sui depositi bancari. È chiaro, infatti, che dopo l'incontro Aznar-Prodi e la manovra economica disegnata da Ciampi per agganciare la costruzione della moneta unica, le aspettative sull'adesione dell'Italia sono radicalmente cambiate. In quel caso, si vede con maggiore chiarezza il dividendo in termini di riduzioni dei tassi di rendimento implicito, che sembrano rispondere di più alla credibilità della politica economica che non alla mera adesione alla moneta unica. Resta la domanda – tutta politica, appunto – se la nostra classe politica sarebbe stata capace di compiere il necessario aggiustamento dei conti anche senza il vincolo esterno dell'unione economica e monetaria europea.



CRESCITA E PRODUTTIVITÀ

Quali sono stati gli effetti dell'Euro per la crescita del Pil e della produttività del lavoro? La Figura 10 compara la traiettoria del Pil in termini reali in Italia con quella del suo controllo sintetico (composto soprattutto da Svezia, Regno Unito e Turchia); fonte: Ocse. Come si vede, l'effetto è leggermente negativo in alcuni anni, ma sostanzialmente trascurabile. La seconda parte del grafico esegue il medesimo esercizio ottenuto per la Germania (il cui sintetico è composto soprattutto da Svizzera, Danimarca e Giappone): in quel caso, l'ingresso nell'Euro è stato associato a una traiettoria di crescita che si è mantenuta costantemente al di sotto del potenziale controfattuale. Con buona pace di chi sostiene che l'economia tedesca sia stata enormemente avvantaggiata dall'avvento dell'Euro.

13

Un altro elemento interessante riguarda l'andamento della produttività del lavoro, calcolata come Pil per ora lavorata (numero indice con base 2005; fonte: Ocse). (5) In questo caso, riportato nella Figura 11, le traiettorie dell'Italia e del controllo sintetico si separano nettamente. In concomitanza con l'avvento dell'Euro, mentre la produttività del controllo

sintetico continua a salire, quella rilevata nell'economia italiana si incaglia: elettro-encefalogramma piatto.

Che cosa è successo? Non è facile rispondere. La nostra opinione è che si potevano avere due effetti: il primo è che la maggior integrazione commerciale avrebbe prodotto maggiore competizione tra Paesi europei e indotto maggiori riforme nel mercato dei beni e del lavoro, come avvenuto in Germania; il secondo è che, dopo il consolidamento di bilancio richiesto per entrare nell'Euro, l'Italia si sarebbe seduta sugli allori dello scudo europeo. Questo è quello che è apparentemente avvenuto.

È davvero difficile scorgere un rapporto causale dietro a un semplice fatto stilizzato. Le spiegazioni che fanno riferimento all'Euro attraverso il canale per cui una minore domanda si sarebbe tradotta in una minore produttività, come ha spiegato Tommaso Monacelli su *Noise from Amerika* ("Euro, domanda e produttività: un viaggio nel mito"), non fanno i conti con la tempistica immediata dell'effetto, che fa sorgere quantomeno qualche dubbio sul fatto che la domanda possa essere un fattore esplicativo importante.

Una spiegazione alternativa fa riferimento alle concomitanti riforme al margine del mercato del lavoro, che hanno aumentato l'occupazione attirando lavoratori con produttività minore alla media, anche se è difficile pensare che questo fenomeno abbia avuto dimensioni in grado di spiegare l'elettroencefalogramma piatto di cui sopra. Altre spiegazioni fanno appello agli scarsi investimenti in *information and communication technology* (si veda, per esempio, l'analisi di

Fadi Hassan e Gianmarco Ottaviano su *Voxeu.org*,
“*Productivity in Italy: The Great Unlearning*”).

Insomma: il decennio dell'Euro appare come l'ennesima occasione mancata per la nostra politica economica, che non ha saputo riorientare il nostro modello di sviluppo in un contesto competitivo radicalmente mutato.

NOTE:

(1) Per maggiori dettagli sulla metodologia del controllo sintetico, si veda: Abadie, Diamond, Hainmueller (2010), “Synthetic Control Methods for Comparative Case Studies: Estimating the Effect of California’s Tobacco Control Program”, *Journal of the American Statistical Association*. Si vedano anche: Billmeier, Nannicini (2013), “Assessing Economic Liberalization Episodes: A Synthetic Control Approach”, *Review of Economics and Statistics*; Saia (2013), “Choosing the Open Sea: The Cost to the UK of Staying Out of the Euro”, Università di Bologna.

(2) Per ogni variabile, riportiamo in nota alle figure la lista dei Paesi che l’algoritmo ha scelto per comporre il controllo sintetico. I Paesi che lo compongono “in misura minore” sono quelli che hanno ricevuto un peso inferiore al 10%.

16

(3) Si veda: Del Giovane, Lippi, Sabbatini (2005), a cura di, *L’Euro e l’inflazione. Percezioni, fatti e analisi*, il Mulino.

(4) Per queste misure sui tassi impliciti di rendimento, riportiamo gli esercizi in cui la data del “trattamento” coincide con il 1 gennaio 2002, perché il *fit* statistico prima del trattamento è considerabilmente migliore. Tuttavia, anche gli esercizi al 1 gennaio 1999, nonostante il *fit* peggiore, confermano i risultati discussi in termini qualitativi.

(5) Abbiamo cercato di replicare l’esercizio del controllo sintetico anche sulla produttività totale dei fattori, ma il *fit* molto povero prima del trattamento non ci ha permesso di raggiungere nessuna conclusione su quella variabile.

Figura 1: Commercio bilaterale

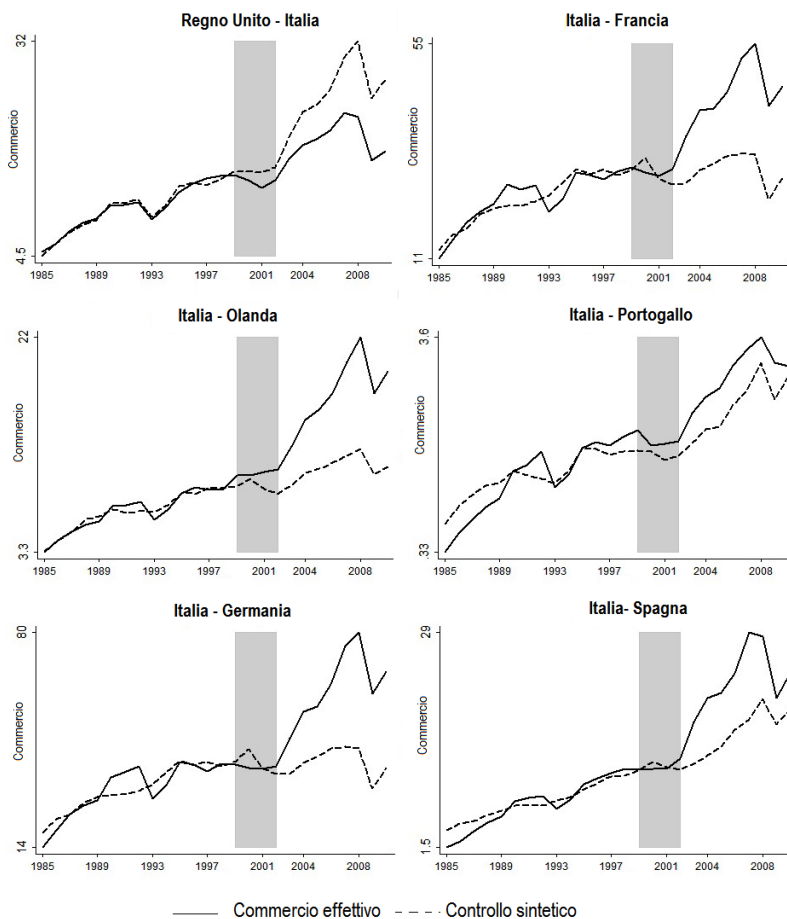


Figura 2: Commercio Italia-area Euro

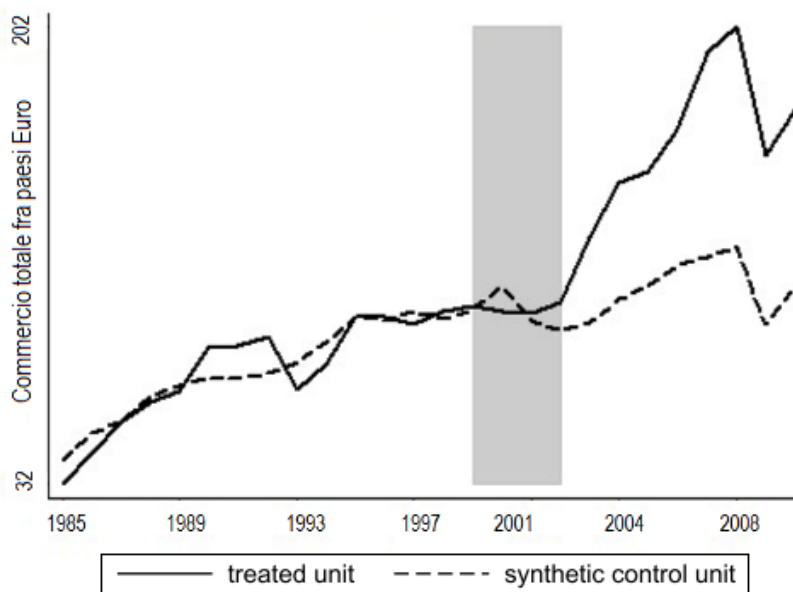


Figura 3: Esportazioni e importazioni

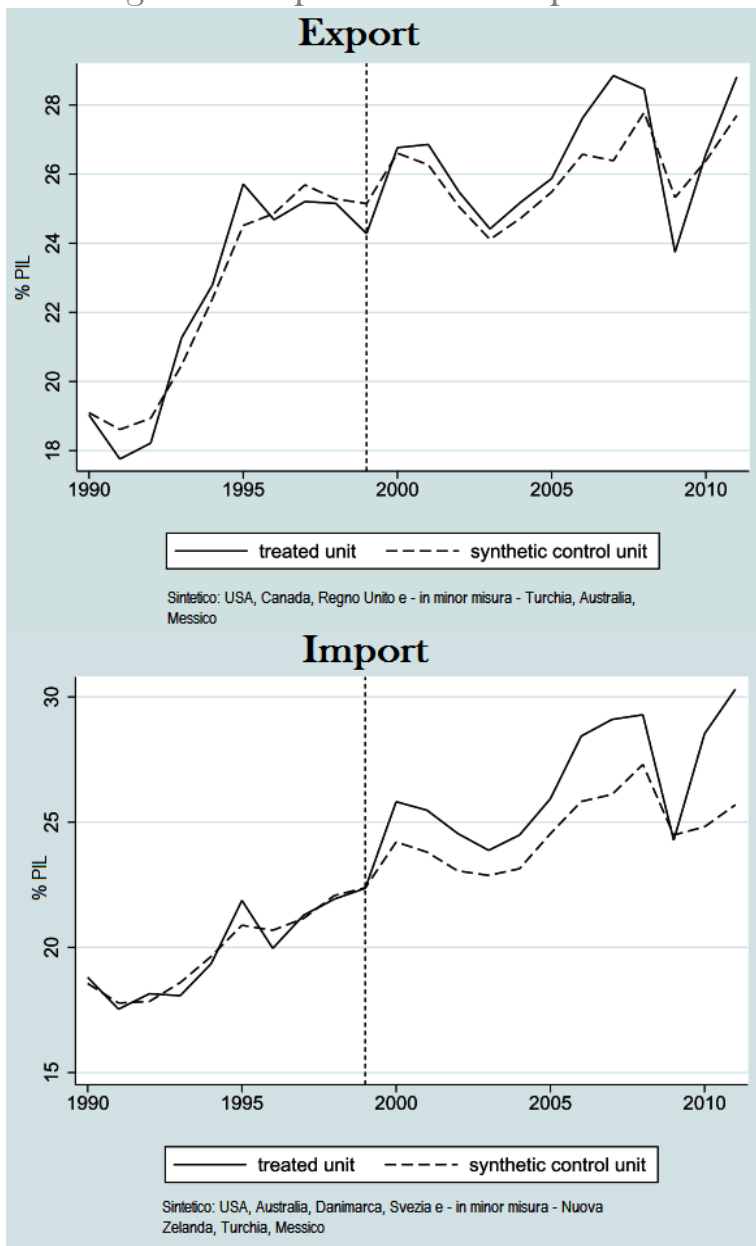
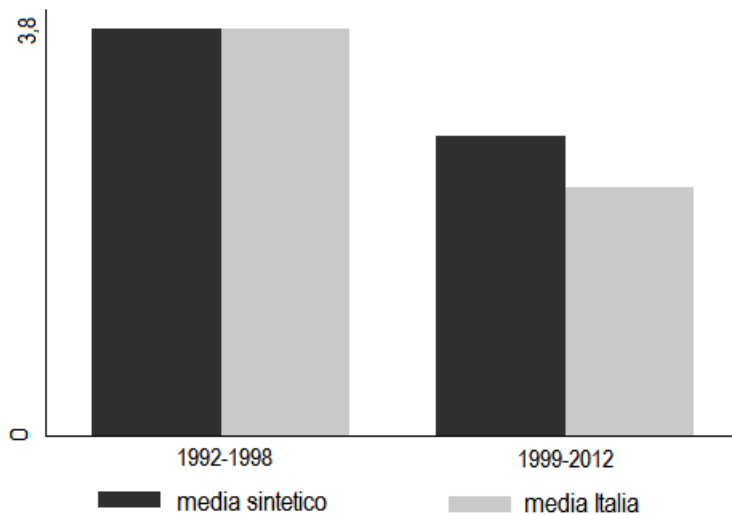
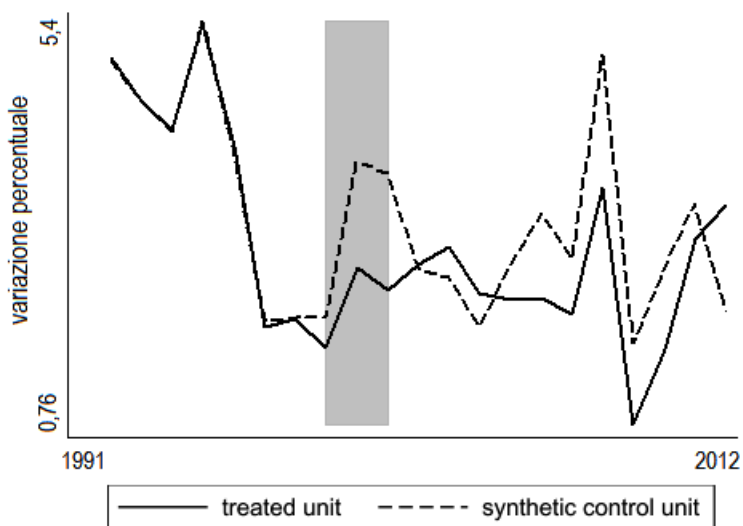
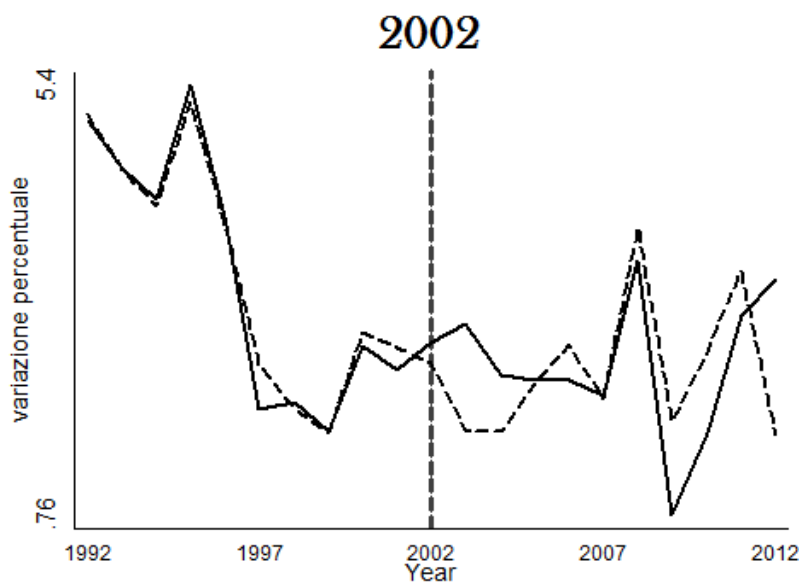


Figura 4: Inflazione (1991-2012)



Sintetico: Australia, Cile, Regno Unito e - in minor misura - Messico, Polonia, Israele e Svizzera

Figura 5: Inflazione, secondo “trattamento”



Sintetico: Australia, Regno Unito, Nuova Zelanda Svizzera e - in minor misura - Israele, Svezia, Polonia, Messico

Figura 6: *Annualized redemption yield*

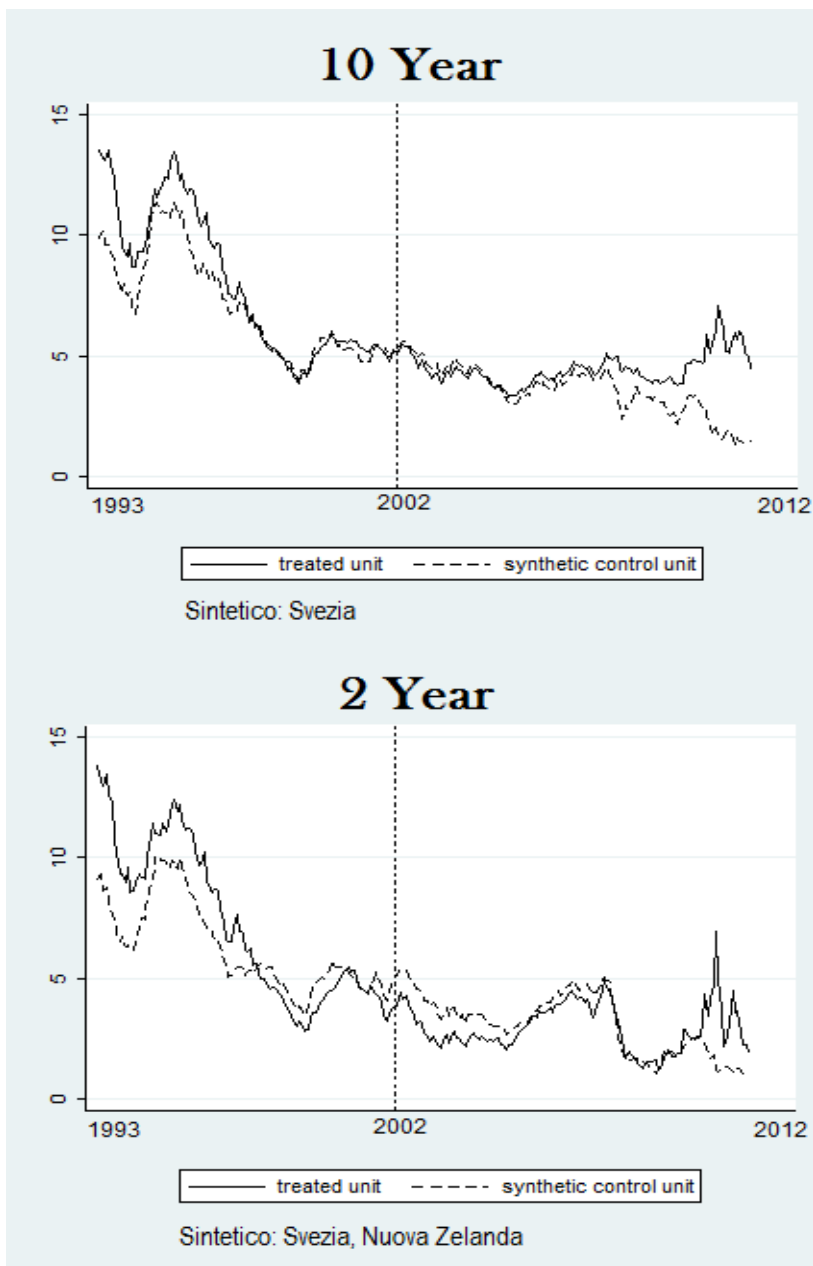
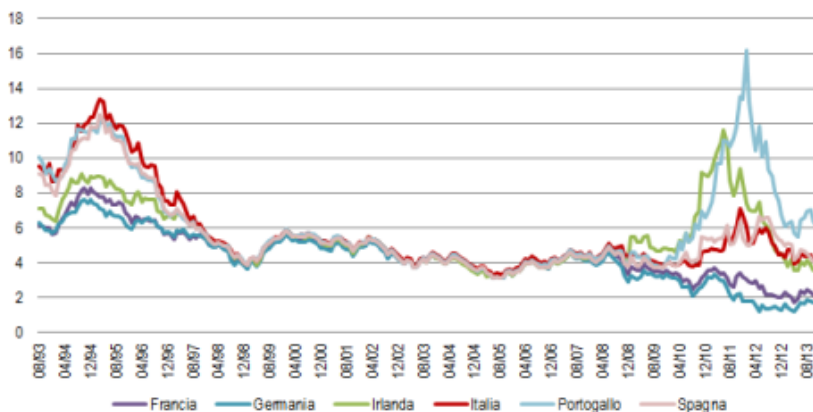


Figura 7: Convergenza dei rendimenti (10 anni)

Italia e Eurozona



Italia e paesi Extra-UE

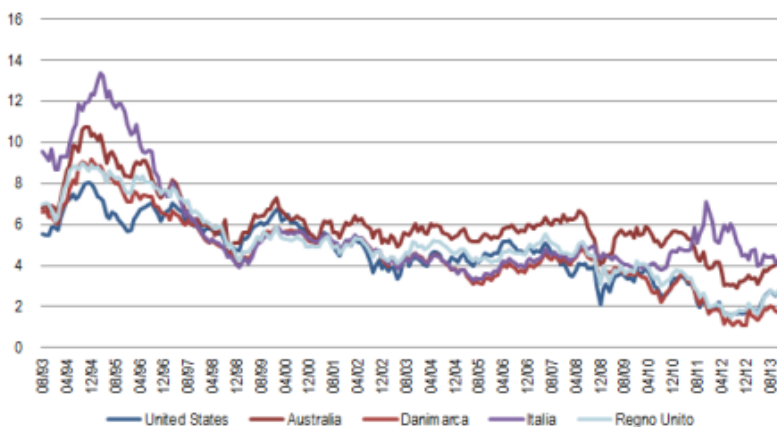


Figura 8: *Yield to redemption*

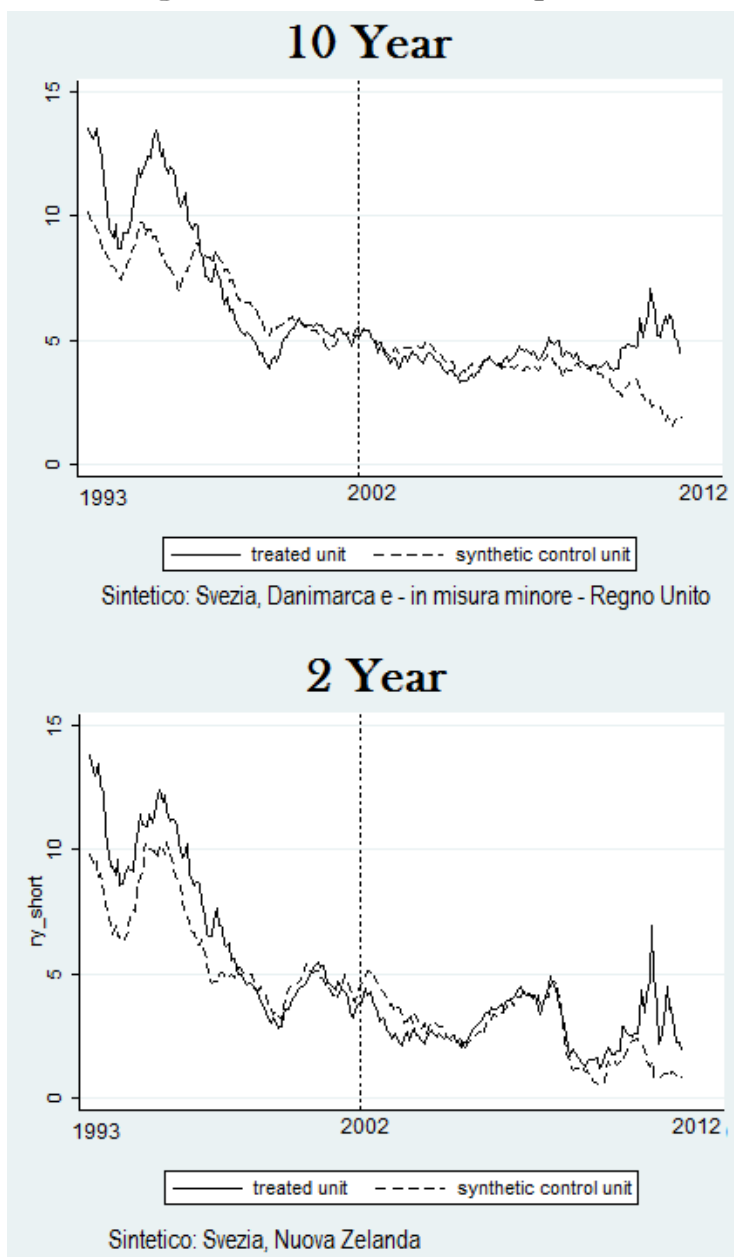
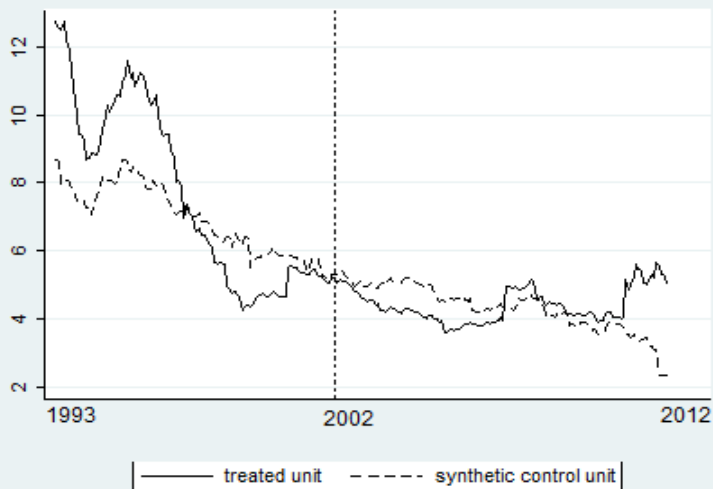


Figura 9: *Interest yield*

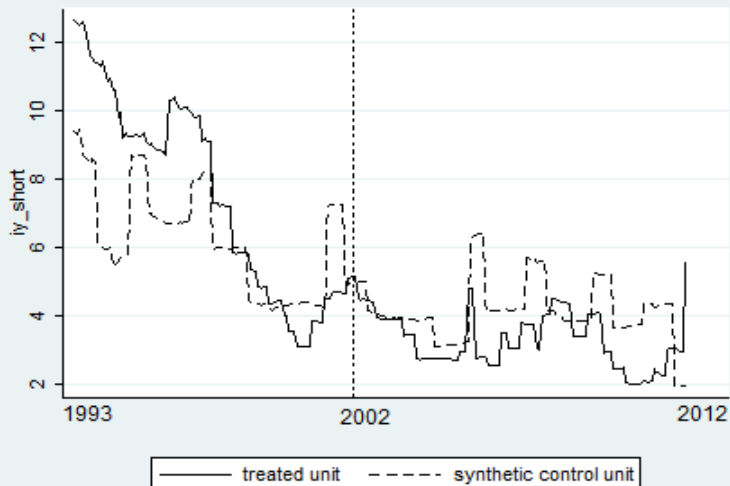
10 Year



Sintetico: Norvegia, Canada e - in minor misura - USA

25

2 Year



Sintetico: Norvegia e - in minor misura - USA

Figura 10: Andamento del Pil, Italia-Germania

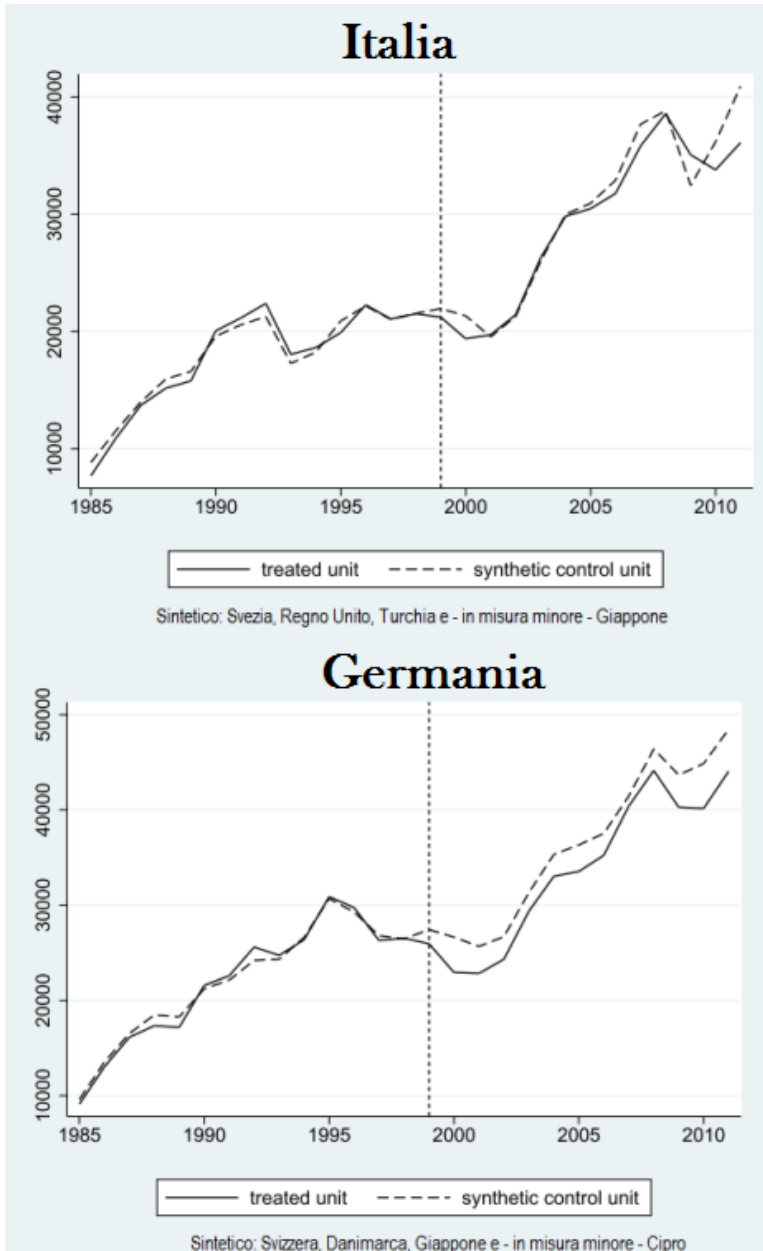


Figura 11: Produttività del lavoro

