

1999 – 2009

Dieci anni di moneta unica

Carmelo Pierpaolo Parello

L'anno che si è appena concluso è stato *annus horribilis* per l'euro. Eppure, malgrado l'incertezza che avvolge il futuro della moneta unica, il 1° gennaio 2011 l'Estonia è entrata a far parte dell'euro-gruppo, portando il numero complessivo dei paesi aderenti da sedici a diciassette. La cosa che più colpisce dell'ingresso nell'unione del primo paese ex-sovietico non è tanto la sua storia economica recente, fatta di crescita bulimica, inflazione ballerina e alta tecnologia, ma l'entusiasmo con cui il governo di Tallin ha fermamente voluto l'ingresso nell'euro nonostante le bufere finanziarie che hanno coinvolto la moneta unica negli ultimi mesi. Ma siamo proprio sicuri che l'euro possa ancora costituire un punto di svolta per una piccola economia aperta come l'Estonia?

L'euro è entrato formalmente in vigore il 1° gennaio 1999, mentre l'entrata in circolazione di monete e banconote risale al 1° gennaio 2002. In poco più di undici anni di vita la moneta unica ha apportato profondi cambiamenti alla vita sociale ed economica degli stati facenti parte dell'unione, contribuito a tenere sotto controllo l'inflazione, stabilizzare i tassi d'interesse di mercato e disciplinare i bilanci pubblici. Non da ultimo, l'euro ha facilitato l'interscambio commerciale tra i paesi dell'unione monetaria, eliminando qualsiasi forma di distorsione di prezzo che provenisse da alterazioni nei tassi di cambio. Tuttavia, nonostante gli indiscussi vantaggi economici e sociali che la moneta unica ha apportato in buona parte dell'Europa Occidentale, la fase di forte squilibrio delle bilance dei pagamenti all'interno dell'eurozona (EZ) ha fatto nascere un'aspra polemica all'interno dell'Unione che è anche sfociata in uno scambio d'accuse tra Parigi e Berlino (non deve ingannare il fatto che la polemica sembri per il momento accantonata). Al centro della *querelle* ci sarebbe l'impatto che l'euro avrebbe avuto sui livelli di competitività relativa delle imprese europee che, secondo Parigi, è il risultato di una politica economica aggressiva nei confronti dell'EZ da parte di Berlino. L'accusa rivolta alla Germania è quella di essersi approfittata dell'euro e dell'assenza di fluttuazioni di cambio per introdurre tutta una serie di riforme della propria economia volte a far aumentare la competitività delle proprie imprese a scapito di quelle degli altri paesi dell'EZ.

Al centro della polemica sono sia le quattro riforme del mercato del lavoro varate agli inizi della scorsa decade – le cosiddette riforme Hartz I-IV –, sia l'abbandono della contrattazione nazionale che, sempre agli inizi del Duemila, ha permesso ad alcune imprese tedesche – in particolare quelle maggiormente orientate all'export – di poter derogare al contratto nazionale attraverso un proprio livello di contrattazione aziendale. Tali riforme hanno innescato un processo di riorganizzazione delle maggiori imprese tedesche e di deflazione dei salari reali che hanno spinto verso l'alto il livello di competitività dell'intera economia tedesca. Ci fosse stato il marco, è più che probabile che la politica di deflazione dei salari reali si sarebbe risolta in un sostanziale rafforzamento del marco nei confronti delle altre monete dell'unione. E' quindi l'assenza di questo meccanismo di auto-aggiustamento che avrebbe consentito alla Germania di consolidare la propria posizione di forza nei confronti dell'intera zona euro e di indebolire quella delle due rivali storiche Francia e Italia.

Al di là della vis polemica che avvolge la questione, e vista l'importanza che essa riveste per il futuro prossimo dell'euro, sarebbe interessante capire fino a che punto la tesi dell'assenza del tasso di cambio può

aver inciso sui livelli di competitività all'interno della EZ. Prima però è necessario stabilire quali paesi sono veramente interessati alla questione e in che direzione va lo squilibrio macroeconomico dell'intera EZ.

Lo squilibrio macroeconomico

La tab. 1 riassume l'export netto dei 17 paesi dell'eurozona (EZ). La prima colonna della tabella riporta gli anni di riferimento della serie, mentre le rimanenti quattro colonne mostrano i saldi cumulati dell'export netto – distinguendo tra commercio intra-EZ ed extra-EZ – ed il saldo del conto capitale della bilancia dei pagamenti riportato attraverso il cosiddetto indebitamento/accreditamento netto.

Nel complesso, la tabella fotografa una situazione di forte sbilanciamento delle bilance commerciali in cui solo 8 paesi su 17 vantano un export netto positivo. Escludendo il Lussemburgo, la cui massa critica lo rende profondamente dipendente dall'estero, l'Irlanda è il paese della EZ a vantare l'export netto più ampio in rapporto al proprio PIL (circa il 78.2 per cento). A seguire si trovano Olanda (68,5 per cento), Finlandia (61.5 per cento), Germania (43.7 per cento), Austria (37.5 per cento), Belgio (32.3 per cento) e Italia (3.1 per cento).

Per la ex Tigre Celtica e l'Italia è bene osservare che all'avanzo commerciale non ha fatto da contrappunto una posizione di segno inverso in conto capitale (-17.1 per cento per l'Irlanda, -10.8 per cento per l'Italia). Per l'Irlanda questo dato mette in evidenza una delle caratteristiche peculiari del suo modello di sviluppo, basato, come è noto, su un massiccio afflusso di capitali dall'estero e su uno schema di attrazione di investimenti diretti fissi che per anni ha finanziato la crescita esplosiva dell'Irlanda. Per l'Italia, invece, la fuori uscita di capitali è dovuta alla necessità della nostra economia di compensare la carenza di risparmio nazionale con risparmio estero.

	Anni di riferimento	Export netto			Indeb./Accr. Netto nei confronti dell'estero	Export netto			Indeb./Accr. Netto nei confronti dell'estero
		Verso Paesi della EZ	Verso il resto del mondo	Totale		Verso Paesi della EZ	Verso il resto del mondo	Totale	
		<i>mln di euro correnti</i>				<i>in % del PIL dell'ultimo anno della serie</i>			
Belgium	1999-2008	72.043,9	39.134,1	111.178,0	106.927,0	20,9	11,4	32,3	31,0
Germany	1999-2009	541.140,0	511.300,0	1.052.440,0	894.690,0	22,5	21,2	43,7	37,2
Estonia	2002-2008	-6.555,1	658,9	-5.896,2	-8.991,1	-40,8	4,1	-36,7	-56,0
Ireland (1)	2000-2008	151.470,4	-9.281,0	142.189,4	-31.150,2	83,3	-5,1	78,2	-17,1
Greece	1999-2008	-72.025,2	-116.380,3	-188.405,5	-180.126,0	-30,1	-48,7	-78,8	-75,3
Spain	1999-2009	-123.743,0	-237.799,0	-361.542,0	-478.072,0	-11,8	-22,6	-34,4	-45,5
France (2) {	1999-2006	-2.374,0	67.220,0	64.846,0	3.882,0	-0,1	3,7	3,6	0,2
	2007-2008	:	:	-83.578,0	-105.656,3	:	:	-4,3	-5,4
Italy	1999-2009	-56.194,7	103.105,1	46.910,4	-164.088,1	-3,7	6,8	3,1	-10,8
Cyprus	2002-2008	-13.590,0	9.300,5	-4.289,5	-8.218,9	-78,8	53,9	-24,9	-47,7
Luxembourg	1999-2008	:	:	73.680,6	:	:	:	187,3	:
Malta	2004-2009	-4.523,8	3.709,9	-813,9	:	-79,2	65,0	-14,2	:
Netherlands	1999-2009	632.959,0	-245.438,0	387.521,0	330.305,0	111,0	-43,0	68,0	57,9
Austria	1999-2009	2.048,7	101.679,2	103.727,9	43.475,3	0,7	36,7	37,5	15,7
Portugal	1999-2009	:	:	-136.055,7	-79.634,0	:	:	-83,0	-48,6
Slovenia	1999-2009	:	:	-3.929,1	-8.154,1	:	:	-11,3	-23,4
Slovakia	1999-2009	26.825,5	-39.129,2	-12.303,7	-19.061,2	42,4	-61,8	-19,4	-30,1
Finland	1999-2008	:	:	105.157,0	80.864,0	:	:	61,5	47,3

Tabella 1: Interscambio commerciale e saldo del conto capitale della UE17. Fonte: elaborazioni Nens su dati EStat. (1) l'indeb./accr. netto dell'Irlanda non include l'acquisizione netta di attività non prodotte e non finanziarie; (2) Per la Francia

l'ultimo dato disponibile per il commercio intra ed extra-EZ risale al 2006. Dal 2006 in poi i dati si riferiscono solo allo scambio con la UE27, i Paesi Terzi e le Org. Int.

Sul versante dei paesi in rosso, i deficit commerciali più ampi sono quelli di Portogallo (-83.0 per cento) e Grecia (-78.8 per cento), mentre su livelli decisamente più contenuti si trovano quelli di Estonia (-36.7 per cento), Spagna (-34.4 per cento), Cipro (-24.9 per cento), Slovacchia (-19.4 per cento), Slovenia(-11.3 per cento) e Francia (-1.2 per cento).

Volendo scomporre questo dato per mercati di sbocco, la tabella riporta esperienze nazionali profondamente diverse tra loro. Degli 8 paesi virtuosi, solo 3 di essi, nello specifico Austria, Belgio e Germania, possono vantare saldi positivi sia nell'intra che nell'extra-EZ. Per gli altri 3 paesi virtuosi di cui è possibile ricostruire la composizione geografica dell'export – mancano infatti di dati di Lussemburgo e Finlandia –, solo l'Italia risulta essere in rosso nell'intra-EZ e in nero nell'extra-EZ, mentre per Olanda e Irlanda vale esattamente il discorso opposto. Per questi ultimi due paesi i saldi all'interno della EZ mostrano una elevata esposizione nei confronti dell'unione della propria struttura produttiva, con valori che si aggirano intorno a, rispettivamente, 111.0 e 83.3 per cento del proprio PIL.

Passando ai paesi in deficit, Grecia e Spagna sono gli unici paesi a registrare deficit commerciali sia dentro che fuori l'EZ. Il dato della Grecia è ovviamente il più allarmante (-30.1 per cento nell'intra-EZ e -48.7 per cento nell'extra-EZ), mentre per la Spagna a preoccupare è più che altro il dato dell'extra-EZ, il cui livello supera il 20 per cento del PIL ed è in fase di crescita. Per il resto dei paesi in rosso spiccano i dati delle due isole-nazione (Malta e Cipro), molto esposte all'interno della EZ ma saldamente in nero al di fuori di essa, l'elevato deficit al di fuori della EZ della Slovacchia, il cui livello sfiora il 62 per cento del proprio PIL, ed il progressivo peggioramento dell'interscambio intra-EZ della Francia. Per quest'ultimo paese un approfondimento su dati mensili evidenzia un progressivo indebolimento delle imprese francesi nei confronti delle rivali estere, indebolimento che ha finito per innescare la polemica nei confronti della Germania.

I differenziali di competitività di Germania, Francia e Italia.

Oltre che a fotografare il forte squilibrio macroeconomico della UE17 che si è venuto a creare all'indomani dell'introduzione dell'euro, la tab. 1 evidenzia la forza commerciale della Germania, vera signora del commercio estero della UE. Ma da cosa deriva la forza commerciale della Germania nell'interno dell'eurozona? E' possibile affermare che essa sia dovuta alla scomparsa delle monete nazionali? Per rispondere a questa domanda è necessario analizzare il livello di competitività di ogni paese e per fare ciò si farà ricorso a due indici di competitività:

1. il tasso di cambio effettivo reale (TCER);
2. il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP).

Il TCER è un indice di competitività di prezzo di un'area economica rispetto ad un certo gruppo di aree economiche concorrenti. Esso si costruisce aggiungendo alle informazioni sull'evoluzione dei tassi di cambio anche le informazioni sull'evoluzione dei prezzi nelle aree economiche considerate attraverso l'utilizzo di opportuni indici di prezzo (ad esempio indice dei prezzi al consumo o il costo unitario del lavoro). I pesi utilizzati nella ponderazione della media si basano, di norma, sull'entità dei flussi di commercio verso le aree concorrenti in modo da dare maggiore importanza ai prezzi delle aree con le quali si ha un maggiore interscambio commerciale. L'interpretazione dell'indice è quindi che ad un incremento corrisponde una diminuzione della competitività di prezzo dell'area, mentre ad un decremento corrisponde un aumento di competitività dell'area.

Il CLUP è invece un indice di competitività di costo calcolato come rapporto tra i redditi da lavoro dipendente, di solito per unità standard di lavoro, e la produttività del lavoro. La dinamica del CLUP, in

genere segnalata attraverso l'andamento nel tempo del suo tasso di crescita, è indicativa di come variano le condizioni di costo di una economia. L'interpretazione dell'indice è identica a quella del TCER.

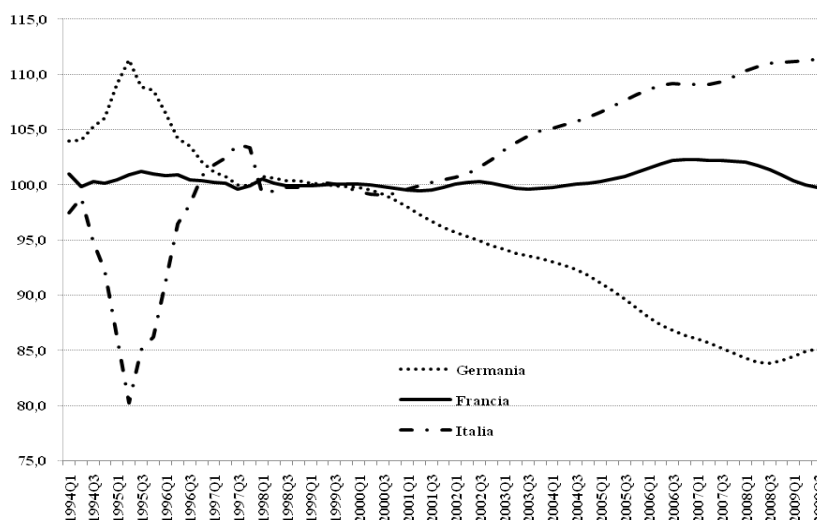


Figura 1: Andamento dei tassi di cambio reali effettivi delle prime tre economie della UE17. Numeri indice: 1999=100 - Fonte: EStat

La fig. 1 mette a confronto l'andamento del TCER di Francia, Germania e Italia dal 1994 al 2009. L'indicatore di prezzi usato per la costruzione del TCER è il costo unitario del lavoro. Dal grafico è evidente come i rapporti di forza tra questi tre paesi si invertano proprio in concomitanza con l'avvicinarsi dell'introduzione dell'euro. Dei tre paesi, l'Italia è indubbiamente quello che meno di tutti ha saputo adeguarsi alle novità introdotte dalla moneta unica, mentre per la Germania vale l'esatto contrario. Per l'economia tedesca il crollo del proprio TCER si spiega a partire dal taglio dei salari reali che ha caratterizzato la politica economica tedesca sul finire degli anni novanta.

In definitiva, la fig. 1 sembra sostenere le critiche di Parigi e confermare la tesi che, una volta scomparse le monete nazionali e fissati i vari rapporti di cambio, l'economia tedesca sia riuscita a portare verso il basso il proprio tasso di cambio effettivo attraverso accurata politica di deflazione del proprio salario reale.

Passo successivo è ora quello di capire se alla politica deflazionistica della Germania abbia fatto seguito un aumento della produttività del lavoro. E ciò, come mostra la fig.2, è esattamente quello che è avvenuto. In poco meno di dieci anni – dal 1999 al 2008 – il CLUP tedesco si è ridotto di quasi 20 punti percentuali, contro una riduzione di poco meno del 15 per cento di quello francese ed una sostanziale stabilità di quello italiano. Questo significa che in rapporto alla Germania, in 10 anni di moneta unica la Francia ha perso all'incirca il 5 per cento della propria competitività, mentre per l'Italia questo dato si aggira intorno al 20-21 per cento. Va notato che mentre la caduta del CLUP della Francia si arresta intorno alla metà del 2006, quello della Germania ha continuato a flettere fino all'insorgere della crisi finanziaria (inizi del 2008). Per l'Italia, invece, a partire dal 2007 il CLUP ha cominciato a salire fino a raggiungere il picco in prossimità dell'inizio del 2009.

La perdita di competitività rispetto alla Germania di Francia e Italia si spiega sia a partire dalla maggior crescita della produttività del lavoro (generata da una maggiore propensione all'innovazione dei tedeschi, da una maggiore dimensione delle loro imprese e da una più efficiente organizzazione del lavoro), sia da un diverso schema di crescita delle retribuzioni lorde di questi tre paesi. Nel corso di questi dieci anni di euro il costo del lavoro orario reale in Germania si è ridotto del 2.3 per cento, mentre in Italia e Francia esso è cresciuto del 2.8 e del 1.7 per cento.

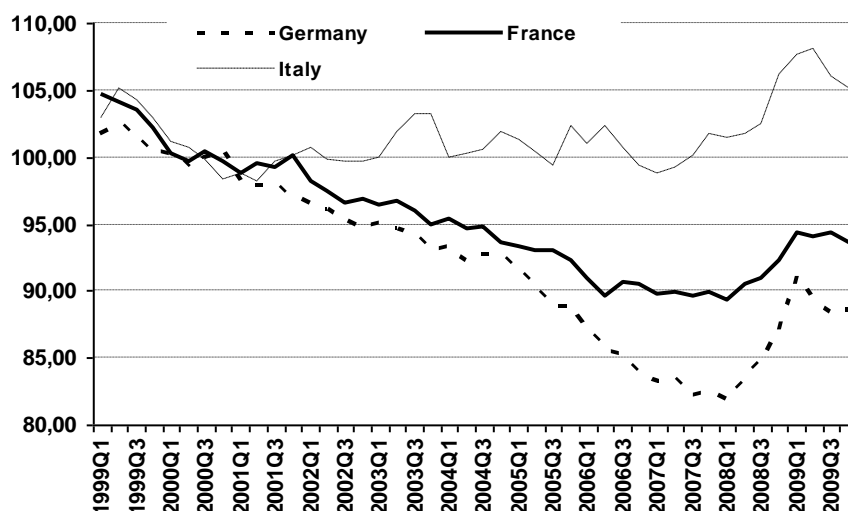


Figura 2: Andamento del CLUP delle prime tre economie della UE17. Numeri indice: 1999=100. Fonte: elaborazioni Nens su dati EStat.

Sul fronte della produttività le cose per il Nostro Paese sono andate pure peggio! Mentre in Germania e Francia la produttività reale oraria del lavoro è complessivamente cresciuta dell'11.8 e dell'13.2 per cento, in Italia lo stesso dato mostra una crescita di solo lo 0.6 per cento.

Mettendo assieme questi dati è più che mai chiaro il motivo che ha spinto Parigi ad accusare Berlino di aver sfruttato l'euro a suo uso e costume. Se invece di comprimere il proprio salario reale la Germania avesse intrapreso una politica diversa, probabilmente i gap di produttività tra imprese francesi e tedesche sarebbero più contenuti ed oggi si commenterebbe un quadro macroeconomico meno sbilanciato verso la Germania e una dialettica politica più distesa e meno contrapposta.

Per quanto riguarda l'Italia, è chiaro che la caduta di competitività delle nostre imprese sia il risultato di un costo del lavoro cresciuto troppo nel corso degli anni e di un contributo praticamente nullo della produttività reale del lavoro. Viene quindi da chiedersi se (e fino a che punto) è possibile intraprendere una politica di riduzione del costo orario del lavoro attraverso una diminuzione dei salari nominali. Benché rispondere a questa domanda non è mai facile, affrontarla in un momento di ripresa lenta ed incerta dell'economia non è affatto auspicabile visto che negli ultimi due anni e mezzo la crescita reale dei salari è stata pressoché nulla (appena lo 0.4 per cento dal I trim. 2008 al III trim. 2010). Una possibile alternativa potrebbe essere quella di ridurre gli oneri sociali, ma è possibile fare ciò senza creare problemi di finanza pubblica?

Il dibattito sugli squilibri macroeconomici e le proposte avanzate

Il riassetto macroeconomico delle bilance commerciali della EZ è ormai diventata un'esigenza che coinvolge l'intera UE27. Le proposte in campo sono sostanzialmente due ed entrambe vedono nella Germania l'attore principale. Secondo questa visione, il riassetto macroeconomico potrebbe avvenire attraverso:

1. una politica fiscale espansiva che, attraverso un aumento transitorio della spesa per consumi pubblici e/o una riduzione delle imposte sul reddito una tantum, aumenti il reddito disponibile delle famiglie e sposti verso destra la domanda nazionale netta tedesca;

2. una politica dei redditi volta a far aumentare i salari reali e quindi, attraverso un aumento del reddito reale, un aumento della spesa per consumi finali delle famiglie.

La prima via ha almeno due controindicazioni importanti che risiedono, in primo luogo, nell'impossibilità da parte del governo di Berlino di assicurare l'esatta corrispondenza tra aumento del reddito disponibile e consumi nazionali, ed in secondo luogo nelle ripercussioni sui conti pubblici che questo tipo di intervento inevitabilmente avrebbe. Nulla infatti impedirebbe alle famiglie tedesche di canalizzare l'eventuale aumento del loro reddito disponibile in un aumento del proprio risparmio o, diversamente da quanto sperato in sede europea, in un aumento della quota di consumi in beni nazionali. Per quanto concerne le ripercussioni sulla finanza pubblica tedesca, a meno che non si voglia neutralizzare l'effetto propulsivo dal lato della domanda con un concomitante aumento delle entrate, una politica fiscale espansiva di questo tipo non potrà che essere finanziata attraverso un aumento del debito, cosa abbastanza improbabile se si pensa a come la società tedesca faccia molta attenzione alla pulizia dei propri conti pubblici.

Per quanto riguarda la seconda via, questa opzione potrebbe risultare la più problematica dal punto di vista attuativo per almeno due ordini di motivi. In *primis*, un aumento dei salari reali significherebbe indebolire le imprese tedesche dal punto di vista della competitività. Buona parte della forza delle esportazioni tedesche (circa il 40 per cento) riguardano l'eurozona e beneficiano a piene mani della politica di riduzione dei salari reali che, a partire dal 1999, ha visto governo, imprese e sindacati, concentrare i propri sforzi in vista di un rafforzamento della competitività delle imprese tedesche e di un rilancio della produzione nazionale. Intraprendere oggi una politica dei redditi volta a far crescere i salari reali, significherebbe per il governo della Merkel: (1) mettere a repentaglio il modello di crescita export-led della Germania, (2) entrare in un tunnel buio in cui nessuno saprebbe indicare la via d'uscita verso un nuovo schema di crescita di lungo periodo vincente quanto quello export-led a cui la Germania dovrebbe rinunciare. In secondo luogo, la revisione verso l'alto dei salari reali richiederebbe tempi di attuazione lunghi, sia perché potrebbe incontrare la resistenza di tutti quei soggetti economici negativamente interessati dalla manovra, sia perché, per loro natura, politiche di questo tipo non hanno effetti immediati di breve periodo.

Un'alternativa possibile all'aumento della domanda aggregata tedesca passa per una ristrutturazione di tutti i modelli crescita nazionali. Questa alternativa, caldeggiata anche dal Governatore Draghi, dovrebbe consistere nell'introduzione di politiche economiche per la competitività volte a ridurre i gap di competitività attraverso una riduzione del TCER. In altre parole, queste politiche dovrebbero trasformare il modello di crescita delle economie nazionali in un modello *export-led* simile a quello tedesco e ridurre il gap di competitività che le imprese della EZ hanno nei confronti di quelle tedesche.

Quest'ultima soluzione ha sì il pregio di evitare polemiche e scontri a livello europeo, ma anche il grande difetto di non affrontare il tema del mancato coordinamento di politica economica a livello europeo. Lasciare che ogni paese dell'unione possa intraprendere una politica di riduzione del proprio TCER non elimina affatto l'anomalia di cui si parlava prima, mentre invece rischia di innescare una spirale di concorrenza a chi è più bravo a deflazionare i propri salari. Per meglio comprendere questo punto è bene ricordare che il commercio intra-EZ è un gioco a somma zero in cui ad una situazione di export netto positivo deve corrispondere un'altra con export netto negativo. Se tutti i paesi dell'euro-gruppo diventassero di colpo *export-led* nessuno sarebbe in grado di garantirsi un futuro fatto di ampi avanzi commerciali perché qualcuno, dall'altra parte dell'Europa, deve per forza di cose comprarli questi prodotti. A completamento del ragionamento va detto che politiche di questo tipo richiedono uno sforzo di concertazione, specie col mondo del lavoro, non indifferente che in periodi di vacche magre come quelli che stiamo vivendo difficilmente ha speranze di essere portato avanti. In sostanza: se si vuole passare ad un modello *export-led* bisogna farlo in fretta e prima degli altri, restando consapevoli che non necessariamente il successo dell'operazione è assicurato. E un paese come il nostro, in cui l'organizzazione e la ricomposizione del conflitto sociale sono

tutt'altro che fluide, difficilmente riuscirebbe a deflazionare in maniera veloce ed indolore il proprio salario reale.

Un puzzle difficile da ricomporre

La storia ci insegna che la longevità di un'area monetaria ottimale dipende dalla capacità con cui i governi nazionali sono in grado di sincronizzare tra loro i propri cicli economici reali. Ciò richiede non soltanto l'abbandono dell'indipendenza della propria politica monetaria ma anche un valido coordinamento delle politiche di bilancio nazionali. E' dunque necessario che il riequilibrio macroeconomico dell'EZ riveda il modello di integrazione economica sia attraverso la creazione di nuovi meccanismi di coordinamento delle politiche di bilancio nazionali, sia attraverso una nuova *road-map* per la BCE che metta al primo posto il riassetto macroeconomico dell'EZ e le prospettive di crescita dell'intera UE. Più concretamente, la ristrutturazione del modello europeo dovrebbe andare nella direzione di accentuare il peso della domanda interna rispetto a quella esterna in modo da intraprendere un nuovo sentiero di sviluppo diverso dallo schema *export-led* di Cina e Germania, e più vicino a quello *domestic-orientated* degli Stati Uniti.

Durante la fase di transizione dal vecchio al nuovo schema di sviluppo, i paesi con ampi surplus nell'intra-EZ saranno quelli che più di tutti dovranno sostenere la fase di riequilibrio macroeconomico. In molti di questi paesi, Germania e Paesi Bassi in testa, le politiche economiche *export-orientated* degli ultimi anni – eccessivamente aggressive verso l'EZ – hanno portato a un livello eccessivamente basso di consumi e di investimenti. Per questi paesi sarebbe dunque auspicabile una fase di disavanzo della finanza pubblica la cui durata dipenderà dalla velocità con cui i disavanzi intra-EZ delle partite correnti nazionali tenderanno a scomparire nel tempo. Per rendere efficaci tali politiche è comunque necessario che essi vivano anche una stagione di correzione delle proprie dinamiche salariali in grado da spostare verso l'alto i propri TCER nei confronti degli altri membri della EZ.

Per i rimanenti paesi in deficit sarà invece indispensabile affrontare una fase di riforma delle proprie economie che li porti a: (1) ampliare la propria disponibilità a cooperare in tema di finanza pubblica in modo da manovrare, soprattutto attraverso strumenti di politica fiscale, sulla propria domanda aggregata; (2) intraprendere politiche di crescita e sviluppo incentrate sul rafforzamento della produttività del lavoro ed il miglioramento della qualità dei propri prodotti e servizi; (3) favorire un maggiore impegno a comprimere i propri gap di competitività nei confronti dei paesi più virtuosi della EZ, agganciando la crescita dei propri salari reali al ritmo di espansione della produttività.

Tutto ciò richiederà una politica monetaria accomodante da parte della BCE capace di garantire, almeno nella fase iniziale dell'aggiustamento, il protrarsi dell'attuale fase di bassi tassi d'interesse. Ovviamente, il rischio è che una politica di bassi tassi d'interesse venga recepita dai mercati come una segnale di apertura, da parte della BCE, verso una stagione di inflazione crescente per l'intera EZ e di tolleranza verso l'assunzione, da parte degli operatori finanziari, di atteggiamenti speculativi all'interno del mercato monetario (ad es. *carry trade*), situazioni, queste, cui la BCE può contrapporre strumenti monetari diversi dai tassi ufficiali di riferimento.