

UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE

L'euro: dal passato al futuro

Intervento del Governatore della Banca d'Italia

Mario Draghi

Milano, 21 marzo 2011

L'euro: un'idea che nasce da lontano

L'idea di una sola moneta, invece di un insieme di valute locali o nazionali, si fa strada nell'Europa moderna soltanto nella seconda metà dell'Ottocento. Come mai? Sarebbe naturale pensare che la moneta universale sia un'aspirazione senza tempo: ampliare il più possibile nello spazio geografico le funzioni classiche, quindi i vantaggi, della moneta.

Una spiegazione possibile sta nell'uso redistributivo che per secoli si è fatto della moneta: nel mondo classico, poi nel Medio Evo, la manovra monetaria – aumentare o diminuire il contenuto d'oro o d'argento dei pezzi metallici – è spesso strumento di appropriazione di risorse da parte del Principe; battere moneta è un attributo della sovranità. Nell'Ottocento si approda invece, dopo un lungo percorso, a definire il valore di una unità monetaria unicamente dalla quantità di metallo prezioso in essa contenuto; si proclama convertibile in metallo la moneta cartacea; la moneta viene “spoliticizzata”.

Concepire unioni monetarie diviene allora un esercizio possibile, posto che i candidati abbiano lo stesso standard, aureo o argenteo o bimetallico; basta accordarsi sul titolo, sul peso e sul taglio delle monete comuni da far circolare. Di una simile unione, l'Unione monetaria latina inaugurata nel 1865, fa parte anche l'Italia, insieme con la Francia, la Svizzera, il Belgio, la Grecia; avrà vita stentata, si scioglierà di fatto all'inizio del nuovo secolo. Miglior sorte avranno le unioni – quella svizzera, quella tedesca – realizzate all'interno di Stati federali.

Ma l'uso della moneta a fini di redistribuzione non è finito. Nonostante la nascita e il consolidarsi di istituzioni tecniche – le banche centrali – deputate a gestire l'emissione e la circolazione della moneta, almeno in caso di guerra questa torna a essere strumento di finanziamento dello Stato. La transizione alla moneta cartacea facilita il processo. Durante la prima guerra mondiale, il Governatore della Banca d'Italia Bonaldo Stringher annota che la Banca d'Italia “ha dato alla produzione di biglietti un impulso corrispondente a quello che hanno avuto le officine meccaniche per la produzione di proiettili”¹.

Dagli anni Venti e Trenta, segnati dalla Grande Depressione, lo strumento monetario torna, con il contributo di Keynes, nella cassetta degli attrezzi della politica economica. Le potenzialità dello strumento spingono le banche centrali, i governi che le controllano, a farne un uso intensivo, con finalità di controllo del ciclo economico ma anche di sostegno più o meno aperto alle finanze pubbliche. Il culmine di quella stagione giunge negli anni Settanta, decennio di alta inflazione. In Europa la Bundesbank tiene sostanzialmente al riparo l'economia tedesca da quegli eccessi; inizia allora una rivisitazione del ruolo delle banche centrali e degli obiettivi e strumenti della politica monetaria che troverà ampie applicazioni nel periodo successivo, fino a oggi.

Gli effetti rovinosi del secondo conflitto mondiale rilanciano fin dagli anni Cinquanta l'idea di una integrazione fra le economie europee,

¹ Banca d'Italia, *Adunanza generale ordinaria degli azionisti*, anno 1918, p. 49.

che sia al tempo stesso strumento di sviluppo e garanzia di pace. La creazione del Mercato Comune Europeo si accompagna alla più vivace stagione di crescita economica mai sperimentata sul continente. Per rinsaldare quei risultati e quasi con spirito utopistico, nel mezzo del disordine monetario internazionale, si progetta una moneta unica.

Il piano Werner del 1970, primo schema ufficiale di unione monetaria europea, non diverrà mai operativo; sarà però l'embrione da cui nascerà, quasi vent'anni dopo, il Rapporto Delors; muovendo dalle pur limitate esperienze di cooperazione monetaria nel frattempo realizzate – il “serpente” degli anni Settanta, il Sistema monetario europeo degli anni Ottanta – il Rapporto progetta la creazione dell'euro. Lo consente un clima culturale nel frattempo mutato, che vede nell'autonomia delle banche centrali e nella stabilità dei prezzi i valori fondamentali su cui poggia una moneta sana.

A sospingere il disegno sono personaggi di una generazione che serba la memoria della rovina bellica: Andreotti, Ciampi, Delors, Giscard d'Estaing, Kohl, Mitterrand, Schmidt, a cui si affiancano figure di una generazione successiva, come Tommaso Padoa-Schioppa.

Il trattato di Maastricht del 1992 crea le istituzioni della moderna Europa monetaria, stabilendo il passaggio della sovranità monetaria al Sistema europeo delle banche centrali. L'obiettivo di quest'ultimo viene fissato con chiarezza e con norma di rango costituzionale – in ciò mutuando dall'esperienza tedesca – nel mantenimento della stabilità dei prezzi, valore che diviene patrimonio comune di tutti i cittadini dell'area. Ne discende il principio fondamentale che i governi non

debbano ingerirsi nella politica monetaria; il finanziamento degli Stati con moneta è vietato.

L'euro è con noi dal 1999; come moneta realmente circolante, dal 2002.

Per arrivare a questo risultato si sono dovute superare in molti paesi aspre difficoltà politiche. Da noi è stato necessario battere l'assuefazione sociale alle svalutazioni e all'inflazione. Non mancavano scetticismi analitici, anche oltre oceano. Si dubitava che le economie europee potessero mai dar luogo a un'area valutaria ottimale, nel senso di Mundell.

La costruzione monetaria europea funziona. L'euro non è in discussione.

I primi dodici anni di vita dell'euro

L'euro è oggi la seconda valuta internazionale: la sua incidenza nelle riserve valutarie mondiali è del 27 per cento; prima dell'Unione, quella delle valute sostituite dall'euro era cumulativamente del 18 per cento.

Tra il 1998 e il 2010 il valore complessivo delle esportazioni e delle importazioni di beni all'interno dell'area dell'euro è passato dal 27 al 32 per cento del PIL. Il maggior interscambio interno non è andato a scapito di quello con il resto del mondo, il cui incremento è stato ancora più accentuato, dal 25 al 33 per cento, sospinto

dall'espansione delle economie emergenti, sempre più aperte al commercio mondiale.

Sono state create infrastrutture integrate per i pagamenti nell'area: all'ingrosso, al dettaglio e, prossimamente, per il regolamento delle transazioni in titoli. Tra il 1999 e il 2008 il volume medio giornaliero dei pagamenti transfrontalieri effettuati tra paesi dell'area dell'euro attraverso TARGET è aumentato di quasi il 250 per cento; quello complessivo, che include anche i pagamenti intra-Stato, di oltre il 120 per cento. Quest'ultimo valore è quattro volte quello osservato nello stesso periodo sull'equivalente infrastruttura negli Stati Uniti.

La stabilità dei prezzi si è iscritta nei comportamenti degli agenti economici, anche nei paesi in passato più inflazionistici, valorizzando l'eredità delle migliori tradizioni delle banche centrali partecipanti. Nei dodici anni di euro l'inflazione nell'area è stata, in media, appena sotto il 2 per cento l'anno, pienamente in linea con la definizione di stabilità dei prezzi adottata dal Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea (BCE). Essa si è più che dimezzata rispetto ai due decenni precedenti; la riduzione è stata superiore a quella osservata negli Stati Uniti nello stesso periodo. In Italia la crescita media annua dei prezzi al consumo si è ridotta di cinque punti rispetto al ventennio antecedente l'euro.

Le ripercussioni di shock esogeni di prezzo sulle economie dei paesi dell'area sono oggi molto contenute: gli aumenti del prezzo del petrolio tra il 2007 e il 2008 sono stati di entità comparabile, in termini reali, con quelli della fine degli anni Settanta, ma hanno generato un rialzo *una tantum* dei prezzi al consumo inferiore ai due punti

percentuali, che non si è radicato in inflazione, diversamente da quel che in passato era successo in diversi paesi dell'area. Secondo nostre valutazioni, rispetto al decennio Settanta l'effetto inflazionistico in Italia di uno shock di questo tipo si è ridotto a un decimo. Vi hanno certo contribuito cambiamenti strutturali nei processi produttivi, ma la credibilità acquisita dalla politica monetaria e le modifiche che ne sono discese nelle modalità di determinazione di prezzi e salari hanno svolto un ruolo cruciale.

Stabilità dei prezzi e bassi premi al rischio portano a tassi di interesse nominali e reali contenuti, favorendo per questa via la crescita economica. Dall'adozione dell'euro a oggi il tasso reale a tre mesi in Italia è stato in media dell'1 per cento, inferiore di quattro punti a quello del decennio precedente; il tasso nominale medio sui prestiti bancari per l'acquisto di abitazioni e quello sui prestiti a breve termine alle società non finanziarie sono stati rispettivamente del 4,5 e 5,5 per cento, contro l'11,3 e il 12,6 dei dieci anni precedenti. Non è certo dalle condizioni monetarie che viene la difficoltà dell'economia italiana a crescere.

Sempre nei dodici anni trascorsi, la spesa media annua per pagamenti di interessi sul debito pubblico italiano è stata pari al 5,3 per cento del PIL, contro l'11,5 della prima metà degli anni Novanta e il 7,5 degli anni Ottanta. Ancora oggi, nonostante le forti tensioni sui mercati dei titoli di Stato di alcuni paesi dell'area, i rendimenti sui titoli decennali italiani sono in linea con quelli medi registrati nell'ultimo decennio.

Alla crisi globale degli ultimi tre anni la politica monetaria dell'area ha dato una risposta pronta, decisa. Le aspettative d'inflazione sono rimaste saldamente ancorate anche nel pieno della crisi, permettendo di agire per preservare il funzionamento dei mercati, sostenere il credito, evitare il tracollo dell'economia. I tassi di mercato monetario sono stati portati vicini allo zero; sono state adottate misure eccezionali di creazione di liquidità.

Senza l'Unione, il semplice coordinamento di decisioni nazionali non avrebbe prodotto risultati altrettanto rapidi ed efficaci. Alcuni paesi, incluso il nostro, potevano essere travolti dalla crisi.

Ma la credibilità che abbiamo raggiunto non è acquisita una volta per tutte; va mantenuta alta la guardia nella tutela della stabilità dei prezzi. La cultura della stabilità deve estendersi anche a campi diversi: alla politica fiscale, all'azione di riforma strutturale, là dove sono emerse fragilità nella costruzione europea, messe in luce con chiarezza dalla recente crisi del debito sovrano.

La crisi del debito sovrano di alcuni paesi dell'area

Irradiandosi dalla Grecia – dove erano causate dal dissesto delle finanze pubbliche di quel paese – tensioni hanno coinvolto dalla primavera dello scorso anno i mercati dei titoli pubblici irlandesi e portoghesi; anche quelli spagnoli e italiani hanno visto ampliarsi lo spread di rendimento rispetto agli analoghi titoli tedeschi.

La risposta delle istituzioni e dei governi europei ha avuto un corso tormentato.

Il piano di sostegno finanziario alla Grecia concordato all'inizio di maggio 2010 dai paesi dell'area dell'euro, con la Commissione europea e il Fondo Monetario Internazionale (FMI), non eliminava le tensioni, che si trasmettevano anzi ai mercati azionario, obbligazionario, interbancario.

Per contenere i rischi di contagio ad altri paesi, il Consiglio della UE istituiva qualche giorno dopo un meccanismo di stabilizzazione finanziaria grazie al quale i paesi dell'area potevano ottenere un prestito a condizioni simili a quelle praticate dall'FMI in analoghe circostanze. Si stabiliva che gran parte delle risorse venissero erogate dalla *European Financial Stability Facility* (EFSF), un organismo di nuova costituzione abilitato a finanziarsi sul mercato emettendo titoli garantiti dai paesi dell'area dell'euro. Negli stessi giorni diversi paesi adottavano o annunciavano drastici piani di risanamento dei conti pubblici.

Sempre nel maggio dello scorso anno, il Consiglio direttivo della BCE valutava che le tensioni sui mercati stessero compromettendo il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Veniva avviato il *Securities Markets Programme*, un programma di acquisti di titoli pubblici emessi da paesi dell'area a sostegno di segmenti del mercato particolarmente colpiti della crisi. Esso non implicava finanziamento monetario di Stati sovrani né creazione di liquidità; gli interventi erano temporanei e sterilizzati.

L'insieme di questi provvedimenti arginava le tensioni, che tornavano tuttavia ad acuirsi nel corso dell'estate e ancor più nell'ultima parte del 2010, investendo nuovamente, oltre ai titoli greci, anche quelli del Portogallo e soprattutto dell'Irlanda, che aveva garantito con il bilancio pubblico tutte le passività bancarie. Alla fine di novembre i Ministri finanziari della UE approvavano un piano di sostegno finanziario all'Irlanda.

Anche questo intervento conteneva le tensioni, ma non le annullava, in un contesto di elevata incertezza dei mercati riguardo alle prospettive di stabilizzazione nei paesi colpiti dalla crisi e alle possibili interconnessioni tra rischi sovrani e vulnerabilità di taluni sistemi bancari.

La crisi si origina da squilibri che riguardano, in alcuni paesi, la finanza pubblica; in altri, le banche. Le difficoltà possono essere avviate a superamento innanzitutto con misure nazionali, drastiche e risolutive.

L'orientamento della politica monetaria è da lungo tempo espansivo: dal maggio del 2009 il tasso di interesse di riferimento dell'Eurosistema è all'1 per cento, un livello eccezionalmente basso; i tassi reali a breve termine sono rimasti ampiamente negativi anche dopo l'avvio della ripresa ciclica. L'emergere di tensioni inflazionistiche richiede di valutare attentamente tempi e modalità di una normalizzazione delle condizioni monetarie. È necessario prevenire un deterioramento delle aspettative, per evitare che l'impulso proveniente dai prezzi internazionali si trasmetta a quelli interni e ai salari, influenzando l'inflazione oltre il breve periodo. Come ha ricordato il Presidente Trichet in occasione della riunione di inizio marzo, il Consiglio

direttivo della BCE è pronto a intervenire con fermezza e tempestività per assicurare che tali rischi non si concretizzino.

Stiamo seguendo con estrema e partecipata attenzione gli sviluppi dei tragici eventi in Giappone. Gli interventi concertati sui mercati dei cambi decisi il 18 marzo dai Ministri delle Finanze e dai Governatori delle Banche Centrali dei paesi del G7 mirano a evitare che una eccessiva volatilità dei tassi di cambio possa avere implicazioni avverse sulla stabilità economica e finanziaria.

Una costruzione da rafforzare

La crisi del debito sovrano ha messo in luce almeno due elementi di fragilità nella costruzione europea.

In primo luogo, le regole non hanno evitato politiche di bilancio imprudenti in alcuni paesi, che non hanno saputo o voluto sfruttare le fasi favorevoli del ciclo economico per consolidare i conti pubblici. A ogni paese era dato uno specifico obiettivo di medio termine per il saldo di bilancio, concordato in sede europea: pareggio o avanzo, secondo la specifica reattività al ciclo economico e ai tassi di interesse; l'obiettivo era rivedibile alla luce di fattori di lungo periodo, come l'invecchiamento della popolazione e il livello del debito. Inoltre, i paesi con un debito pubblico superiore al 60 per cento del PIL avrebbero dovuto ridurlo "a un ritmo soddisfacente". Quando è giunta la crisi globale molti paesi erano ancora lontani da quegli obiettivi.

In secondo luogo, il sistema di sorveglianza multilaterale non ha prevenuto forti squilibri macroeconomici: differenziali di produttività, disavanzi delle partite correnti, eccessivo indebitamento del settore privato. Nel 2009 in Grecia e in Portogallo il disavanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti era rispettivamente del 10 e del 7,5 per cento del PIL. In Irlanda, Portogallo e Spagna i debiti finanziari delle famiglie e delle imprese erano fra una volta e mezzo e due volte la media dell'area dell'euro, pari al 170 per cento del PIL (in Italia essi sono pari al 130 per cento). In Irlanda le maggiori banche nazionali erano giunte ad avere attivi di bilancio cinque volte più grandi del PIL; il crollo dei prezzi immobiliari e la recessione hanno loro causato ingenti perdite.

Squilibri del genere finiscono col ripercuotersi sui conti pubblici, anche in paesi in cui questi sono inizialmente in ordine; nel caso irlandese i fondi pubblici spesi a sostegno delle banche sono stati pari a oltre il 20 per cento del PIL.

Lo scorso autunno la Commissione europea e il gruppo di lavoro guidato dal Presidente del Consiglio europeo Van Rompuy hanno avanzato proposte su tutti e due gli aspetti: come rendere più cogente il Patto di stabilità e crescita; come estendere la sorveglianza agli andamenti macroeconomici.

È stato proposto un rafforzamento del Patto: in fase di prevenzione degli squilibri di bilancio, intensificando il monitoraggio e introducendo tempestive sanzioni monetarie; in fase di correzione, prevedendo in particolare la possibilità di avviare la Procedura per i disavanzi

eccessivi non solo quando il disavanzo ecceda il 3 per cento del PIL ma anche quando la diminuzione del debito verso il limite del 60 per cento non sia ritenuta soddisfacente.

Sul terreno macroeconomico, si è previsto un sistema di monitoraggio degli squilibri potenzialmente rilevanti per la stabilità finanziaria dell'area, con indicatori quantitativi e soglie di criticità, sulla cui base il Consiglio europeo possa rivolgere raccomandazioni al paese interessato e, nei casi più gravi, applicare sanzioni finanziarie.

Infine, si è prospettata la sostituzione dal 2013 della EFSF con un meccanismo stabile di sostegno finanziario, lo European Stability Mechanism (ESM). Soltanto i paesi considerati solvibili avrebbero accesso al finanziamento, peraltro condizionato all'adozione di seri piani di risanamento; agli altri verrebbe richiesto di negoziare con i creditori privati un piano di ristrutturazione del debito che li riporti in una situazione di solvibilità.

Il 15 marzo scorso i ministri delle Finanze della UE hanno concordato un "orientamento generale" che dà piena attuazione alle raccomandazioni della Commissione e del gruppo di lavoro Van Rompuy. In particolare, è stata approvata la proposta di introdurre una regola numerica – pari a un ventesimo del divario tra l'incidenza del debito sul PIL e la soglia del 60 per cento – per la riduzione annua del debito.

Alcuni giorni prima i Capi di Stato e di governo dell'area dell'euro avevano ampliato la capacità effettiva di prestito della EFSF

(a 440 miliardi) e stabilito quella del futuro ESM (500 miliardi), prevedendo inoltre che sia il Fondo sia il Meccanismo possano, eccezionalmente, acquistare titoli pubblici dei paesi membri sul mercato primario.

Il Patto per l'euro che comprende tutti questi interventi amplia il fuoco dell'attenzione agli squilibri macroeconomici, rafforza la disciplina di bilancio nell'area, migliora i meccanismi di sostegno ai paesi che entrino in difficoltà finanziarie. Era un passo necessario per non incrinare pericolosamente quello spirito comunitario che è la linfa dell'euro.

Il Patto si ispira a principi corretti. Lo sforzo, tecnico e negoziale, è stato cospicuo; i risultati sono incoraggianti ma non ancora sufficienti. Nelle sedi di decisione politica in cui proseguirà la discussione sul Patto, mancanze o indeterminanze potranno essere sanate.

La sorveglianza sulle politiche di bilancio deve poter contare su procedure più automatiche, che limitino al massimo la politicizzazione della contabilità pubblica ed evitino possibili comportamenti collusivi tra paesi. Vari altri aspetti di questa complessa riforma della *governance* europea richiedono ancora attenzione e lavoro. Occorre, ad esempio, definire con precisione tutti i "fattori rilevanti" da considerare nel valutare l'adeguatezza del ritmo di riduzione del debito pubblico; individuare l'insieme di indicatori utili a segnalare una situazione di squilibrio macroeconomico e le relative soglie di criticità; stabilire i criteri per valutare la solvibilità di un paese.

Riguardo alle politiche strutturali per accrescere il potenziale produttivo e la competitività, il Patto si affida per il momento a procedure di “pressione fra pari”, che nel caso della strategia di Lisbona non hanno funzionato. L’impegno dei governi nazionali resta centrale.

Non dobbiamo dimenticare una massima aurea: aumentare il potenziale di crescita dell’economia, consolidare il bilancio pubblico, sono, prima di tutto, priorità nazionali. I governi dovrebbero perseguirle anche indipendentemente dalle regole europee, per il bene dei loro popoli; con particolare impegno nei paesi più distanti da quegli obiettivi.

La situazione dell’Italia

In Italia dal 2008 al 2009, nel pieno della crisi globale, il disavanzo pubblico è passato dal 2,7 al 5,4 per cento del PIL; all’aumento non hanno contribuito politiche discrezionali di bilancio ². Nella media dell’area dell’euro il disavanzo è più che triplicato, portandosi al 6,3 per cento. Nel 2010 il nostro disavanzo si è ridotto, al 4,6 per cento, mentre quello dell’area, secondo le stime della Commissione europea, è rimasto invariato. Alla tenuta dei conti da parte del Governo ha contribuito il fatto che la solidità del sistema bancario italiano non ha richiesto rilevanti aiuti a carico del bilancio pubblico.

² Cfr. Britta Hamburg, Sandro Momigliano, Bernhard Manzke e Stefano Siviero (2010), “The Reaction of Fiscal Policy to the Crisis in Italy and Germany: Are They Really Polar Cases in the European Context?”, in corso di pubblicazione in *Fiscal Policy: Lessons from the Crisis*, atti della 12° Conferenza su Temi di Finanza Pubblica, Perugia, 25-27 marzo 2010.

Il debito pubblico italiano, già molto alto, è salito ancora; la sua gestione è stata prudente: ne è stata progressivamente allungata la vita media residua, pur in un contesto che rimaneva incerto e volatile.

La situazione patrimoniale di imprese e famiglie è nel complesso solida. La propensione dei risparmiatori verso strumenti finanziari ad alto rischio è bassa; l'indebitamento è contenuto, anche se concentrato in passività a tasso variabile, intrinsecamente più rischiose.

Il problema dell'economia italiana, non è mai superfluo ricordarlo, è la difficoltà strutturale a crescere. Il compito, difficile, della politica economica è cambiare questo stato di cose riducendo al tempo stesso l'incidenza del debito pubblico sul prodotto. Ripristinare rapidamente un solido avanzo primario e non sottrarsi all'esigenza di mettere in campo interventi che sostengano strutturalmente la crescita, questa è la sfida.

Aumentare le aliquote fiscali è fuori discussione: comprometterebbe l'obiettivo della crescita, sottoporrebbe i contribuenti onesti a una insopportabile vessazione; le aliquote andrebbero piuttosto diminuite, man mano che si recuperino evasione ed elusione. Non resta che il controllo della spesa, ma un controllo selettivo, orientato innanzitutto dalla distinzione fra ciò che favorisce la crescita e ciò che la ostacola. Scelte politiche sagge non possono che poggiare su una valutazione capillare degli effetti anche macroeconomici di ogni voce di spesa.

La più attenta sorveglianza multilaterale sulla sostenibilità dei bilanci pubblici prevista dal nuovo Patto per l'euro non è da temere; può

aiutarci. Le riforme già fatte, in particolare quella pensionistica, ci pongono tra i paesi in cui per assicurare la sostenibilità di lungo periodo dei conti pubblici occorre una minore correzione dei saldi di bilancio.

La nuova regola europea per la riduzione del debito non costituirebbe per noi un vincolo molto più stringente di quello già imposto dalla vigente regola del pareggio strutturale di bilancio. Si può stimare che il conseguimento di quest'ultimo obiettivo assicurerebbe *ipso facto*, in favorevoli scenari di crescita economica, anche il rispetto della regola sul debito ³.

Diciassette paesi sovrani che condividono una moneta unica formano una realtà senza precedenti storici. L'euro è una costruzione intellettuale ardua, un progetto politico coraggioso e lungimirante; era, ed è, un presupposto di benessere economico.

Il Presidente della Repubblica, nel suo discorso al Parlamento del 17 marzo scorso, ha definito l'integrazione europea "la più grande invenzione storica di cui (l'Italia) ha saputo farsi protagonista a partire dagli anni Cinquanta del secolo scorso".

³ Cfr. Ignazio Visco, *La governance economica europea: riforma e implicazioni*, intervento all'Università dell'Aquila, ventennale della Facoltà di Economia, 8 marzo 2011.

Centocinquanta anni fa noi italiani demmo avvio a una costruzione altrettanto importante: l'unificazione monetaria del nostro paese, che avrebbe consolidato l'unificazione politica appena conquistata.

I due avvenimenti stanno in continuità ideale: il presente e il futuro dell'euro sono per noi anche la prosecuzione della nostra lunga storia.