

## UNIFICAZIONE TEDESCA E COLLASSO DELL'ERM

Come vedremo meglio in seguito, gli anni novanta sono stati un periodo favorevole per l'economia degli Stati Uniti. Non si può dire lo stesso per l'economia degli stati europei. L'unificazione tra la Germania dell'est e quella dell'ovest nel 1989 costituisce l'evento di maggior rilevanza. Lo è per due motivi: la Germania ovest era la più grande economia europea ed inoltre essa giocava un ruolo chiave nella conduzione della politica monetaria di tutta l'area. Questo ruolo centrale era in essenza legato all'operare dell' *Exchange Rate Mechanism* (ERM) del Sistema Monetario Europeo: molti paesi europei avevano effettivamente rinunciato con l'adesione all'ERM alla conduzione di una politica monetaria autonoma, la qual cosa avrebbe poi condotto alla fine degli anni novanta alla creazione di un'area valutaria comune. Al fine di comprendere l'impatto dell'unificazione tedesca sugli altri paesi europei è quindi necessario chiarire brevemente le modalità di funzionamento dell'ERM e le ragioni che hanno portato i paesi europei ad aderirvi. Si tratta di un passaggio indispensabile per approfondire i temi relativi al funzionamento dell'unione monetaria. Il modello IS-PC-MR costituisce un utile strumento per porre a confronto due diverse spiegazioni dell'adesione all'ERM: una in termini di 'credibilità', l'altra in termini di effetti 'disciplinari'. Faremo poi riferimento al modello di economia aperta di medio periodo per discutere il modo in cui la fissazione del tasso di cambio può favorire la disinflazione.

La motivazione principale per la creazione dell'ERM nel 1979 era legata alla necessità di creare stabilità del cambio, in quanto cambi fluttuanti erano visti come un ostacolo allo sviluppo di un mercato europeo più integrato. Sebbene l'ERM fosse formalmente un sistema simmetrico senza nessun paese chiamato a svolgere un ruolo dominante, esso divenne di fatto un sistema asimmetrico in cui la Germania ovest era il paese che emetteva la valuta chiave (il marco tedesco). La Bundesbank emerse in tal modo quale banca centrale dominante dell'area. Si trattava del risultato di una serie di circostanze strettamente collegate tra loro:

- (1) la forte reputazione della Banca centrale tedesca di avversione all'inflazione, percepita dagli altri paesi come uno strumento in grado di avviare e assicurare il buon esito di un processo di deflazione in paesi con banche centrali dalla scarsa reputazione anti-inflazionistica;
- (2) i benefici per gli altri paesi derivanti dal 'legarsi le mani' in termini di politica monetaria, scaricando responsabilità interne sulla Bundesbank;
- (3) l'interesse comune ai paesi europei ad ottenere la disinflazione come obiettivo primario di politica economica.

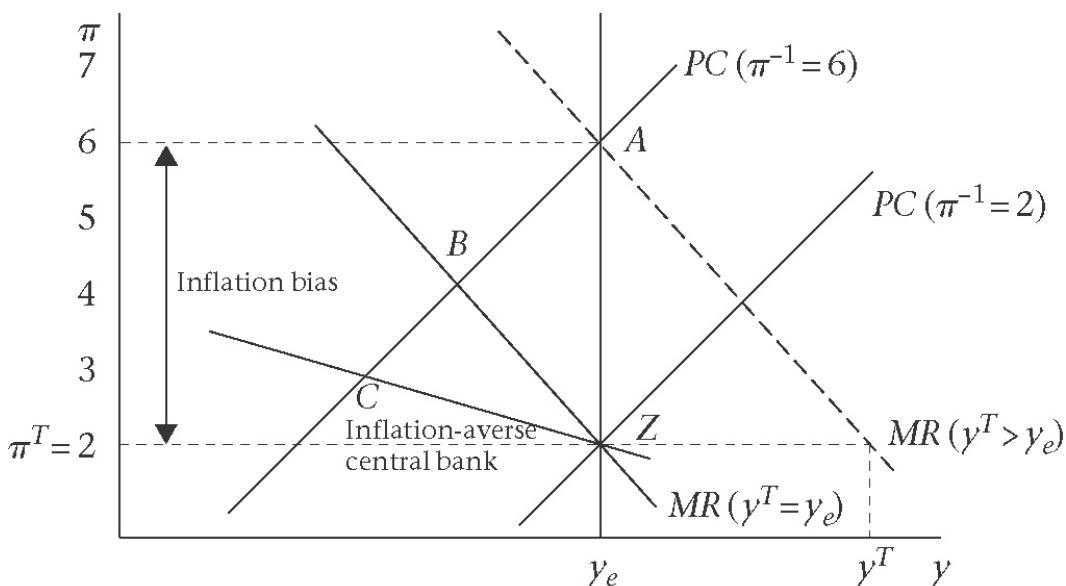
Quindi, sebbene la motivazione principale per stabilire un sistema di tassi di cambio bloccati derivasse dal timore che le fluttuazioni del cambio esercitassero effetti negativi sugli investimenti e gli scambi commerciali, l'assetto effettivo dell'ERM ed il ruolo centrale in esso giocato dalla Germania era il risultato dell'obiettivo deflattivo che tutti i paesi dell'area avevano assunto come primario. In particolare, questi paesi miravano ad ottenere inflazione bassa e stabile ed erano scettici circa la possibilità di conseguire tale obiettivo in un regime di autonomia della politica monetaria e di tassi di cambi non stabilizzati.

La banca centrale fulcro del sistema, la Bundesbank, aveva una consolidata reputazione di organismo tanto interessato all'obiettivo di bassa inflazione, quanto in grado di conseguirlo. Per molti altri paesi, parte degli anni settanta erano trascorsi nel vano sforzo di ridurre l'inflazione, ed essi pensarono che 'legandosi le mani' agganciando la loro valuta al marco tedesco questo obiettivo potesse essere finalmente conseguito. Furono individuati due diversi canali attraverso i quali ciò sarebbe potuto avvenire. Il primo è generalmente indicato come l'ipotesi di 'credibilità'. Agganciando la propria valuta al marco tedesco, si sperava di

influenzare direttamente le aspettative inflazionistiche di imprese e sindacati. In teoria ciò avrebbe consentito riduzioni indolore dell'inflazione, con spostamenti verso il basso della curva di Phillips di breve periodo generati senza necessariamente creare disoccupazione elevata. Prima di chiarire i motivi per cui l'ERM può essere attrattivo per un paese che deve avviare un processo di disinflazione, utilizziamo il modello a 3 equazioni per chiarire come la disinflazione possa essere ottenuta in un'economia chiusa. Nella figura 1, consideriamo un paese ad alta inflazione che si trova inizialmente al punto A, con un bias inflazionistico del 4%, ovvero con inflazione costante al 6% ed un target inflazionistico al 2%. Le ragioni del bias inflazionistico sono da ricondurre ad un output target sopra il livello di produzione di equilibrio. Noi possiamo vedere come, in teoria, una disinflazione senza sacrificio occupazionale possa avvenire:

- i) se l'obiettivo della banca centrale può essere mutato in modo che  $y^T = y_e$ , la MR si sposta a sinistra ed interseca  $y = y_e$  e  $\pi = \pi^T$  in corrispondenza di Z;
- ii) se il cambio di orientamento della politica monetaria ha un effetto immediato sulle aspettative di imprese e sindacati e non vi è inerzia inflazionistica, la curva di Phillips 'salta' immediatamente in Z.

Fig. 1



Ciò lascerà l'occupazione immutata e l'inflazione raggiungerà immediatamente il target del 2%. E' questo il caso della 'disinflazione senza costi', ottenibile in teoria grazie a cambiamenti di natura istituzionale quali ad esempio l'assicurare l'indipendenza della banca centrale dal governo.

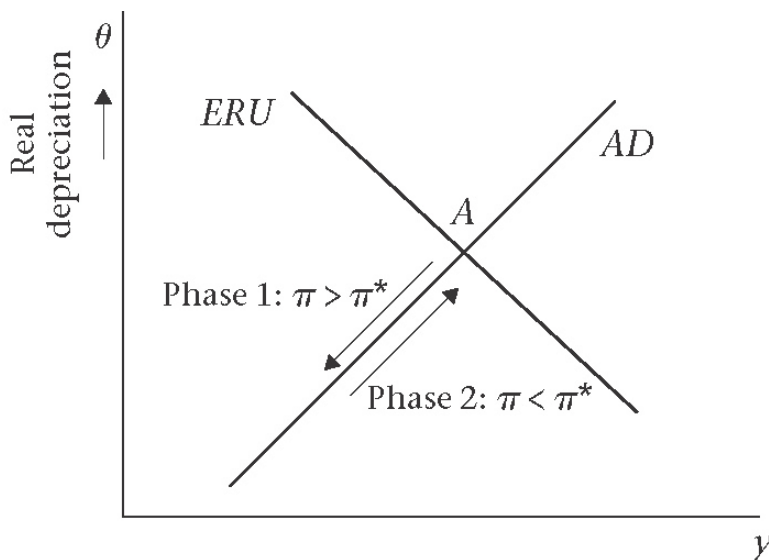
Tuttavia, se vi è inerzia inflazionistica, sebbene la MR si sposti a sinistra, l'economia si muoverà lungo la PC di breve periodo con inflazione attesa pari al 6%. La disinflazione è costosa: essa può essere conseguita solo se la disoccupazione aumenta. La disinflazione avrà luogo lungo la MR dal punto B al punto Z. Se il cambiamento istituzionale ottenuto garantendo l'indipendenza della banca centrale ha anche l'effetto di incrementare l'avversione del responsabile di politica monetaria alle deviazioni dell'inflazione dal target, la nuova MR non solo si sposta a sinistra ma diventa più piatta. La disinflazione è più rapida, ma richiede più elevati sacrifici occupazionali (punto C).

Se il cambiamento istituzionale produce una disinflazione senza costi, o una riduzione dei costi della disinflazione si parla di 'ipotesi credibilità'. Si tratta di un'ipotesi in contrasto con l'

‘ipotesi effetto disciplinare’: in quest’ultima circostanza il cambiamento istituzionale è necessario per rendere la disinflazione possibile, ma non vi è alcun motivo per cui essa debba avvenire senza costi occupazionali (anzi avviene proprio perché genera costi occupazionali). Nell’esaminare gli effetti dell’assunzione di un sistema di cambi fissi sul processo disinflattivo la precedente analisi deve essere qualificata. In realtà, l’ERM non era un vero e proprio sistema a cambio fisso, ma è in ogni caso utile ragionare come se lo fosse al fine di evidenziare gli elementi nuovi che l’analisi di un’economia aperta introduce. Naturalmente non vi è più nessuna MR per un paese che, avendo assunto un sistema di cambi fissi, non ha più una politica monetaria autonoma. In che modo avviene la disinflazione? In assenza di inerzia inflazionistica, l’assunzione di tassi di cambio fissi, se credibile, comporterà una riduzione immediata dell’inflazione ai livelli di quella del paese responsabile della conduzione della politica monetaria - la Germania nel caso dell’ERM. Attraverso i cambi fissi, i paesi europei assumevano l’inflazione tedesca come inflazione target.

Per capire come invece avviene la disinflazione in presenza di inerzia inflazionistica, consideriamo il caso in cui il tasso di cambio nominale è fissato, ma il comportamento di imprese e salariati non si adegua immediatamente. Un plausibile scenario iniziale è quello di un paese in regime di cambi flessibili con un’inflazione costante maggiore di  $\pi^*$  (inflazione estera); esso è in equilibrio di medio periodo con un tasso di cambio reale costante, vale a dire con un tasso di cambio nominale che si deprezza ad un tasso costante pari al differenziale inflazionistico:  $\frac{\Delta e}{e} = \pi - \pi^*$ . Se il tasso di cambio nominale viene quindi fissato nei confronti dei principali partners del commercio estero, la più elevata inflazione interna ridurrà la competitività. L’economia si muoverà verso sud-ovest lungo la curva AD della figura 2. Ciò ridurrà l’inflazione per due diversi motivi:

Fig.2



- i) la disoccupazione cresce, generando scarto salariale negativo e quindi riduzione del tasso di crescita del salario nominale;
- ii) a causa del ridotto costo reale delle importazioni, a parità di occupazione, un più basso incremento del salario nominale, assicurerà lo stesso salario reale. Quando l’inflazione diventa minore di quella estera, la competitività inizia a crescere e l’economia tornerà sulla ERU. In A l’occupazione è immutata ma  $\pi = \pi^*$ . La disinflazione è stata ottenuta ma al costo di una fase di elevata disoccupazione.

Confrontiamo allora le opzioni che si presentano ad un'economia aperta ad elevata inflazione: è possibile ottenere la disinflazione mantenendo l'autonomia della politica monetaria e tassi di cambio flessibili, grazie ad un regime di inflation targeting. In analogia con l'economia chiusa, l'adozione di questo regime può richiedere l'indipendenza della banca centrale. Alternativamente, il paese ad alta inflazione può legare il suo cambio a quello di un paese a bassa inflazione. Quest'ultima opzione può essere attraente se il governo del paese ad alta inflazione dubita della sua capacità di conseguire l'obiettivo di politica monetaria, anche in un contesto istituzionale di formale indipendenza del banchiere centrale. Questo governo potrebbe anche credere che rinunciando alla possibilità di operare una politica monetaria autonoma le aspettative di imprese e sindacati saranno favorevolmente influenzate. Vi sarebbe infine l'indubbio vantaggio offerto dal 'legarsi le mani' e quindi deresponsabilizzarsi nei confronti dell'interno e allentare le pressioni politiche avverse all'obiettivo anti-inflazionistico.

Ritorniamo all'ERM. Richiamiamo le assunzioni necessarie affinché l'adozione di un tasso di cambio fisso comporti la totale perdita della sovranità monetaria: l'economia deve essere piccola, deve esservi perfetta mobilità dei capitali, e i titoli interni ed esteri devono essere perfetti sostituti. Come chiarito dalla condizione di parità scoperta del tasso di interesse, è in questo caso impossibile condurre una politica monetaria autonoma mantenendo una credibile fissazione del tasso di cambio  $e_t = e_{t+1}^E$ . Nel contesto dello SME, i controlli sui movimenti di capitale furono smantellati e la mobilità internazionale dei capitali si accrebbe notevolmente nel corso degli anni ottanta. Applicando la UIP nel contesto dell'ERM, risulta evidente come ogni tentativo di fissare un tasso di interesse al di sotto di quello della Germania avrebbe generato o una perdita di riserve della banca centrale oppure una svalutazione. Sebbene l'ERM operasse con bande di fluttuazione, per molti paesi esse erano molto ristrette, consentendo rispetto alle parità centrali un'oscillazione di solo il  $\pm 2,5\%$ . I paesi membri quindi non potevano che:

- a) allinearsi alla politica monetaria dei tedeschi;
- b) cercare di ottenere un riallineamento delle parità all'interno dell'ERM;
- c) lasciare l'ERM.

L'assenza di credibilità nell'ERM da parte dei mercati finanziari implicava che le banche centrali dei paesi appartenenti al sistema dovessero frequentemente innalzare i tassi di interesse al fine di impedire al tasso di cambio di uscire dalla banda di oscillazione. In concreto, l'ERM è stato un meccanismo lontano da un regime di tassi fissi puro e, nei suoi primi anni di vita, numerosi riallineamenti sono stati effettuati. In tal senso, è possibile individuare tre fasi dell'ERM, durante le quali l'effetto disciplinare è divenuto via via più forte. Si consideri, ad esempio, il caso della Francia. Tra il 1979 e il 1983 il cambiamento percentuale del tasso di cambio nominale è stato all'incirca pari al differenziale inflazionistico rispetto alla Germania. Pertanto, in questo primo periodo non si è verificato in Francia nessun apprezzamento reale, non attivandosi pertanto nessuna pressione in senso deflazionistico. Viceversa, tra il 1984 e il 1987 le variazioni del tasso di cambio nominale sono state notevolmente inferiori al differenziale inflazionistico, determinando in tal modo un apprezzamento reale, output calante, disoccupazione crescente e riduzione dell'inflazione (movimento lungo la curva AD verso sud-ovest). Nella fase finale tra 1988 e il 1992 non fu effettuato alcun aggiustamento del cambio nominale e nel 1991 l'inflazione in Francia era più bassa che in Germania.

Per quanto riguarda la questione dei costi della disinflazione nell'ERM è utile muoversi lungo le linee illustrate per l'economia chiusa, calcolando i tassi di sacrificio. Effettuando il calcolo

per i primi anni ottanta, i risultati suggeriscono che l'adesione all'ERM non ha ridotto i costi occupazionali della disinflazione, sia rispetto all'area ERM in altri periodi sia rispetto ai paesi non appartenenti all'area. Un confronto tra Francia e UK è particolarmente significativo: i tassi di sacrificio sono simili nei due paesi ed in entrambi i casi si sono accresciuti negli anni ottanta. L'ERM ha forse aiutato la Francia ad operare la disinflazione ma non ha ridotto i suoi costi occupazionali. La disciplina, piuttosto che la credibilità, sembra essere la spiegazione dell'efficacia della disinflazione operata attraverso l'ERM.

### **L'unificazione tedesca**

Durante la fase 'dura' dell'ERM, quando i paesi del sistema si impegnarono a non effettuare alcun riallineamento nominale, ebbe luogo la riunificazione tedesca. Riassumiamo brevemente i dati relativi alle economie delle due Germanie. Nel 1989, con la caduta del muro di Berlino, emerse che i salari reali nell'est erano pari ad 1/3 dei salari reali nell'ovest. La produttività del lavoro nelle industrie che producevano per l'esportazione era pari nell'est ad 1/6 di quella ovest. Il GDP della Germania est era pari al 7% del GDP della Germania ovest (nell'est d'altro canto vivevano 16 milioni di tedeschi contro i 62 milioni dell'ovest). Con l'unificazione, l'abbandono della valuta dell'est (Ostmark) avvenne ad un tasso di cambio di 1 ad 1 rispetto al DM: 1 OM=1 DM. I sussidi del governo della Germania ovest assunsero la forma di:

- a) sussidi diretti alle imprese ai fini di ristrutturare e spezzare le imprese pubbliche dell'economia pianificata;
- b) sussidi all'investimento nell'area est;
- c) investimenti nell'est in infrastrutture, comunicazioni, trasporti, energia, etc.
- d) trasferimenti al sistema di sicurezza sociale per fornire nell'est pensioni e sussidi di disoccupazione paragonabili a quelli dell'ovest.

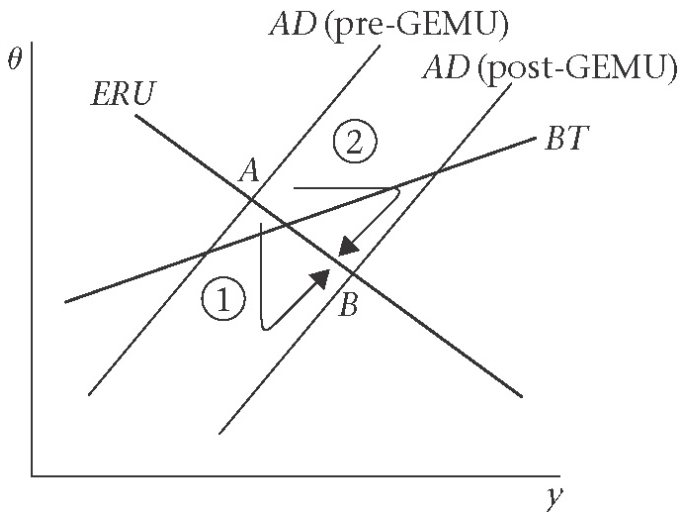
Intanto, l'economia dell'est subì un vero e proprio crollo. Nel 1991 il GDP dell'est era pari a solo 2/3 del suo livello del 1989, l'output industriale era ridotto ad 1/3 e la disoccupazione passò dallo 0% al 30%. La peculiarità di questa depressione (senza precedenti nelle economie industrializzate) era che gli standards di vita nell'est erano in parte preservati dai trasferimenti dall'ovest. L'assorbimento interno dell'est era notevolmente maggiore del suo output. Vi era pertanto un enorme deficit nel commercio estero, pari a circa il 75% del GDP dell'est, sostenuto da trasferimenti dall'ovest pari a circa il 50% del GDP dell'est nel 1991.

#### *La risposta della Germania ovest*

Passiamo ad analizzare le conseguenze dell'unificazione sulla Germania ovest e, indirettamente, sulle altre economie europee ad essa collegate. La figura 3 offre una rappresentazione stilizzata della posizione della Germania ovest nel 1989: essa era caratterizzata da un surplus della bilancia commerciale e da inflazione bassa e stabile (punto A). Come abbiamo notato in precedenza, la Germania ovest svolgeva un ruolo centrale nel fissare i tassi di interesse per tutta l'area ERM. Lo shock dell'unificazione per la Germania ovest prende la forma di uno shock di domanda tale da traslare a destra la curva AD. Buona parte dell'eccedenza dell'assorbimento sul prodotto nella Germania est si traduceva in maggiore domanda di prodotti della Germania ovest. Per la Germania ovest il nuovo equilibrio è nel punto B, con maggiore prodotto e occupazione, un deficit commerciale e una più bassa competitività. Il diagramma illustra due diversi percorsi di aggiustamento: il sentiero 1 implica un apprezzamento nominale tale da garantire il nuovo equilibrio con un

avvicinamento dal basso alla ERU; l'apprezzamento nominale consente poi un incremento dei salari reali e rimuove le pressioni inflazionistiche associate ai più alti livelli occupazionali.

Fig. 3



Il sentiero 2 mostra l'aggiustamento a tasso di cambio nominale dato, dove l'apprezzamento reale avviene grazie ad un'inflazione più elevata in Germania ovest rispetto ai suoi partners commerciali.

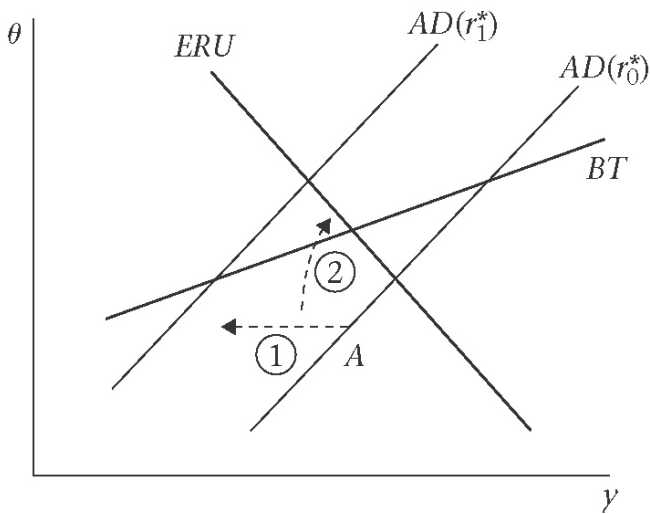
La Germania era legata da accordi di cambi fissi con i suoi partners commerciali, essendo l'ERM entrato nella sua fase 'dura'. In conseguenza il sentiero 1 non fu percorso: se lo fosse stato, gli sviluppi economici nei paesi europei avrebbero potuto essere molto diversi. Per comprenderne il motivo si considerino le conseguenze del sentiero 2: la più elevata domanda aggregata nella Germania ovest innalza l'output e l'occupazione generando pressioni inflazionistiche (l'economia è a destra della ERU). L'incremento dell'inflazione spinse la Bundesbank ad intervenire in accordo alla sua regola di politica monetaria incrementando i tassi di interesse. Se il riallineamento del tasso di cambio fosse stato consentito, la Germania ovest avrebbe potuto reagire allo shock dell'unificazione con un apprezzamento nominale del DM: ciò avrebbe contenuto le pressioni inflazionistiche e il nuovo equilibrio sarebbe stato raggiunto con un movimento al di sotto dell'ERU.

### *Il collasso dell'ERM*

Per un paese dell'ERM (diverso dalla Germania), la posizione iniziale nel 1989 può essere descritta dalla figura 4. Il paese è nella fase della disinflazione (punto A), con inflazione calante e disoccupazione al di sopra dell'equilibrio di medio periodo. Quando la Bundesbank innalzò i tassi di interesse, gli altri paesi membri dell'ERM dovettero fare lo stesso al fine di mantenere i propri tassi di cambio all'interno della banda di oscillazione. L'incremento del tasso di interesse tedesco è mostrato nella figura 4 come uno spostamento a sinistra della AD. L'effetto di ciò è ridurre ulteriormente il prodotto e l'occupazione (sentiero 1).

La posizione in cui i paesi dell'ERM (esclusa la Germania) vennero a trovarsi in seguito all'incremento dei tassi di interesse in Germania è alla base di una delle spiegazioni del crollo dell'ERM del 1992. E' evidente, dalla figura 4, che un deprezzamento del cambio (sentiero 2) avrebbe migliorato notevolmente le posizioni dei paesi ERM (esclusa la Germania) rispetto al sentiero 1. Un deprezzamento avrebbe incrementato la competitività contenendo la caduta dell'occupazione. Dal momento che la posizione iniziale di queste economie era al di sotto della ERU, vi era la possibilità che questo intervento non generasse pressioni inflazionistiche.

Fig. 4



Essendo il deprezzamento la risposta logica di politica economica (sebbene non contemplata dall'accordo di cambio), esso divenne fonte di speculazione finanziaria nel mercato dei cambi contro alcune valute dell'ERM. Una spiegazione lungo queste linee è stata utilizzata per chiarire i motivi degli attacchi del 1992 contro la sterlina, la lira italiana e la peseta spagnola. Il paese che invece difese la parità valutaria nonostante gli attacchi speculativi fu la Francia, confermando in tal modo la fermezza del suo impegno anti-inflazionistico.

Questa analisi suggerisce che l'accordo dell'ERM ebbe successo fino al momento in cui i paesi membri condivisero il medesimo obiettivo di politica economica: il conseguimento di un'inflazione bassa e stabile. Tuttavia, quando lo shock asimmetrico dell'unificazione tedesca generò una divergenza tra gli interessi dei paesi membri e un'incapacità di trovare un accordo circa il modo di ripartire tra essi il costo dell'aggiustamento, l'ERM entrò in crisi. Come notato prima, gli attacchi contro alcune valute dell'ERM furono largamente facilitati dall'assenza di controlli sui movimenti di capitale.

Un aspetto interessante del collasso dell'ERM concerne i determinanti del momento in cui gli attacchi ebbero luogo. Un'ipotesi pone l'attenzione sull'esito del voto danese contro Maastricht. L'idea è che questo voto pose in luce come i costi politici di un riallineamento in un singolo paese fossero divenuti minori in quanto il no aveva segnalato un generale clima di incertezza circa il progetto dell'unione monetaria.

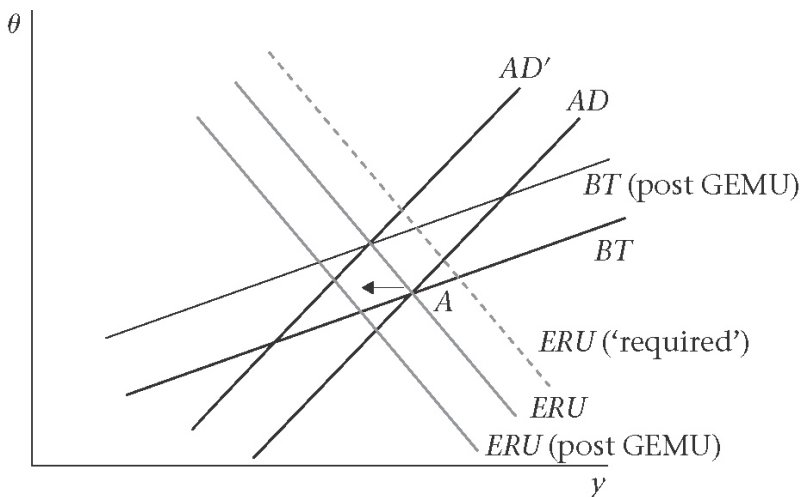
### Effetti di lungo periodo sulla Germania

La vicenda dell'unificazione è stata analizzata separatamente per la Germania ovest e la Germania est. Ma qual è stata la performance della Germania vista come entità unitaria nel corso degli anni novanta? In Germania, al boom dell'unificazione nel 1993 ebbe rapidamente seguito una severa recessione. Nel decennio a partire dal 1994 l'economia è cresciuta in media dell'1,4%, a fronte di una crescita di tutta la zona euro del 2,1%. La recessione fu in parte la conseguenza del boom di domanda del 1990, e in parte l'esito della politica monetaria restrittiva attuata per fronteggiare la conseguente pressione inflazionistica. La disoccupazione rimase relativamente alta durante tutto il decennio, mentre l'inflazione cadde dal 5% nel 1992 allo 0% nel 1998. Il tasso di cambio nominale si apprezzò del 20% tra il 1991 e il 1995, rimanendo invariato nel quinquennio successivo. Per la Germania nel suo complesso, l'unificazione rappresentò uno shock negativo del commercio estero: la capacità di

esportare della parte est del paese era molto bassa dati i salari reali determinatisi nell'est come esito dell'unificazione. L'economia nel suo complesso aveva inglobato un'area con un enorme deficit commerciale.

Nella figura 5 tutto ciò è mostrato dallo spostamento a sinistra delle curve AD e BT. Inoltre, la bassa dotazione di capitale della Germania est finiva per determinare uno shock negativo di produttività per il paese nel suo complesso. Anche la ERU si sposta a sinistra.

Fig. 5



L'ampliarsi del deficit pubblico associato all'unificazione e l'incremento di imposte necessario a finanziare parte delle accresciute uscite pubbliche accrescevano probabilmente la contrazione dei consumi privati: con il procedere del decennio, l'idea che la Germania est costituisse un profittevole progetto di investimento andò via via perdendo forza.

Diversamente da quanto in origine atteso, un processo di rapido *cath-up* della produttività nella Germania est non ebbe luogo. Al fine di contenere il declino dell'occupazione, la curva ERU avrebbe dovuto spostarsi a destra (come mostrato dalla ERU a tratto della figura). In altre parole, miglioramenti delle condizioni dell'offerta erano necessari per contenere gli effetti negativi dell'unificazione. La Germania necessitava di un deprezzamento reale nei confronti dei suoi principali partners commerciali, molti dei quali erano all'interno della zona euro. I salari reali dovevano cadere relativamente alla produttività per determinare un deprezzamento reale. Emergevano in tal modo le difficoltà connesse all'ottenimento di un deprezzamento reale quando il deprezzamento nominale non è disponibile. Una difficoltà addizionale era costituita dal fatto che sebbene un'inflazione più bassa in Germania era necessaria al fine di ottenere il deprezzamento reale, un'inflazione più bassa implicava tassi di interesse reali più elevati che in altri paesi membri, con l'effetto di ridurre ulteriormente l'investimento e le altre componenti della domanda sensibili al tasso di interesse.

Tuttavia, una diagnosi circa la debolezza della crescita tedesca nel corso degli anni novanta deve essere effettuata ponendo attenzione sullo stato permanentemente depresso della sola domanda domestica. Sebbene nella seconda metà degli anni novanta la domanda domestica è cresciuta in Germania molto meno che negli altri paesi dell'unione, le esportazioni nette hanno avuto una performance relativamente migliore, suggerendo che sin dal 1995 si è determinata un'inversione di tendenza dell'impatto negativo dell'unificazione sulla capacità di esportare del paese nel suo complesso. Grazie alla sua specializzazione in beni capitali e veicoli, la Germania ha beneficiato della forte crescita della domanda di beni di investimento proveniente dalla Cina. Essa ha inoltre beneficiato dell'opportunità di incrementare la sua competitività delocalizzando parte del ciclo produttivo nelle economie dell'ex blocco

sovietico, caratterizzate dalla presenza di mano d'opera qualificata e bassi costi del lavoro. In termini della figura 5, un'inversione dell'arretramento della BT e della ERU ha avuto luogo a partire dal 1995, senza tuttavia accompagnarsi ad uno spostamento a destra della curva AD, scaricando così tutto il peso del sostegno alla domanda aggregata sulle esportazioni nette e sulla crescita della competitività.