



## Riassunto De Grauwe

Politiche economiche europee (Sapienza - Università di Roma)

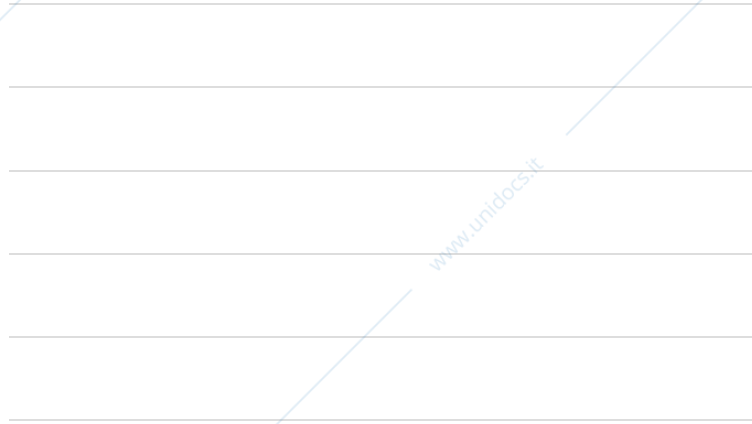


# De Grauwe - Economia dell'unione monetaria

Macroeconomia

Università degli Studi di Roma La Sapienza (UNIROMA1)

55 pag.



## Economia dell'unione monetaria - Paul De Grauwe

### Capitolo I - Costi di una moneta comune

Rinunciando alla propria moneta nazionale, un paese perde la capacità di attuare una politica monetaria nazionale. La banca centrale nazionale cessa di esistere oppure non avrà un potere effettivo. Una nazione che aderisce a un'unione monetaria, non sarà più in grado di modificare il **prezzo** della propria moneta (es. svalutazioni), o determinare la **quantità** di moneta nazionale o **variare il tasso** di interesse a breve.

Il tasso di cambio è un rilevante strumento di politica economica in quanto le differenze esistenti tra paesi possono rendere necessarie variazioni dei tassi di cambio.

Nel 1961, Mundell pubblicò un articolo sulle **aree monetarie ottimali**.

Due paesi, Francia e Germania decidono di rinunciare alle rispettive monete nazionali a favore di una moneta comune, gestita da una banca centrale comune, la BCE. Ipotizziamo che i consumatori modifichino le loro preferenze, spostandole dai prodotti francesi a quelli tedeschi.

La curva di offerta esprime l'idea che in ambito concorrenziale, quando il prezzo del prodotto interno aumenta, le imprese nazionali aumentano la loro offerta per trarne profitto. Variazioni nei prezzi di questi fattori produttivi sposterebbero le curve di offerta.

Assumiamo per ora che lo spostamento delle curve siano *permanenti*, causate da un cambiamento nelle preferenze di consumo. Come risultato, si avrà una diminuzione della produzione in Francia e un suo aumento in Germania e quasi certamente un aumento della disoccupazione in Francia e una sua diminuzione in Germania.

Entrambi i paesi debbono fronteggiare un problema di aggiustamento. In Francia, produzione minore e disoccupazione maggiore. La Germania entra in una fase espansiva con pressioni al rialzo sul livello dei prezzi.

#### Esiste un meccanismo di riequilibrio automatico?

La risposta è affermativa. Esistono due meccanismi che ristabiliranno automaticamente l'equilibrio. Uno si basa sulla **flessibilità del salario**, l'altro sulla **mobilità del lavoro**.

1. **Flessibilità salariale.** Se i salari nei due paesi sono flessibili, i disoccupati ridurranno le richieste salariali in Francia. Effetto opposto si avrà in Germania. La riduzione dei salari in Francia sposterà la curva di offerta aggregata verso il basso, mentre verso l'alto in Germania. Il nuovo equilibrio farà sì che in Francia il prezzo dei prodotti diminuisce, rendendo i prodotti francesi più competitivi, stimolandone così la domanda. Viceversa in Germania si verifica l'esatto opposto.
2. **Mobilità del lavoro.** I lavoratori disoccupati francesi si trasferiscono in Germania, dove vi è un eccesso di domanda di lavoro. Ciò elimina la necessità di ridurre i salari in Francia e aumentarli in Germania. In Francia scompare il problema della disoccupazione e in Germania svaniscono le pressioni salariali inflazionistiche.

Se i salari sono flessibili e se la mobilità tra i paesi è elevata, il problema dell'aggiustamento scomparirà automaticamente.

Se le condizioni non sono soddisfatte, la Francia è bloccata in una situazione di disequilibrio. In Germania, l'eccesso di domanda esercita una pressione al rialzo sul salario, spostando la curva di offerta verso l'alto. Se i salari non diminuiscono, l'aggiustamento dello squilibrio in Francia assumerà la forma di inflazione in Germania.

Se i due paesi non avessero avuto un'unione monetaria, sarebbero stati **liberi di ricorrere agli strumenti di politica monetaria nazionale per fronteggiare attivamente agli shock asimmetrici**. I paesi possono ricorrere ad una serie di strumenti di politica monetaria.

- a) se i paesi mantengono tassi di cambio flessibile, possono **modificare la politica monetaria per raggiungere un particolare obiettivo**;

**b)** se hanno agganciato il loro tasso di cambio ad altre monete, possono rivalutare e svalutare la moneta.

Nel caso **a)**, la Francia potrebbe abbassare il proprio tasso d'interesse, stimolando la domanda aggregata, mentre la Germania potrebbe alzarlo, ottenendo effetti opposti. Ciò porterebbe ad un deprezzamento del franco e un apprezzamento del marco: i prodotti francesi venduti in Germania sarebbero già economici.

Nel caso **b)**, la Francia procede alla svalutazione del marco, che ha effetti sulla domanda aggregata simili a quelli già descritti in *a)*. La politica monetaria espansiva adottata in Francia porta ad uno spostamento della curva di domanda aggregata francese verso l'alto. In Germania, la politica restrittiva, riduce la domanda aggregata. La Francia risolve il problema della disoccupazione e la Germania eviterà di subire pressioni inflazionistiche.

Al contrario, con un'unione monetaria, Francia e Germania rinunciano al controllo sulla politica monetaria. In questo senso, si può affermare che se subisce uno shock negativo sulla domanda, la Francia è penalizzata dalla partecipazione a un'unione monetaria con la Germania.

Recap:

- 1) se i salari sono rigidi e mobilità del lavoro limitata → i paesi in unione monetaria hanno maggiore difficoltà ad adeguarsi a variazioni della domanda
- 2) se i paesi hanno mantenuto le proprie monete → politiche monetarie nazionali consentono un **grado di flessibilità**

Un'unione monetaria è ottimale se soddisfa una delle seguenti condizioni:

- a) vi è sufficiente flessibilità salariale
- b) vi è sufficiente mobilità del lavoro

### Indipendenza monetaria e bilanci pubblici

Quando un paese aderisce a un'unione monetaria perde la propria indipendenza monetaria. Tuttavia, questa teoria (Mundell), è incompleta, in quanto la perdita dell'indipendenza monetaria ha come conseguenza anche quella di modificare *radicalmente* la capacità dei governi di finanziare i propri deficit di bilancio.

Gli SM, emettono i propri **strumenti di debito** in una moneta che non controllano. Così, i governi non possono garantire con certezza che avranno liquidità sufficiente per rimborsare alla scadenza i detentori dei titoli pubblici.

Questa situazione contrasta con quella di un paese autonomo (vdi GB). Il governo inglese infatti può garantire che i titoli pubblici inglesi saranno certamente rimborsati alla scadenza del debito. La Banca d'Inghilterra infatti dovrà fornire liquidità al governo se quest'ultimo dovesse esserne a corto. Una pratica cui non possono ricorrere i governi dei paesi membri di un'unione monetaria.

Questa impossibilità, ha la capacità di spingere i paesi dell'U.M ad una insolvenza forzata.

### **Insolvenza paese NON in Unione Monetaria**

Se gli investitori temono un'insolvenza del Regno Unito, essi vendereanno i titoli di stato inglesi. Il tasso d'interesse sale. Gli investitori, una volta venduti i titoli, disporranno di sterline, di cui probabilmente vogliono liberarsi. Il prezzo della sterlina scende fino a divenire attraente per i compratori.

La quantità di moneta inglese, così rimane invariata. Investita probabilmente in titoli inglesi. Se però ciò non accadesse, il governo inglese, se non trova fondi per rinnovare il debito a tassi d'interesse ragionevoli, **costringerebbe la Banca d'Inghilterra** a fornire i contanti per rimborsare i detentori di obbligazioni. Il governo può contare sulla liquidità per finanziare il debito. Il governo non rischia così l'insolvenza.

## Insolvenza paese IN Unione Monetaria

Spagna. Investitori temono un'insolvenza. Essi vendono titoli spagnoli, spingendone il tasso d'interesse al rialzo. Effetti uguali a quelli che si verificano in Regno Unito. Qui però, chi ha venduto titoli di stato spagnoli, ricevendo €, deciderà di reinvestirli altrove. Magari, in titoli tedeschi.

Vedremo così un deflusso di euro da Spagna a Germania. Inoltre, non essendoci un mercato di cambi, non vi è un tasso di cambi flessibili per poter arrestare il deflusso. La quantità di liquidità in Spagna si contrae. La Spagna è in crisi di liquidità. Non può ottenere a tassi d'interesse ragionevoli i fondi occorrenti per rinnovare il suo debito.

Il governo non può neppure costringere la Banca di Spagna a fornire la liquidità corrente, in quanto in capo alla BCE. Per questo, nelle unioni monetarie, i mercati finanziari diventano estremamente potenti e possono mettere in ginocchio qualsiasi paese membro.

Ciò mostra la fragilità di un'unione monetaria. Se gli investitori non hanno fiducia in uno stato membro, ne vendono i titoli, facendo salire il tasso d'interesse e innescando una crisi di *liquidità*. La crisi può presto trasformarsi in crisi di *solvibilità*, con un tasso d'interesse più elevato, il peso del debito pubblico aumenta, costringendo il governo a ridurre la spesa e aumentare la tassazione. Questa austerità è *politicamente* costosa.

**Profezia autoavverantesi:** se i mercati ostentano mancanza di fiducia nella capacità di un dato stato di servire il proprio debito, gli investitori ne vendono i titoli, rendendo per ciò stesso più probabile l'interruzione del servizio del debito di quello Stato.

\*\*\*

Si noti, che un attacco speculativo simile può verificarsi solo nei paesi che hanno aderito ad un'unione monetaria. Gli altri sono sempre in grado di creare la liquidità occorrente. Esiste comunque un *limite*: la capacità di rifinanziare troppo facilmente il debito creando moneta porta all'**inflazione**.

\*\*\*

Tornando alla prima parte. Per effetto dello shock negativo da domanda, in Francia produzione ed occupazione si contraggono, con effetti sul bilancio pubblico. Primo:

- a) calo del PIL francese → calo delle entrate tributarie (più che proporzionale al PIL, perché le imposte si riducono progressivamente);
- b) aumento disoccupazione → aumento spesa pubblica.

Questi due effetti, ci spingono a sostenere che il **deficit di bilancio francese aumenta**. Un aumento derivante dal calo del PIL e inerente alla struttura del bilancio pubblico.

Se quindi il calo della domanda è abbastanza forte, può spingere gli investitori ad interrogarsi sulla solvibilità dello stato francese.

La **crisi debitoria** si somma allo shock da domanda negativo, amplificando l'iniziale shock da domanda negativo. Effetto in Germania?

Vendendo titoli di stato francesi, si può desumere che gli investitori acquistino titoli di altri stati in cui hanno fiducia. Può trattarsi, verosimilmente, di titoli tedeschi. Se ipotizziamo il loro acquisto, l'effetto sarà un *rialzo* di questi, riducendone il rendimento. Questo flusso di liquidità provoca un calo nei tassi d'interesse tedeschi, determinando un aumento della domanda aggregata in Germania.

La crisi debitoria dunque porta in Francia ad un'amplificazione dello shock da domanda asimmetrico, ingigantendo gli effetti negativi in Francia e quelli positivi in Germania. Ciò si verifica perché il tasso d'interesse aumenta in Francia e scende in Germania.

NB. In un U.M. non vi sono gli stessi tassi d'interesse. I tassi d'interesse a breve termine sono gli stessi, ma quelli a lungo termine possono divergere. Nell'esempio, il rischio maggiore in Francia porta ad un elevato tasso nei titoli francesi.

Il sistema capitalistico conduce naturalmente a fasi di ottimismo e pessimismo, che danno luogo a espansioni e recessioni dell'attività economica. Questi alti e bassi sono endemici nel capitalismo, perché le decisioni vengono prese guardando avanti. Secondo Keynes, sono gli *spiriti animali* a prevalere.

Finché queste tendenze avvengono in sincronia all'interno dei paesi di un'U.M, non si pone alcun problema. Le cose però divergono quando esse si verificano in modo asincrono. Alcuni paesi si trovano in espansione ed altri in recessione.

Vi sono due casi di shock asimmetrici: uno è *benigno*, l'altro no. Nel primo caso l'unione può esistere nonostante i cicli economici sfasati. Infatti lo shock è temporaneo, dopo un certo tempo sarà seguito da una fase di espansione in Francia e da una recessione in Germania. Non occorrono operazioni ed aggiustamenti salariali e dei prezzi. Né vi è necessità di spostamento dei lavoratori.

Gli stabilizzatori incorporati nei bilanci possono stabilizzare il ciclo economico. In Francia la recessione determina un deficit di bilancio, in Germania invece, ci sarà un avanzo. Questo meccanismo, come già visto, tende ad attenuare l'intensità della recessione francese, in quanto il governo inietterà potere d'acquisto nell'economia.

Questo scenario regge però sul presupposto che rimanga intatta la fiducia degli investitori nella capacità francese di servire il proprio debito. Se gli investitori mantengono la fiducia, saranno disposti ad acquistare un'ulteriore quantità dei suoi titoli, senza richiedere un tasso d'interesse più elevato. Esso rimarrà invariato. Ciò è favorito dall'avanzo di bilancio tedesco. Gli investitori aumenteranno l'acquisto di titoli francesi a discapito di quelli tedeschi.

In una situazione di fiducia, il governo francese può finanziare il proprio deficit di bilancio perché gli investitori sono disposti ad acquistare titoli di stato francesi. In questo caso, i mercati del capitale hanno un ruolo di stabilizzazione nell'unione monetaria: quando la Francia è in difficoltà, i mercati del capitale consentono di trasferire entrate dal paese con un *surplus* di bilancio a quello in recessione, attenuandone la difficoltà.

Tutto ciò, va ribadito, funziona sul presupposto della fiducia. Introduciamo ora un altro scenario, in cui l'accresciuto livello del deficit in Francia porta gli investitori a perdere la fiducia nel governo francese.

Ciò può accadere allorché la recessione sia particolarmente acuta e vi è una grande incertezza a proposito della sua durata. Gli investitori vendono titoli di stato francesi ed acquistano quelli tedeschi. Ciò determina un flusso di liquidità dalla Francia alla Germania e aumentano il tasso di interesse francese di lungo termine (calo di quello tedesco).

La curva di domanda aggregata francese, spinta ulteriormente verso il basso. Viceversa in Germania. Si noti, di nuovo la natura autoavverantesi delle aspettative. La recessione così si approfondisce in Francia e l'espansione si intensifica in Germania. In questo scenario, i mercati del capitale dell'unione non sono più un fattore di stabilizzazione. I paesi in recessione subiscono un deflusso di capitale che ne aggrava la recessione, mentre i paesi in espansione attraggono capitale. In un'unione monetaria i cicli economici asincroni intensificano gli alti e bassi delle economie dei paesi membri.

Se Francia e Germania non fossero entrati in un'unione monetaria, avrebbero potuto attenuare queste dinamiche destabilizzanti. La Francia avrebbe potuto deprezzare il franco, stimolando così la domanda aggregata. Le variazioni dei tassi hanno dunque un effetto stabilizzante, assente quando Francia e Germania fanno parte di un'unione monetaria. Pertanto, in un'unione monetaria, i movimenti del ciclo economico vengono amplificati.

### Unioni monetarie ed unioni di bilancio

Un'unione monetaria può essere molto fragile. I suoi stati colpiti da shock asimmetrici devono affrontare difficili problemi di **aggiustamento**. Gli shock asimmetrici di solito fanno crescere i deficit di bilancio in alcuni paesi, i mercati finanziari possono provocare una crisi di liquidità forzata in questi paesi.

Si può creare un meccanismo che riduca i costi di una U.M. Vi sono due elementi. Primo, riguarda la Banca Centrale, volta ad evitare crisi di liquidità. Il secondo, riguarda la centralizzazione di una porzione

significativa dei bilanci nazionali in un bilancio comune a tutta l'unione. La centralizzazione dei bilanci nazionali porta ad avere un'unione monetaria insieme ad un'unione di bilancio. Due funzioni

- 1) creare un meccanismo assicurativo che innesca trasferimenti di reddito dal paese in condizioni di prosperità verso quelli che si trovano in difficoltà;
- 2) consolidare una parte significativa dei debiti pubblici nazionali

#### Unione di bilancio come meccanismo assicurativo

Centralizzazione dei bilanci: con rispetto agli esempi già forniti, supponiamo esista un governo che provvede *direttamente* alla tassazione e ai trasferimenti di reddito. Per effetto di questa centralizzazione, un calo della produzione in Francia porta a una riduzione delle entrate fiscali fornite al governo europeo dalla Francia. Invece, le entrate originate dalla Germania aumentano, essendo aumentata la produzione del paese.

Nel complesso, il governo europeo aumenta la propria spesa in Francia e la riduce in Germania. Risultato netto: il bilancio centrale redistribuisce automaticamente il reddito dalla Germania alla Francia.

Il problema qui è quello di dare adito ad azzardo morale. In molti paesi, ad esempio, il bilancio nazionale trasferisce reddito dalle regioni ricche a quelle più povere. Questo riduce le pressioni per l'attuazione di aggiustamenti regionali, rendono permanente il trasferimento. L'utilizzo di questo modello in Europa, risulterebbe problematico. Potrebbero indursi ampi e permanenti trasferimenti di reddito da taluni paesi ad altri, suscitando una forte resistenza da parte dei paesi in cui i redditi verrebbero trasferiti altrove.

#### Unione di bilancio come meccanismo protettivo

Un'U.M in cui si mantengono i propri bilanci è fragile. I governi non hanno controllo sulla propria moneta, rendendoli vulnerabili a ondate di sfiducia. Un'unione di bilancio, invece, può risolvere questo problema. Il governo dell'unione diverrebbe così a tutti gli effetti **un governo indipendente**, capace di emettere strumenti di debito in una moneta di cui dispone il pieno controllo.

Non esisterebbero crisi di liquidità. Per di più, vi sarebbe un forte governo comune, capace di costringere la BCE a fornire liquidità nei momenti di crisi. Oggi, il bilancio UE ammonta all'1,1% del suo PIL, quando di norma i bilanci nazionali assorbono dal 45% al 50% dei rispettivi PIL. Tale centralizzazione richiede un grado elevato di **unificazione politica**, con trasferimento di sovranità nazionale a governo e parlamento europeo.

Per questo motivo, oggi si può parlare, con rispetto all'UE di *unione monetaria incompleta* (De Grauwe).

#### SCHEMI DI ASSICURAZIONE PRIVATI

Per evitare i rischi di un azzardo morale, possiamo ipotizzare meccanismi assicurativi. A seguito dello shock asimmetrico già descritto, pensiamo che i mercati finanziari di Francia e Germania siano completamente integrati.

In seguito allo shock negativo, si determina una riduzione del prezzo dei titoli azionari francesi, però detenuti anche dai residenti tedeschi. Questi ultimi sopportano così parte delle perdite associate alla flessione francese. Viceversa, l'aumento del prezzo dei titoli delle imprese tedesche - posseduti anche da residenti francesi - compensa le perdite precedenti. Un mercato dei titoli integrato funge dunque da sistema assicurativo. Uno shock negativo si distribuisce su tutti i paesi.

Questo schema assicurativo basato sui mercati finanziari privati riduce la probabilità di azzardo morale.

#### **Istituzioni mercato del lavoro**

Fin qui, ci si è concentrati sul lato della domanda. Esistono però altre asimmetrie. Ad esempio, quella che riguarda il mercato del lavoro.

Alcuni mercati dominati da sindacati altamente centralizzati (Germania), in altri decentralizzati (Regno Unito). Queste differenze portano a costi significativi per un'unione monetaria. Infatti, queste differenze possono provocare divergenze nella dinamica di salari e prezzi. Se in un paese si verifica, lo stesso aumento del prezzo del petrolio, l'effetto sui salari sarà diverso in base a come i sindacati reagiscono agli shock.

Questi shock sull'offerta, hanno effetti diversi a seconda del grado di *centralizzazione* della contrattazione. Se **centralizzata** i sindacati tengono conto dell'effetto inflazionistico degli aumenti salariali. Sanno che richieste salariali esorbitanti non faranno aumentare i salari reali. Nei paesi con sindacati meno centralizzati, i singoli sindacati rappresentano piccole frazioni della forza lavoro, ponendo una questione di opportunismo (*free riding*). Ogni sindacato è *semplicemente* interessato a far salire il salario nominale dei suoi iscritti.

Esito finale: tutti i salari si alzano e nessuno avrà benefici.

Possiamo affermare che nei paesi con forte centralizzazione o decentralizzazione sono meglio preparati ad affrontare gli shock, rispetto a paesi con decentralizzazione media.

Nel caso di decentralizzazioni molto forti, infatti, es. contrattazione aziendale, le richieste salariali possono avere *effetti diretti* sulla competitività dell'azienda stessa.

In conclusione, i paesi con istituzioni del mercato del lavoro molto diverse potrebbero trovare costoso formare un'unione monetaria. A ogni shock sull'offerta, i salari e i prezzi di questi paesi possono essere influenzati in misura differente.

### Sistemi giuridici

Vi sono in fine profonde differenze fra sistemi giuridici. Si pensi ad esempio al mercato dei mutui. In alcuni paesi la legge offre alle banche eroganti tutele maggiori.

### Conclusioni

Analizzati i motivi per cui la partecipazione a un'U.M può comportare costi rilevanti. Tali costi derivano dal fatto che i paesi differiscono sotto molti aspetti. I costi, hanno origini dal fatto che i governi, inoltre, devono emettere i propri titoli del debito in una moneta estera, su cui non hanno controllo. Ciò rende i sistemi fragili. Per i paesi può dunque risultare costoso abbandonare la propria moneta nazionale. L'analisi di questo capitolo si basa sulla teoria delle aree monetarie ottimali (AVO) sottoposta però a critiche che hanno fornito nuovi spunti teorici.

## Capitolo II - Aree valutarie ottimali

L'analisi classica di Mundell prevede uno spostamento della domanda di prodotti di un paese a favore di quelli di un altro. È probabile che un simile shock si verifichi frequentemente tra i paesi europei che costituiscono un'unione monetaria?

Nel corso degli anni sono emerse due teorie principali:

- a) la prima è definita *teoria della Commissione europea* [One Market, One Money, 1990]
  - b) la seconda è stata elaborata da Paul Krugman [1991]
- a) Secondo la *teoria della Commissione europea*, una futura unione monetaria renderà meno probabile gli shock differenziali da domanda. Secondo la Commissione, infatti, lo scambio all'interno dell'Unione è principalmente uno scambio intraindustriale. Ciò si basa su economie di scala e concorrenza imperfetta. Dunque, i Paesi acquistano e scambiano beni simili tra loro. Ciò porta ad una situazione in cui uno shock da domanda colpisce i differenti paesi in modo simile. La rimozione delle barriere in seguito al completamento del mercato unico, rafforza queste tendenze e molti shock sulla domanda avranno effetti simili. Invece di essere asimmetrici, l'unione monetaria tenderà dunque a *simmetrizzare* questi shock.
  - b) Secondo Krugman, invece, l'analisi di Mundell non può essere scartata, poiché esiste un'altra caratteristica della dinamica del commercio internazionale con economie di scala, che la rende molto rilevante. L'integrazione commerciale, infatti, porta infatti alla concentrazione *regionale* di attività industriali. L'idea fondamentale è che quando diminuiscono le barriere al commercio, si verificano due

fenomeni principali ed opposti: da una parte, infatti, è possibile avvicinare le attività produttive ai mercati finali; dall'altra parte però è possibile concentrare la produzione in modo da sfruttare le economie di scala. Ciò spiega perché l'integrazione può condurre all'aumento, anziché alla diminuzione della concentrazione delle attività regionali. Gli scambi commerciali possono condurre all'aumento e non alla riduzione della concentrazione delle attività regionali. Ciò spiega perché l'integrazione commerciale può aumentare e non diminuire la concentrazione delle attività regionali (es. concentrazione produzione automobilistica in USA e UE).

Potrebbe accadere che, integrandosi il mercato si verificassero casi di concentrazione regionale di attività economiche, analoghi a quelli USA.

È difficile dare una risposta su quale sia la miglior ipotesi. Esiste una plausibile presunzione a favore del punto di vista della Commissione.

È pensabile, infatti, che l'integrazione economica possa via via allentare i confini nazionali. Così gli effetti di concentrazione divengono sempre più indipendenti dai confini nazionali. Le regioni in cui si concentrano attività possono attraversare uno o più confini.

In questo caso, gli shock investirebbero più di un paese. Questa ipotesi comunque non nega l'effetto concentrazione. Afferma solo che i confini nazionali saranno meno importanti nel determinarli. Certo non si può dire che esista una relazione certa tra integrazione e shock asimmetrici.

Al massimo può affermarsi che esiste una presunzione teorica a favore dell'ipotesi di una diminuzione della probabilità di shock asimmetrici tra nazioni. Un'altra considerazione: oggi sempre più ha assunto importanza il **settore dei servizi**. Un settore in cui, a differenza delle attività industriali, le economie di scala non sembrano svolgere un ruolo così rilevante.

Di conseguenza, l'integrazione economica non porta ad una concentrazione regionale dei servizi analoga a quella dell'industria. Oggi inoltre, in molti paesi UE i servizi costituiscono il 70% del PIL. Da alcune indagini, ad esempio, sembra che ciò stia già accadendo negli USA. L'OCSE riporta che la concentrazione regionale in USA si sta riducendo<sup>1</sup>.

### **Mercati del lavoro**

L'integrazione monetaria cambia il comportamento dei sindacati in modo da eliminare le differenze? Sicuramente, in presenza di un'unione monetaria i governi non possono seguire politiche monetarie accomodanti rispetto alle richieste dei sindacati. Non possono, ad esempio dar vita a politiche monetarie espansive che assorbono la disoccupazione, creando posti di lavoro pubblici ecc.

Tuttavia, è improbabile che le differenze tra i paesi scompaiano completamente. Le politiche monetarie saranno sì centralizzate, ma i governi possono comunque seguire politiche fiscali espansive. Possono, ad esempio, creare posti di lavoro nel settore pubblico sostenendo le spese con emissione di debito. Un'unione monetaria non limita *necessariamente* questo comportamento.

Dunque, le differenze nei mercati del lavoro nazionali continueranno ancora ad esistere. Si potranno quindi avere tendenze occupazionali e salariali divergenti.

### **Mercati finanziari differenti**

Prima che si istituisse l'Unione economica monetaria europea (UEM), alcuni paesi presentavano contenuti tassi di inflazione (Germania), e altri molto elevati (Italia). Queste differenze hanno influenzato i mercati finanziari. In un contesto del genere, gli investitori sono riluttanti a sottoscrivere obbligazioni a lungo termine. Il prezzo dei titoli infatti si dimostra sensibile all'inflazione inattesa.

Così, nei paesi ad elevata inflazione, il segmento di mercato *a lungo termine* è poco sviluppato, e la maggior parte delle emissioni consta di titoli a breve. In paesi come la Germania, invece, gli investitori erano disposti a sottoscrivere obbligazioni a lungo termine.

<sup>1</sup> Marshall, Teoria dei distretti industriali, 1977

Ciò porta a reazioni asimmetriche: ogni volta che il tasso d'interesse aumentava, il debito pubblico italiano ne risentiva immediatamente. A causa della breve scadenza del debito pubblico, quando il tasso aumentava il governo si trovava costretto a spendere per il pagamento di interessi, facendo così aumentare il deficit di bilancio.

Nei paesi a bassa inflazione, gli effetti negativi indotti da un aumento del tasso  $i$ , si sviluppavano più lentamente.

Tutto questo è scomparso con l'istituzione dell'Unione monetaria. Le strutture delle scadenze dei titoli emessi dai governi finirono per convergere, così le conseguenze per i bilanci di uno stesso shock sul tasso di interesse furono le medesime. L'unione monetaria determinò l'eliminazione di differenze istituzionali esistenti tra sistemi finanziari nazionali.

Con **la crisi del debito sovrano**, nel 2010, la tendenza si è invertita. Nell'Eurozona, i rendimenti dei titoli pubblici hanno iniziato a divergere in modo spettacolare. Il risultato è stato che i paesi esposti a rischi di inadempienza sono stati costretti ad abbreviare la struttura delle scadenze delle loro emissioni di titoli. Dunque, l'unione monetaria non ha eliminato di per sé le possibili divergenze fra le strutture della scadenza dei titoli. Non solo, ma durante la crisi gli spread si sono impennati, spingendo i governi ad abbreviare le scadenze dei titoli che emettevano.

L'integrazione economica, riduce le probabilità che singole nazioni siano colpite da shock. Tuttavia, nell'Eurozona, non sembra si sia verificata una convergenza tale da sincronizzare i movimenti economici ciclici. Dall'inizio della crisi del 2010, nell'Eurozona si è verificata una divaricazione tra i tassi di crescita. Anche prima della crisi, i tassi di crescita erano differenti. Tra il 1999 e il 2007 alcuni paesi (Spagna, Grecia, Irlanda) vedevano una forte espansione, mentre altri (Portogallo, Italia e Germania) vedevano una crescita più lenta.

Prima della crisi, paesi come Irlanda e Spagna guardavano al futuro con ottimismo. Viceversa in Italia e Germania. Perché tali asincronie? La risposta è nella incompletezza dell'unione monetaria. Le politiche monetarie sono state centralizzate, ma i paesi membri continuano a esercitare un grado sostanziale di poteri sovrani in diversi campi di attività economica, il più importante dei quali è la politica di bilancio.

Poteri di spesa e tassazione sono rimasti di pertinenza statale. Ciò può portare a shock asimmetrici di notevole entità. Per loro natura, questi effetti sono circoscritti all'interno del paese che attua le politiche fiscali. Mantenere gran parte dei poteri decisionali in materia di bilancio, anche all'interno dell'UEM, costituisce il presupposto per il verificarsi di shock asimmetrici. Ciò solleva la questione di gestire le politiche di bilancio all'interno dell'Unione.

Come già detto, vi sono poi altri elementi che contribuiscono a tali shock: sistemi di contrattazione salariale differenti a livello nazionale, differenze tra sistemi nazionali di leggi (conseguenze sul mercato finanziario). Queste differenze possono tradursi in discordanze tra condizioni economiche esistenti. Possono dar luogo ad espansioni in alcuni paesi e recessioni in altri.

De Grauwe: la persistenza di politiche nazionali fiscali ha accentuato gli *spiriti animali nazionali*. Ciò porta ad accrescere le differenze tra le competitive dei diversi paesi membri di un'unione monetaria.

**Costo unitario relativo del lavoro:** costo unitario del lavoro di un paese rispetto a quello medio unitario degli altri paesi membri dell'Eurozona. Quando esso scende, si può affermare che sia sceso relativamente ad un altro paese. Di conseguenza, ad esempio, tra il 2000 e il 2008 **la Germania ha migliorato la propria posizione competitiva**. Irlanda, Grecia, Spagna hanno peggiorato la propria competitività.

Con la crisi finanziaria (2008), inversione di tendenza.

Il costo unitario del lavoro può aumentare in due casi:

- a) i salari aumentano
- b) la produttività si riduce

A partire dal 2000, in paesi come Spagna, Portogallo, Irlanda, hanno subito una *significativa* perdita di competitività. Qui i salari sono cresciuti più rapidamente della produttività. Si sono posti dunque problemi di

**aggiustamento.** Tali paesi hanno dovuto procedere ad una riduzione dei livelli salariali rispetto agli altri paesi dell'Eurozona. Si tratta di un processo lento e gravoso.

Se fuori da un'unione monetaria, i paesi avrebbero potuto svalutare le proprie monete, riuscendo a recuperare la competitività. L'integrazione economica produce strutture economiche in grado di accrescere la convergenza. Tuttavia, il persistere di politiche tipiche dei singoli stati nazione può mettere in moto dinamiche macroeconomiche che portano a forti divergenze.

Essendo l'UEM incompleta, la dinamica delle fasi di espansione e recessione continua ad avere impronte prevalentemente nazionali, ponendo difficili problemi di aggiustamento agli Stati membri.

### **Efficacia delle politiche nazionali monetarie**

Tornando all'esempio francese, nel quale vi è uno spostamento della domanda dai prodotti francesi verso quelli tedeschi. La Francia può ricorrere a misure monetarie espansive, che portano al deprezzamento della propria moneta. In alternativa, se il tasso di cambio è ancorato a quello tedesco, può svalutare la propria moneta.

Perché la Francia torni ad essere competitiva, è importante che prezzi dei prodotti e salari francesi diminuiscano rispetto a quelli tedeschi. In seguito al deprezzamento, la domanda aggregata in Francia si sposta verso l'alto e corregge la riduzione precedente. In tal modo, anche il livello dei prezzi francesi torna a quello precedente lo shock.

Il franco si è deprezzato rispetto al marco, così il prezzo in marchi tedeschi dei beni francesi è ora più alto. La svalutazione, è dunque un espediente per ridurre il prezzo dei prodotti francesi rispetto a quelli tedeschi.

Effetti negativi di una svalutazione: **a)** il deprezzamento però fa aumentare il prezzo dei beni tedeschi; **b)** si riduce il salario reale dei lavoratori francesi, creando una pressione al rialzo del livello dei salari nominali.

Il lavoratori vorranno una compensazione alla perdita di potere d'acquisto subita. In Francia dunque il livello dei prezzi tornerà a salire. Il processo si fermerà in un dato punto di equilibrio, nuovo. Non è possibile dire se il rialzo farà svanire il precedente deprezzamento. Ciò dipenderà dall'apertura economica e dalla misura in cui i lavoratori aggiusteranno le richieste salariali.

Col tempo, un deprezzamento provoca aumenti dei costi e dei prezzi interni, tendenti a ristabilire i prezzi relativi iniziali. In altre parole, i deprezzamenti nominali provocano deprezzamenti *reali* solo temporanei. Nel lungo periodo, le variazioni lasciano inalterato il tasso di cambio reale di un paese.

Questo fenomeno può essere contrastato soltanto se i lavoratori francesi sono disposti ad accettare la riduzione dei salari reali. Per tanto, i lavoratori devono accettare una soluzione difficile. Ma in quale regime questa condizione può essere soddisfatta?

In un mondo perfetto non vi sarebbe differenza. I lavoratori si opporrebbero all'aggiustamento interno tanto in una unione monetaria, quanto all'esterno di essa. Senonché, in un mondo reale, i lavoratori saranno affetti dall'illusione che una politica monetaria potrebbe contrastare questa tendenza. Pertanto, aggiustare i salari all'interno di un'unione sarà più difficile.

Inoltre, all'interno di un'U.M, un paese deve ridurre salari e prezzi determinando così un aumento del deficit di bilancio e un'impennata dei livelli di debito pubblico rispetto al PIL. Come già detto, però, il controllo della moneta in cui hanno emesso il debito non può essere controllato direttamente. Tale circostanza rende vulnerabile il paese agli attacchi speculativi autoavverantisi, portando così ad una crisi di liquidità.

Durante questi aggiustamenti, i paesi sono esposti ad una crisi del debito sovrano. Questo calo rischia di essere intenso e prolungato.

Se il paese non fa parte di un'unione monetaria, ha il pieno controllo della moneta, potrà svalutarla evitando il processo inflazionistico e l'aumento del debito e del livello del rapporto debito/PIL.

Prima dell'UEM si sono verificate varie svalutazioni che hanno riequilibrato i conti interni e la bilancia commerciale, ad un costo probabilmente inferiore rispetto all'utilizzo del tasso di cambio.

Gli shock fin qui descritti sono permanenti (asimmetrici) e di natura esogena. Molti di essi però, sono anche correlati agli alti e bassi del ciclo economico. Per cui essi sono endogeni e temporanei. Essi possono essere asimmetrici.

Si pone dunque anche qui un problema di stabilizzazione macroeconomica.

Prendiamo, ad esempio, una recessione in Francia e un'espansione in Germania. Se questi due paesi formassero un'unione monetaria, la banca centrale comune sarebbe paralizzata. Se abbassa il tasso d'interesse per alleviare il problema francese, salgono le pressioni inflazionistiche in Germania. Se alza il tasso d'interesse per contrastare le pressioni inflazionistiche tedesche, acuisce la crisi francese. L'altro strumento, quello della mobilità dei lavoratori, non avrebbe molto senso: come convincere i francesi a trasferirsi in Germania per farvi poi ritorno, una volta che la crisi sia terminata in Francia? Di fatto, in un'unione monetaria questo dilemma è insolubile. La BC non può stabilizzare il prodotto al livello dei singoli paesi, ma solo a livello dell'unione.

Tuttavia, se i due paesi mantengono le proprie monete, allora hanno a disposizione anche gli strumenti a livello nazionale. La BC francese può stimolare la domanda aggregata riducendo il tasso d'interesse e lasciando che il franco si deprezzi. Viceversa, la Germania alza il tasso  $i$ , per contenere gli effetti dell'espansione.

I governi dell'unione monetaria non hanno invece alcun controllo sulla moneta nella quale emettono i propri titoli di debito. Durante una recessione, essi dovranno fare i conti con la sfiducia dei mercati finanziari. Come un circolo vizioso, ciò può condurre - come abbiamo già visto - ad una crisi di liquidità. La soluzione è l'adozione di politiche di austerità. In conclusione, vi è uno scarso margine di manovra per politiche di stabilizzazione a livello nazionale.

### **Produttività e inflazione in un'unione monetaria: effetto Balassa-Samuelson**

In U.M., i tassi d'inflazione vengono equalizzati. Ciò non è necessariamente vero. Frequentemente vi sono infatti differenze nei tassi di inflazione regionali. In Germania il tasso d'inflazione, tra il 1999-2001 era attorno al 1%, mentre in Spagna e Grecia attorno al 3%. Come si può spiegare il fenomeno?

Balassa e Samuelson hanno fornito una possibile spiegazione, basata sulla distinzione tra *tradable* e *non-tradable goods*.

In U.M, i prezzi dei beni *tradable* si eguagliano, mentre ciò non si verifica per il settore dei beni *non-tradable*, dato che questi non sono esposti alle forze della concorrenza internazionale.

Abbiamo anche visto che, all'aumentare della produttività, vi sarà anche un aumento salariale. Dunque, qualora sussistano differenze di crescita della produttività tra paesi aderenti a una UM, differiranno anche i tassi di inflazione. L'effetto delle differenze di crescita della produttività sull'inflazione è noto come effetto Balassa-Samuelson. Così, se in Italia la produttività cresce più rapidamente che in Germania, allora l'inflazione italiana in un'unione monetaria dovrà eccedere quella tedesca.

Queste differenze d'inflazione non dovrebbero costituire fonte di preoccupazione. Si tratta anzi di fenomeni di equilibrio. Crescendo la produttività di più, devono crescere più velocemente anche i prezzi.

Quest'analisi, però non legittima la conclusione che tutte le differenze d'inflazione siano il risultato di questo meccanismo di riequilibrio. In alcuni paesi dell'Eurozona, infatti, i salari sono cresciuti ad un tasso notevolmente più elevato della produttività (Italia, Grecia, Spagna). Di conseguenza, l'inflazione che si è verificata non è riconducibile al meccanismo di riequilibrio descritto dal modello di Balassa-Samuelson, ed ha portato ad un significativo deterioramento della posizione competitiva di tali paesi.

### **Politiche monetarie nazionali, coerenza temporale e credibilità**

Consideriamo la tradizionale **Curva di Phillips**

$$U = U_N + \alpha (p^e - p)$$

Dove  $U$  è il tasso di disoccupazione;  $U_N$  è il tasso naturale di disoccupazione,  $p$  è il tasso d'inflazione osservato e  $p^e$  è il tasso di inflazione atteso (expected).

Dall'equazione, emerge che soltanto l'inflazione inattesa influenza il tasso di disoccupazione. Quando il tasso di inflazione  $p$  è maggiore del tasso atteso  $p^e$ , la disoccupazione scende al di sotto del proprio livello naturale.

Nell'ipotesi, gli agenti economici utilizzano tutte le informazioni rilevanti per prevedere il tasso d'inflazione e non possono sistematicamente sbagliare nelle loro simulazioni.

Il tasso di disoccupazione naturale, può anche essere definito come NAIRU, *non accelerating-inflation rate of unemployment*, sarebbe a dire il tasso di disoccupazione in corrispondenza del quale l'inflazione non accelera.

Un secondo passo, dopo la Curva di Phillips, consiste nell'introdurre le preferenze delle autorità monetarie. Al diminuire del tasso d'inflazione, le autorità diventano meno inclini a lasciare aumentare la disoccupazione per ridurre il tasso di inflazione. In altri termini, al diminuire dell'inflazione, le autorità tendono a dare maggior peso alla disoccupazione.

In generale, autorità molto sensibili al problema della disoccupazione (*wet governments*), hanno curve di indifferenza molto inclinate: per ridurre il tasso di disoccupazione sono disposte ad accettare inflazione addizionale. Nel caso estremo, autorità sensibili soltanto all'inflazione, hanno curve di indifferenza orizzontali.

Se si volesse cercare di mantenere il tasso di inflazione a zero, attraverso una politica monetaria e se, inoltre, gli agenti economici credessero a questo annuncio, le autorità possono attenersi alla regola. Tuttavia, vi sono situazioni migliori di queste (graficamente, pag. 64). Le autorità potrebbero barare e aumentare inaspettatamente il tasso d'inflazione. Da un punto di vista economico, le autorità hanno incentivi a non rispettare la promessa.

Il problema però è che le autorità sanno anche che gli agenti economici *reagiranno* aumentando le loro aspettative d'inflazione. Esse dovrebbero dunque valutare il guadagno *di breve periodo* che otterrebbero rispetto alle perdite future.

In presenza però di politici miopi che solo guardano alle scelte di medio-breve periodo.

Per tutta questa serie di ragioni (pagg.64-65) è scaturita nel tempo l'idea che le autorità che decidono in materia di politica monetaria (banche centrali) dovrebbero essere **indipendenti dalla politica**. Questa idea è divenuta molto influente, tanto che in molti paesi la Banca Centrale è stata resa politicamente indipendente (come in Italia).

Il solo modo credibile perché si renda *credibile* la regola dell'inflazione è che le autorità non mostrino alcun interesse per la disoccupazione. In tal caso le curve di indifferenza saranno orizzontali.

### Il modello Barro Gordon in economie aperte

Un governo sensibile sia alla disoccupazione sia all'inflazione non sarà credibile nell'annunciare un tasso d'inflazione = a zero. Questo modello si applica anche in economie aperte.

Es. Italia ha un tasso d'inflazione di equilibrio più elevato di quello tedesco. La sua moneta dovrà deprezzarsi continuamente. Il problema: è che, se fosse in grado di convincere i cittadini che non tenterebbe di svalutare continuamente la moneta, riuscirebbe ad ottenere effetti positivi.

Altrimenti, l'Italia potrebbe risolvere il suo problema annunciando un'unione monetaria con la Germania? Supponiamo che l'Italia, dapprima fissa il proprio tasso di cambio con il marco tedesco. Per effetto della PPP, il potere della lira sarà uguale a quello tedesco. L'Italia sembra, così, beneficiare di un tasso d'inflazione minore. I guadagni in termini potenziali sono notevoli, poiché nel nuovo equilibrio l'economia è su una curva d'indifferenza più bassa.

A questo punto, occorre vedere se questa politica sia credibile. Il rischio è che l'Italia, ad esempio, decida una *svalutazione a sorpresa* della lira. Essa provocherebbe un aumento inatteso del tasso d'inflazione. Gli agenti economici aggiusteranno le loro aspettative, e il tasso d'inflazione finirà per essere lo stesso che esisteva prima di fissare il cambio. Quindi **il semplice fatto di fissare il tasso di cambio non risolve il problema**, in quanto la regola del tasso di cambio fisso non è più credibile della regola del tasso d'inflazione fisso.

Altre possibilità: l'Italia decide di abolire la propria moneta e adottare quella tedesca. Se fosse possibile convincere tutti che l'Italia non ripudierebbe mai questa decisione, allora l'Italia potrebbe raggiungere la stessa inflazione di equilibrio della Germania.

L'Italia non ha più una politica monetaria indipendente. Le sue autorità monetarie non esistono più e non si può più procedere a svalutazioni della lira. L'Italia in qualche modo **prende a prestito** (Giavazzi&Pagano), la credibilità della Germania, perché il suo governo ha le mani strettamente legate.

L'Italia può trarre vantaggio dalla costituzione di una UM con la Germania. Inoltre, ciò non comporta alcuna perdita di benessere per la Germania. Parrebbe dunque che essa possa produrre solo dei vantaggi. Questa analisi ha esercitato una forte influenza prima della creazione dell'Eurozona nei paesi a alta inflazione. Si è visto nella UM un modo per avere stabilità macroeconomica senza pagarne i costi.

Recap:

- solo un' UM assicura la credibilità per un paese ad alta inflazione. Come visto, manovre per mantenere fisso il tasso di cambio non producono gli stessi effetti;
- La BC dell'unione monetaria sarà la BC della "Germania". In questo modo "l'Italia" trae vantaggio dalla reputazione della BC tedesca per riuscire a raggiungere un minore livello di inflazione.

Problema: poniamo il caso la BC sarà una BC *nuova*, come nel caso della BCE con la nascita dell'euro. Essa riuscirà ad essere una banca credibile? Ciò dipende da come verrà percepita dagli esterni. Se, ad esempio, la nuova BC verrà percepita come meno *hard-nosed* di quanto fosse in precedenza la BC tedesca, il nuovo tasso d'inflazione di equilibrio dell'unione sarebbe più alto di quello vigente prima in Germania.

In una situazione del genere, l'Italia può ancora ottenere dei guadagni, mentre la Germania ci rimetterebbe e non sarebbe entusiasta di una simile unione. Non è un caso, ad esempio, che la BCE sia stata rigidissima nel prevedere forti misure per contrastare l'inflazione, già nei trattati.

Il modello **Barro-Gordon** ci spiega perché certi paesi abbiano deciso di **dollarizzare** le proprie economie. La **dollarizzazione** è un regime monetario col quale un paese decide *unilateralmente* di utilizzare dollari per i pagamenti interni. Oggi è stata adottata da paesi come Ecuador, El Salvador, Panama, in passato - negli anni '90 - era molto in voga ed adottata da Argentina, Brasile. Si tratta sempre da paesi affetti da fenomeni di **iperinflazione** o elevata inflazione, che incontrano grandi difficoltà nell'abbassarli a causa della manca di credibilità delle proprie autorità monetarie. La dollarizzazione non è uno strumento con cui risolvere il problema della credibilità.

Adottata anche da paesi dell'est Europa (Kosovo e Montenegro), che hanno deciso unilateralmente di adottare l'euro come propria moneta nazionali.

Credibilità: importante per la valutazione dei costi di una UM.

- autorità nazionali, scegliendo di lasciar che la moneta si deprezzi → arma a doppio taglio: Sapere che possa essere usata in futuro, complica le politiche macroeconomiche;
- deprezzamenti non possono essere usati per correggere qualsiasi perturbazione che si verifichi nell'economia.

Il deprezzamento non può essere usato frequentemente. Infatti, una volta utilizzato, provoca aspettative che pregiudicano la possibilità di impieghi ulteriori. È uno strumento rischioso, che può danneggiare l'economia. Quando si vuole utilizzarlo bisognerebbe sempre considerare che in futuro sarà più difficile utilizzarlo efficacemente. Alcune teorie sostengono addirittura che questo tipo di svalutazioni andrebbe abbandonato.

Esagerazioni: negli anni '80-'90, in Europa le svalutazioni hanno avuto molto successo. Ma spesso accompagnata da altre drastiche trasformazioni politiche. In Belgio e Danimarca, ad esempio, nel 1982, la svalutazione è stata percepita come strumento unico e difficilmente ripetibile. Si è accompagnato un cambiamento di governo. In questo contesto, gli effetti negativi possono essere tenuti sotto controllo. In Danimarca, si è perfino visto migliorare la propria reputazione subito dopo la svalutazione.

Trade-off: paesi con elevata inflazione possono migliorare la propria reputazione entrando in un'unione monetaria. Se però non godono al tempo stesso di un'eccellente reputazione in fatto di bilancio pubblico, la loro adesione all'UM li rende più vulnerabili a una crisi del debito sovrano.

## Mundell

Contributo fondamentale alla teoria AVO, tanto che nel 1999, insignito del Premio Nobel per l'economia. Salutato come uno dei padri dell'UEM. In realtà, si era mostrato scettico nei confronti di un'UM.

- rispetto a un sistema di monete nazionali un'UM è un modo più efficiente di organizzare un sistema di assicurazione contro gli shock esogeni asimmetrici. Inoltre, sempre nel modello Francia-Germania. I consumatori francesi colpiti da recessione possono prendere a prestito risorse dai consumatori tedeschi. In assenza di UM, ciò sarebbe più difficile, proprio perché monete nazionali distinte, variazioni nei cambi, rendono i consumatori riluttanti a svolgere la funzione di prestatori.
- I movimenti del tasso di cambio, in un mondo incerto sono fonte di shock asimmetrici. Diversamente, le UM sono meccanismi in grado di attenuare gli shock asimmetrici e rafforzare la funzione di assicurazione contro di essi.

## Efficacia del tasso di cambio di fronte a shock asimmetrici

Modello. Due paesi, uno aperto, l'altro chiuso. Gli effetti di una svalutazione su domanda e offerta sono differenti per i due paesi. La svalutazione, sul lato della domanda, ha effetti maggiori in un'economia aperta che non in una più chiusa.

Es. Economia aperta esporta il 99% del suo PIL. Quella chiusa il 1%. Una svalutazione del 10% farà aumentare la domanda aggregata molto di più nel primo paese che nel secondo.

Lato dell'offerta. Nell'economia aperta la curva dell'offerta si sposta verso l'alto, mostrando come il deprezzamento sia più marcato che nell'economia chiusa. Essa infatti importa di più e l'indice dei prezzi al consumo cresce di più, innescando una spirale prezzi salari più rapida.

Un deprezzamento della moneta ha dunque effetti differenti nei due paesi per cui, a priori, non è possibile dire in quale paese il deprezzamento avrà maggior efficacia. Si può certo dire però, che il deprezzamento si ripercuote maggiormente nell'economia più aperta.

A parità di effetto sul prodotto è probabile che il deprezzamento sia più costoso nell'economia aperta a causa della maggiore variabilità dei prezzi che ne è indotta. Pertanto, la perdita di capacità di utilizzare politiche monetarie nazionali è meno costosa per un'economia aperta.

In generale:

- probabile che al procedere dell'integrazione commerciale diminuisca la probabilità degli shock asimmetrici
- anche se l'integrazione determina aumento degli shock commerciali, in economie più integrate commercialmente il costo del ricorso allo strumento del tasso di cambio dovrebbe compensare il primo effetto.

## Conclusioni

Teoria classica AVO: un paese NON paga costi elevati entrando a far parte di un'unione monetaria. In realtà, necessarie due considerazioni:

- capacità delle variazioni dei tassi di cambio di assorbire shock asimmetrici è inferiore a quanto vorrebbe la tradizionale teoria avo (ispirazione keynesiana). Le variazioni del tasso di cambio non hanno di regola effetti permanenti sul prodotto e sull'occupazione.
- contrariamente alla visione tradizionale, le variazioni del tasso di cambio non sono strumenti da utilizzare in modo flessibile e senza costi.

Le teorie AVO sono dunque divenute irrilevanti? No. Il nucleo centrale della teoria AVO rimane valido. Si possono fare queste ultime osservazioni:

- differenze importanti tra paesi non scompariranno del tutto (vedi crescita, aggiustamenti interni) in quanto hanno ragioni politico-istituzionali;
- stati-nazione, mantengono le proprie peculiarità nazionali;
- mercati del lavoro continuano ad essere caratterizzati da particolari connotazioni istituzionali;
- sistemi giuridici (es. mutui);
- l'UEM cancella alcune differenze, non tutte (es. prezzi).

Possiamo affermare che i paesi che hanno deciso di aderire all'UEM a partire dal 1° gennaio 1999, si sono accollati un rischio. Il rischio di elevati costi di aggiustamento, a fronte di perturbazioni asimmetriche, può essere ridotto attuando due strategie:

- rendere più flessibili i mercati, così da poter meglio provvedere agli aggiustamenti richiesti dagli shock asimmetrici;
- accelerare il processo di unificazione politica.

### Capitolo III - Benefici di una moneta comune

#### Guadagni diretti derivanti dall'eliminazione dei costi di transazione

Eliminazione delle commissioni applicate al cambio delle monete è certamente il **guadagno più evidente** derivante da un'unione monetaria. È anche il guadagno più facilmente quantificabile. Essi sono tutti scomparsi con l'adozione della moneta comune.

La Commissione europea [1990] ha quantificato questi costi attorno ai 13-20 miliardi di euro all'anno. Un valore compreso tra un quarto e la metà di un punto del PIL comunitario europeo. Può sembrare un'inezia, ma è pur sempre un guadagno da sommare all'altri derivanti dal mercato unico. La contropartita sta nei ricavi del settore bancario. Secondo alcune indagini, le commissioni per il cambio delle monete nazionali costituisce il 5% delle entrate delle banche. Con un'unione monetaria questi ricavi scompaiono.

Va detto, comunque che il costo di transizione per il cambio di valute costituiscono una *perdita secca*. Vale a dire, i consumatori non ricevono nulla in cambio del pagamento. Le banche ora, dovranno cercare profitti in altre attività.

Va aggiunto: fintanto che i sistemi di pagamento bancari non saranno pienamente integrati, i trasferimenti bancari tra paesi membri di una UM saranno relativamente più costosi di quelli che si svolgono all'interno di uno stesso paese.

Per questo l'UEM ha deciso di procedere ad un regolamento dei pagamenti. Così pagamenti, prelievi, trasferimenti fino a 50.000€ debbono prevedere le medesime commissioni applicate alle analoghe operazioni bancarie nazionali. Si è così creato il Consiglio europeo per i pagamenti, che a sua volta ha creato il **Single Euro Payments Area**, mirante a semplificare le tipologie di pagamenti nell'interna Eurozona. Si è proceduti a dare base legale alla SEPA, che ha formato un sistema di pagamenti oggi pienamente integrato. Anche i clienti delle banche sono stati abituati a eseguire trasferimenti fra paesi nello stesso modo in cui li eseguono all'interno di essi.

## Guadagni indiretti: trasparenza nei prezzi

Difficile da quantificare, ma l'introduzione dell'euro ha accompagnato maggiore trasparenza nei prezzi. I consumatori europei ora potranno meglio confrontare i prezzi espressi in una stessa unità di conto, così decidendo dove effettuare gli acquisti. Ciò dovrebbe, a sua volta, farcire la concorrenza.

Numerosi dati dimostrano che la discriminazione dei prezzi è ancora ampiamente praticata in Europa. Le frontiere nazionali costituiscono infatti ancora fattori potenti di segmentazione del mercato e quindi ampie differenziazioni di prezzo. Ciò è vero tanto in Nord America, quanto in Europa, dove nonostante l'abolizione di dazi all'importazione ed altre barriere commerciali espliciti, i costi tra paesi divergono.

Inoltre: secondo uno studio di Wolszack-Derlacz, nell'Eurozona si ha avuto una convergenza di prezzi prima del 1999, per arrestarsi dopo l'introduzione dell'euro. Questo stesso fenomeno è stato registrato anche dalla Commissione europea.

Dunque, secondo studi empirici (es. settore automobilistico), l'Euro non ha avuto alcun effetto nel ridurre la notevole dispersione dei prezzi delle stesse automobili nell'Eurozona. Perché questo?

molti prodotti studiati da Wolszack-Derlacz sono venduti nei supermercati. I differenziali di prezzo dei prodotti sono risultate dei costi di transazione. Con o senza l'euro, sarebbe molto costoso infatti per i singoli consumatori che vivono a Parigi, recarsi a Berlino per trarre vantaggio da minori prezzi (es. generi alimentari). Un simile **arbitraggio** rimane proibitivo.

Così, benché l'euro faciliti il confronto dei prezzi, è dubbio che contribuirà in modo sostanziale ad eliminare i differenziali di prezzo osservati. Si può concludere che, se l'euro contribuirà al processo di convergenza, non sarà certo perché consente ai consumatori di confrontare al meglio i prezzi di beni e servizi.

## Riduzione dell'incertezza

L'incertezza sulle variazioni del tasso di cambio futuro, porta con sé incertezza sui ricavi futuri delle imprese. È comunemente accettato che in un mondo di individui avversi al rischio, ciò provochi una perdita di benessere.

In condizioni di incertezza, il profitto è maggiore rispetto a condizioni di certezza. Tuttavia, l'effetto positivo dell'incertezza deve essere confrontato con la maggiore incertezza dei profitti. Il profitto maggiore accresce l'utilità dell'impresa; parimenti, la maggiore incertezza su questi profitti riduce l'utilità dell'impresa. Non è chiaro quindi se il benessere diminuisce quando l'incertezza del tasso di cambio aumenta. Certamente non si può neppure dire che il benessere delle imprese aumenta se si eliminano le monete nazionali e si introduce una moneta comune.

Inoltre, le variazioni del tasso di cambio non rappresentano solo un rischio, ma creano anche opportunità di realizzare profitti. Quando il tasso di cambio varia, aumenta la probabilità di realizzare profitti. Esportare il prodotto può ad esempio, essere visto come un'opzione. Quando il tasso di cambio diventa molto favorevole, l'impresa esercita la sua opzione di esportare. Con un tasso di cambio sfavorevole, si astiene dall'esercitarla.

Le variazioni del tasso di cambio possono essere ampie e persistenti, producendo bolle seguite da crolli. Quando ciò si verifica l'effetto può essere devastante. I prezzi possono infatti scendere molto al di sotto della curva del costo marginale, costringendo le imprese a chiudere. Tali ampi movimenti sono un problema ricorrente nei regimi dei cambi fluttuanti, dando luogo ad ampi costi di aggiustamento e provocando povertà economica.

Ciò è accaduto, ad esempio, negli anni '90 in Spagna, Italia, che si sono deprezzate del 20-30% provocando ampi costi di aggiustamento in paesi come la Germania e il Benelux.

- Diventa così sempre più difficile se non impossibile, gestire i tassi di cambio in modo ordinato nel mondo della libera mobilità dei capitali;
- questi movimenti dei tassi di cambio visti sempre più come cause di perturbazioni asimmetriche.

## **Incertezza nel tasso di cambio e crescita economica**

L'eliminazione del rischio di cambio conduce ad una maggiore crescita economica. Esso può essere formulato utilizzando il modello di crescita neoclassico, e la sua estensione a situazioni con economie di scala dinamiche.

Il modello di crescita neoclassico stabilisce che i rendimenti marginali sono decrescenti. L'equilibrio si ottiene nel punto in cui la produttività marginale del capitale è uguale al tasso d'interesse che i consumatori utilizzano per scontare il consumo futuro. In questo modello, la crescita può verificarsi solo se la popolazione aumenta o vi è un tasso esogeno di cambiamento tecnologico.

Un'unione monetaria ha dunque effetti sulla crescita. Eliminando infatti il rischio di cambio, si riduce il rischio sistemico, così da ridurre il tasso d'interesse reale. In un contesto meno rischioso, gli investitori esigono un premio di rischio minore per effettuare lo stesso investimento.

Dunque, in linea generale, la diminuzione del tasso di interesse dovuta alla formazione dell'unione monetaria, fa aumentare *temporaneamente* il tasso di crescita del prodotto.

Questo modello, è stato poi esteso introducendo le economie di scala dinamiche. Si supponga che la produttività del capitale aumenta con l'aumento dello stock di capitale. Pertanto, un'economia con uno stock di capitale per lavoratore più elevato si muove su un sentiero di crescita permanentemente più alto. Parimenti, un abbassamento del tasso d'interesse può collocare l'economia su un sentiero di crescita più alto.

Il minor tasso d'interesse, infatti, può consentire all'economia di accumulare una maggiore quantità di capitale.

Nel periodo 2000-2014, il tasso di crescita del PIL reale negli USA e nei paesi UE che non fanno parte dell'Eurozona, sono cresciuti di più rispetto ai paesi dell'Eurozona. Si noti inoltre che nell'Eurozona la stagnazione del 2008 è perdurata molto più che negli USA e anche negli altri paesi UE la ripresa è iniziata prima.

Perché?

Probabilmente, la ragione principale è che la riduzione dell'incertezza non abbia determinato un calo significativo del tasso d'interesse reale. Esso è infatti sceso solo in paesi come Spagna, Portogallo e Grecia. In questi paesi (ad esclusione del Portogallo) si registrava una crescita. Inoltre, la pesante stagnazione osservata a partire dal 2008, dipende probabilmente dall'attuazione di pesanti programmi di austerità in molti paesi dell'Eurozona.

Tuttavia, può anche essere affermato la riduzione dell'incertezza sul tasso di cambio non riduce necessariamente il rischio *sistemico*. Una minore incertezza sul tasso di cambio può essere compensata da una maggiore incertezza su altri elementi, come il prodotto e l'occupazione. Può darsi quindi che le imprese che operano in una zona monetaria più ampia non operino in un contesto che sia complessivamente meno rischioso.

## **Unione monetaria e commercio**

Effetti di un'unione monetaria sul commercio. Secondo la teoria classica, gli scambi potrebbero accrescere.

- a) riduzione dei costi di transazione, stimolando così gli scambi internazionali;
- b) incertezza dei tassi di cambio. Anche quest'ultimo potrebbe essere un fattore che stimola gli scambi fra i membri di un'unione monetaria.

In passato, la prima generazione di studi econometrici è approdata a ben poco. Per lo più, la relazione risultava debole e statisticamente non significativa. Si giungeva alla conclusione che eliminare la variabilità del cambio in un contesto di unione monetaria non avrebbe avuto un impatto significativo sui flussi commerciali.

La seconda generazione è invece giunta a risultati ben diversi. Eliminando altri fattori (linguistici, distanza), si è notato che i flussi commerciali tra coppie di paesi che non fanno parte di un'unione monetaria sono mediamente del 200% maggiori [Rose, 2000]. Tuttavia, questi dati sono anche stati criticati [Baldwin, 2006].

D recente, si è cercato di studiare meglio il fenomeno. Secondo alcuni studi, gli effetti dell'euro sul commercio in seno all'Eurozona variano dal 5 al 20%. Ciò in quanto l'euro ha ridotto i costi fissi e variabili delle imprese esportatrici. Imprese che precedentemente servivano soltanto i mercati interni, ora hanno potuto esportare ad altri paesi dell'Eurozona. Soprattutto sono state le piccole e medie imprese a beneficiare di questo effetto. Quelle che già esportavano hanno invece aumentato i propri volumi.

Diciamo comunque che in definitiva, l'ipotesi di un effetto positivo delle unioni monetarie sugli scambi commerciali ha uno scarso riscontro empirico.

### **Benefici di una moneta internazionale**

Quando alcuni paesi formano un'unione monetaria, la nuova moneta assume nel sistema internazionale un peso superiore a quello della semplice somma delle singole monete preesistenti. È verosimile che la nuova moneta venga utilizzata più frequentemente anche al di fuori dell'unione.

Si tratta di ulteriori benefici per l'unione

I vantaggi dell'avere una moneta utilizzata come unità di conto e mezzo di scambio nel resto del mondo sono significativi. Tre tipi di benefici principali:

- 1) Se la moneta è utilizzata a livello internazionale, si ottengono vantaggi addizionali. Nel 1999, più della metà dei dollari emessi dalla Federal Reserve era utilizzata fuori dagli USA. Ciò ha più che raddoppiato i profitti della stessa banca. Questi profitti vanno *direttamente* al governo federale. I cittadini americani, per finanziare ogni dato livello di spesa pubblica, pagano meno tasse.
- 2) Una valuta internazionale viene anche detenuta come riserva dalle banche centrali estere. Queste riserve sono solitamente detenute sotto forma di titoli del Tesoro anziché in contanti. Così la banca centrale cinese detiene oltre un trilione di dollari sotto forma di titoli USA. Questi sono stati un'importante fonte di finanziamento del deficit di bilancio USA negli anni. I detentori esteri sopportano il rischio di cambio. È ciò che De Gaulle definì come *privilegio esorbitante* degli USA.
  - 1) Oggi l'euro viene sempre più detenuto come valuta di riserva. Secondo il FMI nel 2007 l'euro rappresentava il 27% circa di tutte le riserve internazionali, contro il 60% circa del dollaro.
  - 2) Queste tendenze presentano anche dei rischi. I governi potrebbero servirsi in misura eccessiva di questi mezzi. Ciò è quanto ha certamente fatto negli ultimi anni il governo USA. Grazie al facile accesso ai finanziamenti, si è ingigantito il debito. Ciò ha contribuito a finanziare un boom insostenibile dei consumi, che ha avuto fine con il crollo del 2008.
- 3) Infine, quando una moneta diventa mezzo di pagamento e riserva internazionale, i residenti esteri vogliono investire in attività e titoli del debito denominati in quella moneta. Le banche interne attraggono così un maggior volume di affari.
  - 1) Va detto, comunque che alcuni paesi, vdi il Regno Unito, è riuscito ad attrarre attività finanziarie anche pur non possedendo una moneta nazionale a respiro internazionale. Pertanto, possedere una valuta internazionale non è una condizione necessaria per offrire servizi finanziari per cui il resto del mondo sia disposto a pagare.

### **Recap:**

- 1) Una moneta comune riduce i costi di transazione. Favorisce l'integrazione economica;
- 2) Una moneta comune migliora l'efficienza allocati dei prezzi attraverso la riduzione dell'incertezza dei prezzi;
- 3) Eliminazione dei tassi di cambio elimina i movimenti estremi di tali tassi;
- 4) Maggiore trasparenza dei prezzi
- 5) Benefici da possibile trasformazione in moneta globale.

## Capitolo IV - Costi e benefici a confronto

Posizione **monetarista**: le variazioni del tasso di cambio sono inefficaci come strumento per correggere gli shock asimmetrici, o comunque ridurrebbero il benessere del paese. Secondo questo punto di vista, invece, i paesi guadagnano abbandonando le rispettive monete nazionali e partecipando invece ad un'unione monetaria.

Posizione **keynesiana**: abbandonando certe rigidità, politiche monetarie e tasso di cambio sono potenti strumenti di assorbimento degli shock asimmetrici. Posizione ben rappresentata dal modello originario di Mundell. Molti grandi paesi, secondo questa teoria, migliorerebbero la propria posizione, suddividendo il paese stesso in differenti aree monetarie.

A partire dagli anni '80, l'impostazione monetarista ha riscosso molti consensi. La popolarità di queste idee ha contribuito a spiegare perché l'UEM sia diventata realtà negli anni '90 (assieme a congiunture politiche come ad esempio la riunificazione tedesca).

Con la crisi del debito sovrano (2010), si è ridotta la popolarità del monetarismo.

Va sottolineata, anzitutto, la differenza nei diversi gradi di apertura dei paesi membri dell'UEM. Ci sono alcuni paesi con un notevole grado di apertura rispetto ad altri partner. Benelux, Irlanda, Austria, Repubblica Ceca e tutti gli altri paesi di ultima "generazione" sono tra i più aperti. In fondo alla graduatoria, paesi come Regno Unito, Grecia, Cipro

Rimane comunque difficile stabilire una linea precisa e concludere un valore che sia ottimale di apertura. La ragione è duplice:

- da una parte ci sono altri importanti parametri, come il grado di flessibilità ed asimmetria degli shock.
- Alcuni paesi, con bassa quota di scambi commerciali, potrebbero comunque ritenere vantaggiosa l'unione monetaria. Vedi, ad esempio, paesi con elevata inflazione (Italia e Grecia)

### Unione monetaria, rigidità dei prezzi, salari e mobilità del lavoro

Come già detto, l'analisi costi-benefici è anche influenzata dal grado di rigidità dei prezzi e dei salari. Nei paesi in cui prezzi e salari sono poco rigidi incorrono in costi minori se decidono di aderire ad un'unione monetaria. Infatti, all'occorrere di shock asimmetrici, saranno richiesti cambiamenti nei prezzi relativi.

Analogamente, un aumento del grado di mobilità del lavoro rende più attraente un'unione monetaria. È necessario osservare, tuttavia, che non tutte le forme di integrazione hanno questi effetti. L'integrazione economica può condurre a una maggiore concentrazione regionale delle attività industriali.

Per stabilire se sia desiderabile un'unione monetaria per un determinato paese, occorre tener conto non solo del grado di flessibilità del mercato del lavoro, ma anche della dimensione e frequenza degli shock asimmetrici cui è esposto.

I paesi che subiscono shock da domanda e da offerta sono molto differenti. L'idea di fondo della Teoria AVO è che i paesi o le regioni caratterizzati da una forte asimmetria nella crescita del prodotto e dell'occupazione, se vogliono formare un'unione monetaria evitando al tempo stesso seri problemi di aggiustamento, devono contare su un'elevata flessibilità dei mercati del lavoro.

Quanto è minore il grado di simmetria, maggiore deve essere il grado di flessibilità dei mercati del lavoro necessario per far funzionare senza tensioni un'unione monetaria.

Zona AVO: quei paesi che costituiscono un'area valutaria ottimale. Secondo De Grauwe, l'Eurozona **non costituisce un'area valutaria ottimale**. Secondo questa teoria, un'unione monetaria fra questi paesi è una cattiva idea.

Un numero di economisti è concorde nel ritenere che l'UE-28 (forse anche l'Eurozona) non costituisca un AVO. Tuttavia, gli economisti sono altrettanto concordi nel ritenere che *esista un sottoinsieme di paesi UE che costituisce un'area valutaria ottimale*. In genere si ritiene che questi siano Germania, Benelux, Austria, Francia. Ciò è confermato dagli stessi studi empirici citati in precedenza.

Non vi è però accordo sulle dimensioni del sottoinsieme di paesi per cui sarebbe vantaggioso formare un'unione monetaria.

Inoltre, da un confronto con gli USA, emerge che la differenza con l'UE risiede nel grado di flessibilità dei rispettivi mercati del lavoro. In Europa, ad esempio, i salari reali sono meno sensibili alla disoccupazione che non negli USA. Inoltre, all'interno USA vi è una mobilità del lavoro molto più elevata all'interno degli USA che non fra i membri UE.

D'altro canto, potremmo affermare che lo sfasamento tra il ciclo economico UE e quello del Regno Unito possa essere imputabile al fatto che quest'ultimo sia fuori dall'unione monetaria. Di conseguenza, si potrebbe ipotizzare che se la GB entrasse a far parte dell'unione monetaria, le differenze perderebbero d'importanza. Non possiamo quindi essere del tutto sicuri del fatto che i paesi dell'UE-28 - pur non costituendo un'AVO, non trarrebbero benefici dal formare un'unione monetaria.

La sfida dell'UE-28 è dunque quella di entrare nella zona AVO, ossia rendere meno costosa l'unione monetaria. Vi sono due strategie per riuscirci:

- a) ridurre il grado di asimmetria degli shock
- b) accrescere il grado di flessibilità.

Con rispetto al punto a) possiamo dire che il grado di asimmetria dipende da fattori scarsamente influenzabili dai responsabili della politica economica. Essi possono fare ben poco sul grado di specializzazione industriale o per modificare i modelli di specializzazione regionale.

Vi è però un campo nel quale si può lavorare. Quello dell'**unificazione politica**. Abbiamo già sostenuto che la persistenza di stati-nazione che perseguono politiche indipendenti di spesa e tassazione sono causa di shock asimmetrici.

L'altra strategia, rimane quella di aumentare il **grado di flessibilità** dei mercati del lavoro. Questo implica una riforma dei mercati del lavoro. Benché difficili d'attuare, tali riforme sono necessarie se si vuole che un'unione monetaria coinvolga tutti i paesi dell'UE.

### Unione di bilancio

Si è definita la situazione attuale come quella di una *unione monetaria incompleta*. In questo caso, i costi d'aggiustamento di fronte a shock asimmetrici sono più elevati. Per ovviare a questi problemi, potrebbe realizzarsi una **unione di bilancio**. In questo caso, i costi d'aggiustamento sarebbero minori.

Tuttavia, un'unione di bilancio presuppone un'unione che sia anche politica. È probabile che una combinazione di unione monetaria, politica e di bilancio abbia minori costi e funzioni meglio di un'unione monetaria che non sia incorporata in un'unione politica. In questo senso, l'Eurozona costituisce una grande eccezione alla regola.

Inoltre, un'unione di bilancio, estende la copertura dei meccanismi assicurativi contro gli shock asimmetrici, riducendo il costo dell'adesione all'unione monetaria. Questo farebbe ridurre l'esigenza di flessibilità. La flessibilità può apparire *meravigliosa* [De Grauwel] a molti economisti e banchieri centrali, un po' meno però per tutti coloro che sono costretti ad essere flessibili. Che poi concretamente, significa accettare un taglio salariale.

Un'unione di bilancio, renderebbe così l'unione monetaria più accettabile per ampie fasce della popolazione.

Gli shock asimmetrici sono di due tipi *esogeni* ed *endogeni*:

I primi sono permanenti (vdi aumento prezzo del petrolio); i secondi sono il risultato di movimenti ciclici asincroni e sono temporanei.

Quando si verifica uno shock esogeno permanente la flessibilità è l'unica opzione disponibile per effettuare l'aggiustamento. Al contrario, in presenza di shock endogeni, la risposta migliore non è la flessibilità, ma il trasferimento di bilancio, resi possibili solo dall'unione di bilancio.

Poiché nella realtà vi sono shock sia esogeni sia endogeni, occorre progredire su entrambi i fronti, quello della flessibilità e quello dell'unione di bilancio. La flessibilità nei mercati del lavoro è qualcosa che i governi nazionali possono realizzare, senza la necessità di una maggiore integrazione fra i paesi membri. Diversamente, l'unione di bilancio richiede integrazione *anche* politica.

### Nel lungo periodo

**Prospettiva A.** Benché oggi l'UE-28 non costituisca un AVO, col tempo finirà per esserlo. In questo caso, una maggiore integrazione porterà ad una maggiore specializzazione e quindi all'esposizione di un numero maggiore di shock asimmetrici. Tuttavia, anche i benefici di un'unione monetaria aumentano rapidamente con il procedere dell'integrazione. Ne consegue che nonostante la riduzione della simmetria, l'aumento dell'integrazione ci porterà nella zona AVO.

**Prospettiva B.** L'integrazione allontana progressivamente l'UE-28 dalla zona AVO, in quanto i benefici netti di un'unione monetaria non crescono sufficientemente all'aumentare del grado di integrazione. Di conseguenza, i costi derivanti dalla riduzione della simmetria eccedono tutti i possibili benefici associati all'unione monetaria. Nel lungo periodo, le prospettive per un'unione monetaria saranno misere.

Va notato che questa ipotesi deriva da un'anomalia, in quanto implica che una diminuzione dell'integrazione commerciale, porterebbe all'inclusione nella zona AVO. Se i paesi tornassero indietro e si separassero, l'UM diverrebbe attraente. Un risultato quantomeno strano.

### Evidenza empirica

- Nel periodo precedente la crisi (1999-2007) il coefficiente di correlazione medio è marginalmente minore che nel periodo precedente all'istituzione dell'eurozona (1987-1997);
- nel periodo successivo alla crisi (2018-2017) il coefficiente aumenta in misura significativa. In realtà, ciò potrebbe essere legato al forte calo della produzione che si è verificato nel 2009 e ha colpito simultaneamente tutti i paesi, come conseguenza della Grande Recessione.

### Il Regno Unito dovrebbe entrare nell'UEM?

[leggi da pag.115-119]

### L'America latina è un AVO?

Nel periodo postbellico, i paesi dell'America Latina hanno sofferto gravi instabilità monetarie. Elevata inflazione (spesso *iperinflazione*), e un'ampia variabilità dei cambi hanno avuto un impatto negativo su crescita e benessere.

Per raggiungere una maggiore stabilità, i paesi dell'America del Sud hanno sperimentato molteplici regimi di cambio. Alcuni, hanno ancorato il cambio al dollaro (Brasile), altri hanno scelto un *currency board* con cui importare stabilità (Argentina). In complesso, questi esperimenti non hanno funzionato bene.

L'instabilità ha contribuito all'idea di costituire un'unione monetaria nel continente. Ma l'America Latina costituisce un AVO?

- Per quanto riguarda il **grado di apertura**, i paesi latinoamericani hanno livelli di scambi commerciali molto bassi con altri paesi. Ciò a causa del fatto che 1) i paesi sono chiusi rispetto al resto del mondo in generale e 2) la maggior parte degli scambi di questi paesi avviene con paesi non appartenenti all'area latinoamericana (USA e Europa). Il primo di questi criteri dunque risulta *decisamente sfavorevole*;
- Per quanto riguarda il **grado di asimmetria degli shock**, studi empirici dimostrano che i movimenti del prodotto sono poco sincronizzati e gli shock asimmetrici sono relativamente ampi;
- Per quanto riguarda il **grado di flessibilità**, sembra che la segmentazione del mercato del lavoro riduca i margini di aggiustamento in occasione di shock asimmetrici.

Complessivamente, l'America Latina sembra ben lungi dall'essere un AVO.

Come abbiamo detto, le unioni monetarie consentono ai paesi ad elevata inflazione di importare stabilità ai prezzi. Tuttavia, perché questo fenomeno si dispieghi, l'unione deve dotarsi di giuste istituzioni, che garantiscano la stabilità dei prezzi. Ciò si è verificato in Europa, in quanto molti paesi avevano una precedente esperienza positiva. Non altrettanto può dirsi oggi dell'America Latina. Quasi tutti i governi di questi paesi hanno infatti attraversato periodi di instabilità monetaria e inflazione più o meno accentuate.

È improbabile dunque che le istituzioni che si dovrebbero creare sarebbero abbastanza forti da garantire la stabilità dei prezzi. Questo per la mancanza di credibilità che caratterizzerebbe la nuova istituzione.

Per questo, si sostiene che i paesi Latinoamericani non otterrebbero alcun beneficio da un'unione monetaria comprendente solo paesi del continente. Al contrario, questi paesi potrebbero trarre dei vantaggi dalla c.d. *dollarizzazione*. Essi adotterebbero il dollaro come mezzo di pagamento, importando la stabilità monetaria della Federal Reserve.

La dollarizzazione, di converso, comporterebbe il passaggio totale della sovranità monetaria nelle mani degli Stati Uniti, suscitando forti resistenze politiche nei paesi. Per questo, appare altamente improbabile che suddetti paesi diano vita ad una dollarizzazione delle loro economie. Semmai, questa può essere attraente per i paesi più piccoli, alcuni dei quali (Ecuador, Panama, El Salvador), hanno già mostrato la loro preferenza verso un'unione monetaria con gli Stati Uniti sotto forma di dollarizzazione.

### **In Asia la prossima unione monetaria?**

La crisi finanziaria del 1997-1998 in Asia ha portato notevoli turbolenze. Molti paesi si sono resi conto che la perfetta mobilità dei capitali non mantiene fisso il loro tasso di cambio. Attacchi speculativi hanno costretto questi paesi a svalutare le loro monete o lasciare i tassi di cambio liberi di fluttuare.

Sono state così avviate iniziative per evitare che ciò si verificasse di nuovo. La più importante è la Chiang Mai Initiative (CMI). I ministri delle finanze dei paesi aderenti (ASEAN) e quelli di Cina, Giappone e Corea del Sud hanno annunciato quest'iniziativa nel 2000.

Vi è stata un'estensione degli accordi bilaterali sul credito a breve termine fra i paesi ASEAN e gli altri. Si è inoltre avviato anche un processo di revisione economica e di dialogo sulle politiche atte a eliminare gli squilibri macroeconomici e finanziari suscettibili di scatenare crisi. È opinione diffusa, comunque che questi accordi non siano sufficienti. Per questo motivo, prende piede l'ipotesi di fissare il tasso di cambio di questi paesi, istituendo un'unione monetaria. Ci si deve chiedere ora, se l'Asia sia pronta per un simile passo.

- A) I paesi asiatici posseggono un alto grado di integrazione con il resto degli altri paesi. Alcuni paesi detengono tassi di integrazione elevatissimi (Hong Kong raggiunge il 100%).
- B) Asimmetria degli shock: secondo alcuni studi (sempre maggiori, negli ultimi tempi), le asimmetrie in Asia non sono maggiori di quelle presenti in Europa.
- C) Parimenti, la flessibilità del lavoro sembra uguale, se non leggermente maggiore rispetto a quella europea.

Ciò fa pensare che - in base ai criteri AVO - l'Asia sembra vicina a diventare un'area valutaria ottimale. Tuttavia, è diffusa in Asia la sensazione che gli ostacoli maggiori siano di natura politica. È come se gli sviluppi storici siano troppo diversi e queste differenze culturali impediscano la nascita di un'unione monetaria. Il forte *commitment* politico che c'è stato in Europa subito dopo il II conflitto mondiale, pare del tutto assente oggi in Asia.

### **Ultimo caso: Africa**

In Africa esistono unioni monetarie da più di mezzo secolo: c'è infatti l'Unione monetaria delle zone francofone dell'Africa Occidentale e Centrale e l'unione monetaria nell'Africa del Sud. Vi sono anche iniziative in corso volte ad estendere le unioni esistenti. È il progetto, ad esempio, dell'unione monetaria degli Stati dell'Africa occidentale ECOWAS. Questo progetto comprende: Benin, Burkina Faso, Costa d'Avorio, Guinea, Guinea Bissau, Mali, Niger, Senegal, Sierra Leone, Togo, cui si sono aggiunti poi Capo Verde, Ghana, Gambia, Liberia e Nigeria. Ma tutto ciò, costituisce un'AVO?

- 1) Apertura: come per l'America Latina, i dati sono negativi, al di sotto del 10%.

- 2) Asimmetria: studi empirici [Houssa, 2008], hanno dimostrato come i dati siano del tutto poco chiari. Non pare possibile, ad oggi, stabilire se le asimmetrie siano maggiori o minori rispetto all'Europa
- 3) Flessibilità: dagli studi sempre di Houssa, emerge una forte flessibilità alla mobilità.

### Conclusioni

- a) È improbabile che l'UE costituisca nel suo insieme un'AVO. Non tutti i paesi hanno lo stesso interesse ad abbandonare le proprie monete nazionali e aderire all'UEM;
- b) In presenza di shock di una certa ampiezza i paesi faranno più fatica a procedere agli aggiustamenti, vista la rinuncia alla sovranità monetaria;
- c) la natura degli shock asimmetrici è importante. Se permanenti, i paesi dovranno impegnarsi soprattutto a rendere più flessibili i propri mercati dei prodotti e del lavoro. Se temporanei, diviene più importante adoperarsi per accrescere il grado del bilancio comunitario;
- d) La questione AVO inizia a sentirsi anche in altre parti del mondo

### Capitolo V - La fragilità delle unioni monetarie incomplete

Le UM sono quelle in cui gli stati membri mantengono la propria politica di bilancio indipendente. Vogliamo ora capire come ovviare alla fragilità delle UM incomplete e cosa si possa fare per ridurla.

Vi sono molti accordi monetari tra nazioni - diversi da un'UM - che seguono regole che vincolano le politiche monetarie nazionali dei paesi partecipanti. Uno di questi accordi è il sistema di cambio fissi. Gli esempi più noti sono il **Sistema di Bretton Woods**, così come il **Sistema monetario europeo (SME)**. Numerosi i paesi che hanno ancorato la propria moneta ad un'altra - di solito il dollaro. In Europa, Danimarca, Bulgaria... hanno ancorato la propria moneta all'€. Così, formano un'**unione monetaria incompleta**.

Il sistema dei **cambi fissi** può essere inteso come il meno completo tra le UM incomplete.

#### Il regime dei cambi fissi

Prima caratteristica di questi sistemi è che, prima o poi, tendono a disintegrarsi. Bretton Woods crolla nel 1973, mentre lo SME nel 1993. Ugualmente, numerosi paesi che avevo ancorato la propria moneta ad un'altra, sono stati poi colpiti da crisi speculative. Queste terminano sempre con l'abbandono dell'ancoraggio. Sud-est asiatico, 1997, Argentina 2001.

Perché è un sistema considerato fragile?

- a) questione di *credibilità*. Annunciando il valore del cambio, le autorità promettono di mantenere da quel momento un valore prefissato del tasso di cambio. Come ogni promessa, il problema è che possono sorgere dubbi sul suo mantenimento. Porta cioè con sé un problema di credibilità. Ci sono momenti in cui gli accordi di cambio fisso cessano di rivelarsi consoni all'interesse nazionale per il paese. In questo caso, il paese avrà l'incentivo a disattendere la promessa.
- b) La seconda caratteristica di un sistema di cambi fissi, deriva dal fatto che lo stock di riserve in valute estere con cui i paesi in regime di cambi fissi possono difendere il proprio tasso di cambio è limitato. Così, la promessa di convertire la moneta nazionale in moneta estera a un tasso di cambio fisso non può essere garantita, perché la BC ha una quantità insufficiente di riserve valutarie. Essendone consapevoli, gli investitori si innervosiscono.

La *limitatezza dello stock di riserve*, assieme alla scarsa *credibilità*, spinge gli speculatori a vendere moneta nazionale.

es. Regime di cambi fissi. Sopraggiunge uno shock (asimmetrico), dovuto ad un aumento di salari interni e quindi una perdita di competitività. I prodotti esteri più competitivi. Per correggere lo squilibrio - cioè il *deficit delle partite correnti* - si hanno due possibilità:

- 1) sostenere il tasso di cambio fisso: le autorità devono seguire una politica di riduzione della spesa aggregata, risultato che può essere ottenuto aumentando le tasse e/o riducendo la spesa pubblica.

Probabile che una simile politica risulti politicamente costosa per il governo. Aumento delle tasse: resistenza politica. Riduzione spesa pubblica: diminuzione produzione, quindi anche aumento disoccupazione.

- 2) Svalutare la moneta: può essere un mezzo politicamente meno costoso per ovviare al peggioramento del saldo delle partite correnti. La svalutazione può apparire meno costosa della difesa del tasso di cambio per correggere lo squilibrio esterno. La svalutazione però ha anche dei costi: rappresentati dalla perdita di reputazione del governo. Infatti gli agenti si rendono conto che il governo voglia svalutare. Se iniziano a sospettarlo, venderanno quantità massicce di moneta nazionale, costringendo la BC a cedere valuta estera. Arriverà un punto nel quale il regime di cambi fissi non sarà più credibile e crollerà.

In generale, gli impegni dei cambi fissi non possono durare nel tempo. Se i governi volessero - pervicacemente - difendere e il sistema dei cambi fissi, dovranno aumentare ulteriormente le tasse e la banca centrale dovrà alzare il tasso d'interesse. Queste sono manovre molto costose e producono effetti sfavorevoli sulla produzione e sull'occupazione.

Quando la svalutazione non è attesa, quando non è in atto un attacco speculativo, non è necessario alzare il tasso d'interesse. Il mantenimento del tasso di cambio fisso sarà dunque più costoso se vi è attesa di una svalutazione che non nel caso contrario.

Consideriamo tre shock: *debole, forte, intermedio*.

Shock *debole*: Non vi sarà svalutazione, gli speculatori lo sanno e non si aspettano una svalutazione. Le aspettative sono conformi all'esito del modello.

Shock *forte*: In tal caso la svalutazione è certa. I benefici ne superano i costi. Mantenere il tasso di cambio fisso non è credibile.

Shock *intermedio*: È il caso più interessante. Quando gli agenti non si aspettano che la moneta venga svalutata, le autorità non hanno incentivi a farlo, cosicché il tasso di cambio rimane fisso. Invece, quando gli speculatori si aspettano una svalutazione, il conseguente attacco speculativo crea un incentivo a svalutare. Tali aspettative dunque si auto-avverano, sarebbe a dire che una svalutazione è sufficiente che sia attesa perché si verifichi. Ciò rende il tasso di cambio fisso molto fragile.

NB. L'esistenza di due equilibri dipende dal fatto che lo stock di riserve valutarie di cui dispone la banca centrale sia limitato. Se invece la BC tenesse uno stock illimitato di riserve valutarie, in presenza di attacchi speculativi potrebbe contrastarli vendendo quantità illimitata di valuta estera.

Come ovviare a queste fragilità?

- a) eliminare il problema alla radice, abolendo i tassi di cambio fissi. È il caso dell'unione monetaria. Il crollo dello SME e la consapevolezza che sarebbe stato inutile continuare a gestire un regime di cambi fissi, hanno influenzato la disponibilità dei paesi a muoversi verso un'unione monetaria.
- b) Permettere una maggiore flessibilità dei tassi di cambio. I paesi sono tentati di muoversi verso uno dei due estremi.

Molti paesi, tuttavia, resistono all'idea di dover scegliere tra questi due estremi. Una via di mezzo è ad esempio un controllo sui movimenti dei capitali. Alcuni paesi, come la Malaysia, hanno seguito questa strada dopo la crisi del 1997. La Cina, invece, è riuscita a superare la crisi attraverso un severo sistema di controllo sui movimenti di capitali. Dubbi se questa possa essere una soluzione di lungo periodo, perché al crescere dell'integrazione economica dovranno liberalizzarsi sempre più i mercati dei capitali. Non a caso la Cina si sta ora muovendo in tal senso.

Numerosi paesi che hanno deciso di mantenere fisso il tasso di cambio si sono orientati verso l'aumento del costo della svalutazione. Alcuni di questi, hanno istituito un *currency board*, come Hong Kong e l'Argentina - tra il 1991 e il 2002. Oggi Bulgaria, Estonia e Lituania hanno ancora le proprie monete ancorate all'Euro. Secondo questo regime le autorità monetarie devono impegnarsi a coprire completamente l'emissione di moneta interna, detenendo una quantità corrispondente della moneta estera, alla quale quella interna è ancorata.

es. quando Hong Kong vuole emettere dollari, deve *simultaneamente* detenere (o acquisire) un ammontare equivalente in dollari statunitensi. Per di più, ci sono dei dispositivi che rendono difficile intervenire sulla parità, stabilendo che occorra cambiare la legge, a volte anche la costituzione, per modificarla. Tuttavia, le vicende recenti hanno dimostrato che i *currency board* non proteggono i paesi da attacchi speculativi. L'esempio più drammatico, quello argentino, che ha abbandonato il suo *currency board* nel 2002.

Un altro esperimento, offerto dai paesi UE prima dell'avvio dell'UEM. I criteri di convergenza di Maastricht, imponevano ai paesi di mantenere un cambio fisso (benché all'interno di un'ampia banda di fluttuazione). Il mancato rispetto era punibile col divieto di entrare nell'UEM. Durante il periodo di transizione, lo scotto da pagare appariva pesante. Di fatto, i criteri di convergenza rendevano più pesanti le conseguenze della svalutazione. Dunque aumentando la credibilità dei regimi di cambio fisso. Non ci si deve comunque illudere. Prima o poi infatti si verificherà uno shock talmente grave da annientare la volontà delle autorità di difendere l'impegno sul cambio.

### Unioni monetarie senza unioni di bilancio

Come già detto, l'Eurozona è un'unione monetaria senza unione di bilancio. Si vedrà che questa caratteristica determina una fragilità simile a quella dei sistemi di cambi fissi. Nell'Eurozona, vi è una sola autorità monetaria, la BCE, e molte autorità nazionali indipendenti che controllano il proprio bilancio ed emettono i propri strumenti di debito. I governi nazionali emettono i propri strumenti di debito nella moneta comune, su cui però non hanno nessun controllo.

Il modello, si basa su un duplice assunto:

- a) inadempienza sul debito sovrano ha costi e benefici il cui calcolo orienta il comportamento del governo;
- b) gli investitori tengono conto di questo calcolo del governo.

Es. paese dell'Eurozona colpito da uno *shock di solvibilità*. Recessione, o perdita di competitività. Quanto maggiore è lo shock, tanto maggiore è la perdita di solvibilità. Per semplicità, supponiamo che quest'ultima assuma la forma di un taglio di una certa percentuale fissa del debito. Il governo può decidere di rimborsare solo il 50% del debito. Il beneficio che il governo ricava dall'inadempienza, è la possibilità di ridurre il carico complessivo degli interessi sul debito in essere.

Come risultato, potrà poi applicare una dose minore di misure di austerità, dovrà cioè ridurre la spesa e/o aumentare le tasse in misura inferiore a quanto avrebbe fatto se non si fosse dichiarato insolvente.

L'austerità ha costi politici, così evitando di pagare il debito, il governo trae vantaggi dall'inadempienza. Vi sono comunque due scenari:

- a) il beneficio di un'inadempienza che gli investitori non si aspettano
- b) il beneficio di un'inadempienza che gli investitori si aspettano

Nel caso *a)*, il beneficio che il governo trae aumenta con la forza dello shock della solvibilità. Per cui quando lo shock è forte il calo del gettito fiscale è ampio.

- 1) quanto è più alto il livello iniziale del debito, tanto maggiore è il beneficio da inadempienza;
- 2) efficienza del sistema tributario. In un paese con un sistema tributario inefficiente il governo non può aumentare facilmente la tassazione. Perciò l'opzione dell'inadempienza diviene più attraente;
- 3) Quando il debito estero rappresenta una porzione elevata del debito totale, vi sarà una minore resistenza interna all'inadempienza.

Passiamo al secondo caso *b)*. La curva mostra il beneficio che si ottiene dall'inadempienza quando gli investitori se l'aspettano. In questo caso, venderanno i titoli di stato, con la conseguenza di farne salire il tasso d'interesse. L'aumento del tasso d'interesse sui titoli di stato provoca un aumento del disavanzo del deficit di bilancio, che richiede l'intensificazione del programma di austerità, consistente in tagli della spesa e aumenti delle imposte. L'inadempienza diviene dunque più attraente.

L'inadempienza non genera solo benefici: ha anche dei costi. Il costo deriva dal fatto che il governo inadempiente subisce una perdita di reputazione, rendendo difficile ottenere prestiti futuri. Distinguiamo tre distinti livelli di shock della solvibilità: *debole, forte, intermedio*.

In caso di shock *debole*: (Germania e Paesi Bassi durante la crisi debitoria) il costo di un'inadempienza è sempre maggiore dei benefici. Il governo scarterà l'ipotesi di inadempienza. E se le aspettative sono razionali, gli investitori non si aspettano un'inadempienza. Gli investitori saranno propensi a coprire il buco del gettito fiscale, acquistando titoli di stato. Non vi sarà carenza di liquidità.

In caso di shock *forte*: (Grecia). Il costo dell'inadempienza è minore dei benefici. Il governo sceglierà l'inadempienza. Gli investitori lo prevederanno e quindi essa sarà inevitabile. Il governo non troverà il denaro occorrente per finanziare il deficit di bilancio.

In caso di shock *intermedio*: (Spagna) siamo in una zona d'indeterminatezza. Sono possibili due equilibri. Quale prevarrà dipende da ciò che ci si aspetta. Se gli investitori si aspettano un'insolvenza, ne consegue che il beneficio dell'inadempienza è maggiore del suo costo  $C$ . Il governo sceglierà dunque l'inadempienza. Se invece gli investitori non si aspettano un'inadempienza, ne consegue che il beneficio d'inadempienza sarà minore del rispettivo costo. Pertanto il governo non si renderà inadempiente.

Va detto comunque che l'inadempienza è avvolta dall'incertezza. Gli investitori sono praticamente sprovvisti delle conoscenze occorrenti per calcolarla scientificamente (nell'Europa occidentale non si vedevano, nel 2011, inadempienze da sessant'anni).

Dunque, da questo punto di vista, per ridurre la fragilità dell'unione monetaria incompleta, vi sono 3 possibilità:

- 1) accrescere il costo dell'inadempienza: questo risultato si potrebbe raggiungere se fosse possibile espellere dall'unione i paesi che si rendessero inadempienti;
- 2) affidare il ruolo di prestatore di ultima istanza alla BCE. Autorizzarla a fornire la liquidità necessaria ai mercati dei titoli di stato dei paesi membri. La BCE diverrebbe una banca centrale, come lo solo la Federal Reserve o la Banca d'Inghilterra;
- 3) Consolidare tutti i debiti nazionali in un unico debito comune. Ciò creerebbe un'unione di bilancio e si eliminerebbe la fondamentale fragilità di un'unione incompleta, creando un'unione di bilancio.

La seconda e terza possibilità fanno in realtà parte di un pacchetto di misure che è necessario per rendere sostenibile un'unione monetaria incompleta quale l'Eurozona. La funzione di prestatore di ultima istanza della BCE è necessaria per gestire situazioni di crisi, mentre il consolidamento del bilancio è necessario per rendere l'eurozona robusta nel lungo periodo.

### Le crisi bancarie

Anche le banche sono influenzate dai cattivi equilibri:

- a) quando gli investitori escono dal mercato dei titoli di stato, i prezzi di questi scendono. Poiché solitamente le banche sono il principale investitore nel mercato dei titoli sovrani interni, quei cali dei prezzi si riflettono nei loro bilanci sotto forma di notevoli perdite;
- b) le banche interne sono coinvolte in un problema di finanziamento. Si rende difficile per le banche il rinnovo dei depositi, a meno di pagare tassi d'interesse proibitivi.

Per questo motivo, la crisi del debito sovrano ha portato ad una profonda crisi bancaria. Nel caso irlandese, esisteva un problema del settore bancario prima dell'esplosione della crisi. Come sciogliere questo abbraccio mortale fra debito sovrano e settore bancario locale?

Un'unione bancaria può riuscire a farlo, in quanto rende possibile accollare all'intera unione il costo di una crisi bancaria che investe un singolo paese. Le condizioni per realizzare un'unione bancaria non sono però affatto semplici.

### Gli stabilizzatori automatici

Una volta bloccati in questa situazione, gli stati difficilmente riescono ad utilizzare gli stabilizzatori automatici di bilancio. Una recessione porta ad un aumento dei deficit dei bilanci, che a sua volta riducono la fiducia nella capacità dei governi di servire il proprio debito. Per questo, i governi sono costretti ad adottare programmi di austerità nel bel mezzo di una recessione. I paesi membri vengono ridotti nella condizione di

economie emergenti, nella impossibilità di utilizzare politiche di bilancio al fine di stabilizzare il ciclo economico.

Gli stabilizzatori automatici di bilancio costituiscono un importante risultato sociale, conseguito dal mondo sviluppato, in quanto attenuano le diffuse sofferenze causate da espansioni e crolli delle società capitalistiche.

### **Grexit. Può succedere e perché?**

La Grecia è il paese che innescò la crisi del debito sovrano nell'Eurozona, nel 2010. La gravità dei problemi fiscali della Grecia e le difficoltà nell'effettuare gli aggiustamenti richiesti dalla crisi portò gli economisti a concepire un'idea che sarebbe stata impensabile prima della crisi: lasciare l'Eurozona per la Grecia. Il ministro tedesco Schauble, avanzò nel luglio 2015 la proposta.

Da un punto di vista giuridico, i paesi non possono uscire dall'Eurozona. Il trattato di Maastricht non dice nulla in proposito. L'idea era appunto che l'UEM fosse permanente. Tuttavia, essendo gli stati membri sovrani, non è facile impedire loro di uscire dall'Unione, qualora volessero. Inoltre, sebbene gli altri paesi non abbiano strumenti per costringere la Grecia ad uscire, possono obbligarla a farlo in altri modi.

Es. non concederle più prestiti o cessare di fornire liquidità alle banche greche.

Storia.

Tra il 2000-2008: Grecia, crescita del PIL reale maggiore di tutta l'Eurozona. Disoccupazione scesa dal 12 all'8%. Tuttavia, nonostante la crescita del PIL, il governo non è riuscito a ridurre il livello del debito, che anzi, tra il 2003 e il 2007, all'apice dell'espansione, il governo greco aveva accumulato dei deficit di bilancio che fecero salire il debito pubblico dal 94 al 103% del PIL.

Di solito, durante una fase di espansione economica i deficit tendono a scendere automaticamente. Senonché, il governo greco non soltanto disattivò questi stabilizzatori automatici, ma aumentò la spesa pubblica, intensificando così l'espansione. Il debito privato greco anche ha iniziato a crescere rapidamente dal 2000 al 2010 era quasi triplicato (mentre nell'eurozona era salito solo del 50%).

Infine, ci fu una forte espansione dei costi unitari relativi del lavoro. Dal 2000 al 2010 essi crebbero del 20% più rapidamente che nel resto d'Europa. Di conseguenza, la Grecia subì un forte calo di competitività, che ostacolò le esportazioni e stimolò le importazioni, determinando ampi disavanzi delle partite correnti.

Prima della crisi: la Grecia conobbe una forte espansione. Fu resa possibile dal settore privato che prese in prestito massicce quantità di denaro. Il denaro, proveniva principalmente da banche nord europee. Il problema fu che consumatori e imprese si trovarono gravati da livelli di debito che sarebbero poi risultati insostenibili. La stessa espansione ha portato a forti aumenti salariali, che ridussero la competitività dell'economia greca. Il crollo arrivò poi nel 2008.

Salari, tagliati drasticamente. Vi fu una riduzione del PIL, la disoccupazione salì a oltre il 25% e si ridussero rovinosamente le entrate pubbliche. Il paese precipitò in una situazione di cattivo equilibrio. I detentori del titolo di stato greco vendevano in quantità, i tassi d'interesse sul debito greco salivano a livelli eccezionali, esaurendo la liquidità del governo, che fu costretto ad imporre un pesante regime di austerità.

- 1) In un'unione monetaria i costi di aggiustamento possono essere molto elevati. La Grecia fu costretta ad architettare una **svalutazione interna**;
- 2) Se il governo non può emettere debito nella propria moneta, rischia di precipitare in uno stato di insolvenza. I governi si trovano dunque costretti a chiedere aiuto ai creditori, ma questi impongono la loro legge, portando ad una perdita di sovranità del paese. Risulta evidente come esista una importante interazione fra economia e politica. Spesso, tutto ciò porta a sconvolgimenti politici, portando al potere quei partiti che promettono una vita migliore *fuori* dall'unione monetaria.

Ciò crea forti fragilità all'interno dell'Eurozona. Gli shock asimmetrici determinano costi di aggiustamento tanto elevati da rendere fortemente instabile il quadro politico. In assenza di un'unione politica pienamente evoluta, nell'Eurozona è prevalsa una forma egemonica di processo decisionale politico.

### La Grecia dovrebbe uscire dall'Eurozona?

- a) la situazione della Grecia sarebbe migliore con una *Grexit*?
  - b) il resto dell'Eurozona sarebbe meglio dopo una *Grexit*?
- a) Non c'è consenso sul punto. Una *Grexit* avrebbe sicuramente implicazioni negative. La più importante è che probabilmente il governo greco dichiarerebbe l'insolvenza sul debito greco, portando a sua volta ad una crisi bancaria. Ciò acuirebbe la gravità della recessione.

Parimenti, vi sarebbero effetti positivi: la svalutazione della moneta potrebbe stimolare l'economia ed accelerare la ripresa. Tuttavia, se non attentamente controllata, potrebbe generare una spirale inflazionistica.

Possiamo dire che per la Grecia, un'uscita dall'Eurozona presenta **benefici** e **costi**. Non è chiaro come evolverebbero nei frangenti di una *Grexit*. In definitiva, l'uscita sarebbe l'esito di una dinamica politica, più che economica.

Nel 2015, il ministro tedesco Schauble propose un'uscita *temporanea* della Grecia. La risposta qui non può che essere negativa. Infatti, in caso la Grecia si trovasse peggio dopo la *Grexit*, è improbabile che gli stati membri la riammetterebbero. Parimenti, nel caso in cui la Grecia si trovasse meglio, è improbabile che essa stessa possa chiedere di rientrare a far parte dell'Eurozona.

- b) Per gli altri paesi dell'eurozona. Anzitutto, l'UEM prenderebbe i caratteri di un'unione monetaria **temporanea**. Gli investitori inizierebbero a chiedersi se i costi di aggiustamento di altri paesi non fossero troppo elevati. La domanda "*chi sarà il prossimo?*" potrebbe iniziare a circolare in presenza di ogni grande perturbazione economica. A questo proposito, diviene rilevante l'idea del rischio di ridenominazione delle monete.

In definitiva, l'Eurozona senza la Grecia sarebbe meno rispondente rispetto ai criteri di un'AVO. La *Grexit* allontanerebbe i restanti paesi membri dalla linea AVO (renderebbe infatti l'Eurozona meno connotata come AVO e quindi più esposta a problemi in futuro).

Vi sono altri che sostengono come invece l'Eurozona senza la Grecia godrebbe di alcuni benefici. Si sarebbe infatti espulso un paese anomalo. La *Grexit*, avrebbe l'effetto di rendere l'Eurozona più simmetrica, quindi più sostenibile.

### Conclusioni

Le UM incomplete sono estremamente ed *intrinsecamente* fragili. Ci siamo concentrati su due tipi di unioni monetarie incomplete: a) regimi di cambi fissi; e b) l'Eurozona. Entrambi presentano un'analogia fragilità. In entrambi gli scenari si avvertono mancanza di fiducia, cui fa leva il meccanismo autoavverantesi della speculazione. Tale fragilità fa sorgere interrogativi sulla sostenibilità delle UM incomplete. Nell'Eurozona, ad esempio, alcuni stati sono stati costretti ad imporre pesanti regimi d'austerità, che li ha fatti precipitare in cattivi equilibri economici.

### Capitolo VI - Come completare le Unioni Monetarie

Molti problemi di un'unione monetaria derivano dalla sua incompletezza. L'Eurozona, in particolare è un'UM incompleta. La sua incompletezza è all'origine della sua fragilità. In questo capitolo analizziamo la questione del modo in cui si può completare un'unione siffatta.

Va detto, comunque che tutte le proposte miranti a completare l'Eurozona comportano un trasferimento di sovranità dalle istituzioni nazionali a quelle soprannazionali. In pratica, completare un'UM significa andare verso una **maggiore unione politica**.

Un'unione monetaria dovrebbe essere incorporata in un'unione politica. Oggi quasi tutti ne convengono. L'idea per cui l'Eurozona andasse bene così e non era necessario compiere passi sostanziali in direzione di un'unione politica si è rivelata clamorosamente errata. Sorprende scoprire che gli uomini pratici abbiano da tanto tempo perso il contatto con la realtà.

Naturalmente, se l'Eurozona fosse incorporata in una *federazione* di Stati Uniti d'Europa, la sua fragilità scomparirebbe. Ma in questo momento storico, manca una *variabile profonda* necessaria per una piena unione politica. Si tratta in altre parole della **volontà politica**.

### Il ruolo della Banca Centrale: prestatore di ultima istanza

Nei paesi monetariamente indipendenti, le crisi di liquidità vengono evitate perché la BC riesce sempre a fornire ai governi la liquidità necessaria. Ciò garantisce che i detentori dei titoli saranno rimborsati alla scadenza. La BC ha quindi la funzione di prestatore di ultima istanza nei mercati interni dei titoli di stato. Garantendo che vi sarà sempre la liquidità necessaria, la BC riduce la fragilità di un'unione monetaria incompleta.

Se i titolari dei depositi si precipitano tutti insieme agli sportelli per convertire i depositi in contante, le banche, le cui attività sono illiquide, non possono sborsare il contante occorrente per rimborsare i detentori dei depositi. Il settore bancario è **molto sensibile** alle ondate di sfiducia che possono creare crisi di liquidità che si autoavverano. Ciò può portare a crisi di solvibilità. Per questo motivo, le BC fungono da prestatori di ultima istanza per il settore bancario.

Rassicurando i titolari dei depositi circa il rimborso alla scadenza, la BC riuscirà sempre a prevenire le corse agli sportelli, cosicché raramente dovrà intervenire per fornire contante alle banche.

Che l'Eurozona avesse bisogno di un *prestatore di ultima istanza* fu finalmente riconosciuto dalla BCE nel settembre 2012, quando intervenne e si impegnò ad acquistare quantità di volumi illimitati di titoli di stato in periodi di crisi. Benché la BCE preferisce chiamarli *Outright Monetary Transactions* (OMT, **operazioni monetarie definitive**), si tratta di vere e proprie operazioni di prestito di ultima istanza.

Purtroppo, la BCE ha condizionato questi prestiti a una serie di condizioni: obbligo per i paesi richiedenti di attuare ulteriori programmi di austerità. Tuttavia, il fatto che la BCE abbia istituito un simile meccanismo, ha fatto svanire la paura che l'Eurozona potesse crollare, riducendone la stabilità finanziaria. Non a caso, a partire dal 2012 il mercato dei titoli di stato si è calmato. Il semplice annuncio - fatto da Mario Draghi - che la BCE si sarebbe impegnata ad effettuare interventi illimitati nei mercati dei titoli di stato, bastò a far scendere gli spread, specie quelli dei paesi in cui prima dell'annuncio erano più elevati. Si noti che con lo scoppio della seconda crisi greca, nel 2015, dopo l'elezione del nuovo governo, gli spread dei titoli di stato greci ripresero ad impennarsi.

La BCE prese così la giusta decisione di fungere da prestatore di ultima istanza, non soltanto per le banche ma anche per gli emittenti sovrani. L'idea che la BCE debba svolgere il ruolo di prestatore di ultima istanza nei mercati di titoli di stato rimane controversa. Nel 2014, la Corte costituzionale tedesca ha definito il programma OMT come illegale. La sua applicazione porterebbe la BCE ad oltrepassare i limiti del suo mandato che, secondo la Corte, viola la costituzione tedesca. La CGUE, invece, ha respinto questa domanda nel giugno 2015, sentenziando che l'OMT non viola i Trattati, ed è pertanto conforme al diritto europeo. La questione sembra così risolta, ma non si possono escludere ulteriori scontri.

### Rischio di inflazione

Argomento contro l'idea di attribuire alla BC un ruolo di prestatore di ultima istanza: ciò porterebbe alla crescita dell'inflazione. Critica espressa con forza nel 2010.

Occorre distinguere la *base monetaria* dalla *massa monetaria*. Quando il governo centrale acquista titoli di stato, accresce la base monetaria (circolante, e depositi delle banche presso la banca centrale). Ciò non si traduce necessariamente in aumenti della massa monetaria. Di fatto, durante i periodi di crisi, i due aggregati

tendono a disconnettersi. Questi erano connessi sino al 2008, successivamente, la base monetaria crebbe di oltre il 70%, contro il solo 20% della massa monetaria.

Ciò significa che le banche tesaurizzavano le riserve che accumulano grazie alle iniezioni di liquidità della BCE. Tuttavia, essendo queste *totalmente risk adverse*, da evitare di impiegare le loro riserve di contanti per espandere il credito bancario. Il risultato è che la massa monetaria **M3** non aumenta di molto, nonostante il massiccio aumento della base monetaria. Un fenomeno analogo è stato osservato negli USA e nel Regno Unito.

Inoltre, quando esplode una crisi finanziaria, gli operatori vogliono detenere contanti per sicurezza. Se la BC non fornisce quei contanti, fa precipitare la crisi finanziaria in recessione economica. Fra gli operatori si innesca una corsa agli sportelli per ritirare i contanti disponibili. Ciò non consente di concludere che, svolgendo questa funzione, la BC crei problemi di inflazione. [Friedman, 1963]

Vi è un rischio in futuro, quando l'economia ricomincia ad espandersi. In quel momento la liquidità addizionale potrebbe essere utilizzata per espandere il credito. Ma a quel punto la BC può riassorbire la liquidità vendendo titoli di stato o elevando la riserva obbligatoria che le banche devono detenere in depositi presso la stessa banca centrale.

### Conseguenze fiscali

Seconda critica: queste operazioni da prestatore di ultima istanza, possono avere conseguenze fiscali. La BC può subire perdite se il governo manca di servire il debito.

Tutto ciò sembra ragionevole, eppure non riconosce che tutte le operazioni di mercato aperto comportano il rischio di perdite. La verità, dunque è che una BC debba eseguire le operazioni rischiose di mercato aperto. Il fatto che esse possano portare a perdite non deve indurre la BC ad astenersene. Inoltre, una BC può subire perdite senza per questo fallire. Il motivo è che essa ha la capacità di stampare carta moneta accettata per coprire le sue perdite. Nessun'altra istituzione può farlo. Una banca centrale non è vincolata dai requisiti di solvibilità cui soggiace un'impresa privata.

### Azzardo morale

Come in molti meccanismi assicurativi, vi è il rischio di azzardo morale. Fornendo ai mercati dei titoli di stato la garanzia di un prestatore di ultima istanza, la BC incentiva i governi ad indebitarsi eccessivamente.

Si tratta di un rischio serio. Tuttavia, esso non è diverso da quello insito nel prestito al sistema bancario. Si potrebbe così imporre una serie di regole che limitino la capacità dei governi di indebitarsi. Questi due ruoli comunque, dovrebbero essere separati: alla BC spetta il ruolo di fornire liquidità, mentre la gestione dell'azzardo morale dovrebbe essere compito di un'altra istituzione, preposta alla vigilanza. Questo, ad esempio, è l'approccio adottato nel settore bancario. La BC si assume la responsabilità di prestatore di ultima istanza, ma ci sono poi autorità preposte alla regolamentazione dell'attività bancaria.

Un simile sistema dovrebbe assumersi la responsabilità di prestatore di ultima istanza nei confronti dei titoli sovrani. Invece, un'autorità distinta ed indipendente si assumerebbe quella di regolamentare e vigilare sulla creazione del debito da parte dei governi nazionali. Di fatto, l'autorità è la Commissione europea, investita del potere di controllare e attuare la disciplina di bilancio nell'UE. Dall'esplosione della crisi, il potere di vigilanza della Commissione è stato rafforzato, nel quadro del cosiddetto **Patto di stabilità e crescita** (PSC).

Un simile meccanismo presuppone la volontà degli stati membri di sottoporre le proprie politiche di bilancio ad un controllo esterno e, come si argomenterà, anche l'accettazione di un trasferimento di sovranità nel campo del bilancio.

Ciò è necessario per **garantire alla BCE che nessun governo sfrutti l'implicita garanzia, fornita dalla stessa BCE, per indebitarsi eccessivamente.**

### Il consolidamento del bilancio e del debito pubblico

Il secondo elemento costitutivo dell'UM è il **bilancio**. È infatti necessario agire collettivamente a livello dell'unione per risolvere questo problema. Per far ciò, è necessario consolidare parte dei bilanci e dei debiti pubblici nazionali in un unico componente centrale.

Due ragioni per questa scelta:

- un simile consolidamento crea un'autorità fiscale comune che può emettere strumenti di debito in una moneta che è sotto il suo controllo. L'autorità fiscale protegge gli stati membri dal rischio di venire forzati all'inadempienza da parte dei mercati finanziari. Parimenti, protegge l'unione monetaria dalle pressioni centrifughe che i mercati finanziari possono esercitare sull'unione stessa;
- consolidando (centralizzando) i bilanci nazionali in un bilancio centrale, si può organizzare un meccanismo di trasferimenti automatici. Sarebbe un meccanismo assicurativo.

Come ripetuto spesso, tale processo richiede un grado molto avanzato di unione politica. I paesi devono essere disposti a trasferire sovranità in materia di tassazione e spesa a istituzioni europee. Oggi in Europa vi è una scarsa propensione ad accrescere in misura significativa il grado di unione politica. Tuttavia, non si deve disperare.

La politica dei piccoli passi ad esempio può essere seguita e ci permette di risolvere i problemi più immediati.

### Strategia dei piccoli passi

Un possibile passo, verso il rafforzamento dell'Eurozona, potrebbe essere l'emissione congiunta di euroobbligazioni. Si tratta di un meccanismo che internalizzi le esternalità presenti nell'Eurozona, già individuate.

- emettendo euroobbligazioni congiunte, i paesi si rendono solidalmente responsabili del debito emesso insieme. È un impegno visibile e vincolante, atto a convincere i mercati che i paesi membri guardano seriamente al futuro dell'euro [Tremonti & Juncker, 2010, Verhofstadt 2009].
- L'emissione congiunta protegge i paesi membri dalle destabilizzanti crisi di liquidità che derivano dalla incapacità di controllare la moneta in cui emettono i propri strumenti di debito. L'emissione congiunta di un titolo di debito non presenta quel problema.

La proposta di emettere euroobbligazioni ha incontrato forte resistenza. Un'obbligazione del genere, infatti, crea alcuni problemi da affrontare. In primis l'azzardo morale. I paesi sono solidalmente responsabili del debito emesso congiuntamente, venendo a creare un incentivo che spinge i paesi a confidare in questa garanzia implicita e a indebitarsi eccessivamente. Ciò ha creato resistenza tra gli altri paesi che si comportano responsabilmente.

### Unione bancaria

Per sciogliere l'abbraccio mortale tra debito sovrano e sistema bancario locale, occorre un'**unione bancaria**. Un meccanismo bancario comune di risoluzione delle crisi rende possibile ripartire tra l'intera unione il costo della risoluzione. Un meccanismo del genere esiste negli USA. Esso ha consentito al Nevada, ad esempio, di sfuggire all'abbraccio mortale. Molte banche del Nevada (similmente all'Irlanda), furono coinvolte nel boom immobiliare, per poi trovarsi sull'orlo della bancarotta quando sopraggiunse il crollo. Lo stato fu salvaguardato dalla ricaduta dei costi di risoluzione della crisi.

Secondo alcuni studi [Daniel Gross, 2012], il salvataggio costituì un trasferimento di bilancio di oltre il 10% del PIL dello stato. In Irlanda non esisteva alcun meccanismo del genere, così che il governo dovette sostenere l'intero peso dei costi della risoluzione della crisi bancaria. Ciò ha fatto precipitare il paese in una crisi di insolvenza, costringendolo ad adottare misure estreme di austerità, che provocarono depressione con aumenti della disoccupazione.

Un meccanismo simile presuppone che anche la vigilanza delle banche sia centralizzata. In effetti, nel 2012 i paesi dell'Eurozona decisero di istituire un'autorità di vigilanza comune, che divenne operativa nel novembre 2014.

Un'unione bancaria comporta anche una qualche forma di unione di bilancio. In periodi di crisi, infatti, devono esistere una o più istituzioni europee dotate di risorse adeguate che possano essere mobilitate immediatamente per intervenire e ricapitalizzare le banche.

Il fondo di risoluzione delle crisi, fu creato nel contesto dell'unione bancaria. Disporrà di 55 miliardi di euro da utilizzare in periodi di crisi per ricapitalizzare e le banche. Si può comunque dubitare che questa istituzione abbia risorse sufficienti per agire in momenti di crisi. Essa potrà certamente trattare singoli casi, ma probabilmente non crisi bancarie sistemiche che coinvolgano ampie parti del sistema bancario dell'Eurozona.

### **Coordinamento delle politiche di bilancio ed economiche**

Occorre fissare anche taluni vincoli sulle politiche di bilancio. Effettivamente, qualche progresso è stato fatto con la fissazione di nuove regole di governance economica nell'Eurozona. È stato adottato, il pacchetto di misure detto **Six Pack**, che rafforza il controllo delle politiche di bilancio e coordina le politiche macroeconomiche. Queste misure comprendono: a) un rafforzamento del controllo reciproco sulla situazione di bilancio di ciascun paese membro, menzionato in precedenza. Vi è anche una procedura sanzionatoria più forte.

Il sistema europeo, obbliga i governi nazionali a presentare i propri bilanci annuali alla Commissione, prima di sottoporli all'approvazione dei parlamenti nazionali. C'è poi un monitoraggio di numero variabili economiche (conto corrente, competitività...) mirante ad individuare e rettificare gli squilibri macroeconomici nazionali.

I diversi passi verso il completamento dell'unione sono fra loro complementari e dovrebbero essere compiuti simultaneamente. Il ruolo della BCE in quanto prestatore di ultima istanza può essere svolto se prese misure volte a rafforzare il coordinamento delle politiche di bilancio e il controllo reciproco sui deficit e i debiti pubblici nazionali

### **Teoria AVO e unione politica**

Affinché l'Eurozona sopravviva, è necessario che gli stati membri continuino a ritenere che la loro appartenenza all'Eurozona stessa sia nel loro interesse nazionale. Se viene meno quella convinzione, sorge la tentazione di uscire. La teoria AVO individua le **condizioni che i paesi debbono soddisfare per rendere conveniente un'unione monetaria**.

È la combinazione di simmetria e flessibilità per cui i costi e i benefici di un'unione monetaria sono in equilibrio. Secondo la teoria, come già detto, oggi l'Eurozona è incompleta. In quanto tale, è un raggruppamento di paesi per alcuni dei quali i costi dell'adesione possono superare i benefici. Ciò rende l'Eurozona instabile a lungo andare.

### **Integrazione politica e unione monetaria**

Un'unione politica rende possibile centralizzare una parte significativa dei bilanci nazionali a livello dell'unione. Ciò rende possibile organizzare sistemi di trasferimento automatici. Questo meccanismo assicurativo è importante quando gli shock sono temporanei e derivano da movimenti inerenti al ciclo economico.

Inoltre, consolidando i bilanci in uno unico comune, si riduce la fragilità dell'unione, consentendole di fare meglio di fronte alle ondate di sfiducia difficilmente gestibili per i governi che non possono emettere debito nella propria moneta.

Infine, un'unione politica riduce il rischio di shock asimmetrici di origine politica (es. quando la Francia decise autonomamente di ridurre la settimana lavorativa a 35 ore).

L'effetto dell'unificazione politica può essere rappresentato in due modi:

- a) esistenza del bilancio centralizzato rende possibile attenuare i danni subiti da un paese investito da uno shock negativo.
- b) L'unione politica riduce il grado di asimmetria. Grazie a questi due spostamenti, l'unificazione politica accresce la sostenibilità di lungo termine delle unioni monetarie.

Per accrescere la sostenibilità di un'unione monetaria è importante avere un bilancio centrale, che possa venire utilizzato come strumento di redistribuzione fra gli stati membri. È importante, per questo, emettere congiuntamente parte degli strumenti dei debiti nazionali.

### **Volontà politica: una variabile profonda, spesso omessa**

Come ci dimostra l'esempio tedesco, al tempo della sua riunificazione, la consapevolezza di un fine comune, assieme al senso di appartenenza alla stessa nazione svolge un ruolo determinante. Nonostante i forti squilibri economici dei due paesi, la volontà politica rese possibile la creazione dell'unione monetaria e politica in Germania.

A livello europeo, questa variabile profonda è poco sviluppata. Ciò rende così difficile progredire verso l'unione politica in Europa. In questa prospettiva, inoltre, l'allargamento dell'Eurozona ultimo, ha creato un rischio. Ha in parte indebolito il senso di un fine comune.

### **Conclusioni**

L'unione politica è necessaria perché l'Eurozona ha indebolito drasticamente il potere e la legittimazione degli stati-nazione, senza però creare una nazione a livello europeo.

### **Capitolo VIII - La transizione verso un'unione monetaria**

Nel dicembre 1991 i capi di stato e di governo firmarono a Maastricht uno storico trattato. Pur non limitandosi alle questioni monetarie, è conosciuto principalmente per aver posto le basi del processo di unificazione monetaria in Europa.

Strategia per il conseguimento di questo obiettivo si reggeva su due principi:

- a) transizione verso l'UEM come processo graduale, che si estendeva nell'arco di diversi anni;
- b) ingresso nell'unione subordinato al soddisfacimento dei criteri di convergenza.

Va detto, che la strategia adottata a Maastricht non era l'unica possibile. Ad esempio, paragonandola con l'unificazione monetaria tedesca, essa venne presa con incredibile rapidità e mancava qualsiasi criterio di convergenza. Per l'UEM, ci sono voluti più di 10 anni di tempo.

### **Il trattato di Maastricht**

Basatosi sui principi di *gradualismo* e *convergenza*. Esso fu firmato infatti nel 1991, e solo 12 anni dopo l'UEM divenne realtà. I 12 anni furono un periodo di transizione, caratterizzato dall'obbligo per i paesi candidati di sottoporre le proprie economie ad un processo di convergenza. I **criteri di convergenza** vennero esplicitati negli articoli del Trattato. Un paese poteva aderire all'UEM soltanto se:

- a) il suo tasso d'inflazione non supera di oltre l'1,5% la media dei tre tassi d'inflazione più bassi degli altri stati membri;
- b) il tasso d'interesse a lungo termine non superava di oltre il 2% la media dei tre paesi detti a *bassa inflazione*;
- c) ha aderito al *meccanismo del tasso di cambio* dello SME e non ha avuto svalutazioni durante i due anni precedenti all'Unione;
- d) il disavanzo di bilancio pubblico non supera il 3% del PIL;
  - a) se lo supera - disavanzo deve diminuire in modo sostanziale e continuo e raggiungere un livello che si avvicina al valore di riferimento del 3%;
  - b) il superamento deve essere solo eccezionale e temporaneo;
- e) il suo debito pubblico non deve superare il 60% del PIL
  - a) se lo supera - deve ridursi in misura sufficiente e avvicinarsi al valore di riferimento (60%) con ritmo adeguato.

Nel maggio 1998: 11 paesi dell'UE (Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna) ottemperavano a questi criteri.

La Grecia - inizialmente non rispettava i criteri - ma vi riuscì subito dopo ed adottò così l'euro nel 2002. Tre paesi (Danimarca, Svezia e Regno Unito), hanno deciso di rimanere fuori nonostante soddisfacessero i suddetti criteri.

Regno Unito: right to opt out e la Danimarca quello di subordinare il suo ingresso all'esito di un referendum. La Svezia invece, utilizzò una scappatoia, offerta dal Trattato, rifiutandosi di aderire al meccanismo di cambio dello SME prima dell'avvio della terza fase, venendo così meno ad uno dei criteri necessari per l'ammissione.

L'Eurozona si è poi allargata a: Slovenia (2007), Cipro e Malta (2008), Slovacchia (2009), Estonia (2011), Lettonia (2014), e Lituania (2015). Così che oggi sono 19 i paesi che utilizzano la valuta. 320mln di abitanti. Tecnicamente, l'UEM ha avuto inizio il 1° gennaio 1999, quando la BCE ha rilevato le funzioni di controllo dalle banche nazionali e l'euro è divenuto una realtà. Tuttavia, dal 1° gennaio 1999 al 31 dicembre 2001, l'euro non è stato coniato, ma esisteva solo nei registri delle banche. Le monete nazionali continuavano a circolare in tutti i paesi. Il 1° gennaio 2002, l'euro fu introdotto fisicamente sotto forma di banconote e monete. Quelle nazionali furono ritirate.

Con l'avvio dell'UEM, le banche centrali nazionali non sono scomparse, ma sono divenute parte del cd. *Eurosistema*. Non prendono più decisioni indipendenti in materia di politica monetaria, ma esistono per attuare le decisioni prese dalla BCE. Esse mantengono però i propri poteri decisionali nel settore importante della vigilanza bancaria.

### **Perché i criteri di convergenza?**

Vi era il timore che la futura unione monetaria potesse determinare tensioni inflazionistiche. Es. tensioni nelle diverse scelte dei paesi. Germania, peso elevato alla riduzione dell'inflazione, Italia peso più basso. Due ipotesi:

**[prima ipotesi]** In caso di un'unione monetaria con un paese a elevata inflazione, il paese a bassa inflazione vede diminuire il proprio benessere. Ciò è dovuto al fatto che la BC dell'unione rifletterà probabilmente le preferenze *medie* dei paesi partecipanti. Di conseguenza, il tasso d'inflazione aumenterà, ponendosi a un livello intermedio.

**[seconda ipotesi]** Il paese a bassa inflazione subisce delle perdite dalla partecipazione a un'unione monetaria con l'Italia, per aderire dunque richiederà delle condizioni. Chiaramente, la condizione che la Germania porrà sarà che la nuova BC dovrà avere le stesse preferenze della banca centrale tedesca. Ciò potrà avvenire in due modi. Il primo è che la Germania insista affinché la futura BCE sia una copia fedele della Bundesbank.

Questa condizione, non risulta però sufficiente da un punto di vista tedesco. Infatti, anche fosse identica alla Bundesbank, la BCE può ancora essere affiancata da autorità nazionali con preferenze eterogenee in materia di inflazione. I rappresentanti tedeschi, in sede di votazione, potrebbero trovarsi in minoranza, cosicché il tasso d'inflazione di equilibrio nell'Unione eccederebbe quello tedesco. Per evitare un simile epilogo, la Germania vuole controllare l'ingresso nell'UEM e per questo soltanto i paesi con le sue stesse preferenze sono ammessi a farne parte.

I criteri di convergenza possono dunque essere visti in questa prospettiva. I paesi che avessero voluto essere parte dell'UEM, hanno dovuto abbassare il tasso d'inflazione. Questo processo ha condotto, inevitabilmente, ad un aumento temporaneo del tasso di disoccupazione.

Questa dimostrazione è stata sufficiente, per la Germania, a dimostrare che essi intendessero combattere seriamente l'inflazione. Sta di fatto che, dopo l'introduzione dell'euro in questi paesi, l'inflazione si è mantenuta bassa, nonostante la diffusa percezione che l'avvento dell'euro ne abbia determinato un'accelerazione.

### **Convergenza dei bilanci**

È possibile razionalizzare i criteri di convergenza del bilancio pubblico? Sì. Esempio, Italia-Germania.

L'Italia ha un rapporto debito/PIL elevato (+100% prima dell'ingresso nell'Eurozona). Un valore del genere crea un incentivo ad architettare un'inflazione inattesa.

Un'unione monetaria tra paesi con forti differenziali di inflazione crea un problema al paese con un basso debito pubblico. Questo, infatti, si trova ad interagire con un partner che ha la tendenza a rinfocolare l'inflazione, anche qualora le preferenze sull'inflazione fossero identiche. Fintantoché un paese ha un elevato rapporto debito/PIL, esso avrà un incentivo a creare inflazione inattesa. Di conseguenza, il paese a debito basso risulta svantaggiato ed insisterà affinché l'altro, prima di aderire all'unione, riduca il suo rapporto.

Per conseguire un tale risultato, il paese ad alto debito deve ridurre il suo disavanzo. Raggiunto l'obiettivo, esso non avrà incentivi a produrre inflazione inattesa e potrà essere quindi ammesso all'unione senza timore.

Il timore dunque è semplicemente che questi paesi ad alto debito rischierebbero di far crescere l'inflazione all'interno dell'unione monetaria. Ci sono poi altri argomenti: i paesi con alto debito fronteggiano maggiori rischi d'insolvenza. Una volta ammessi, crescerebbero le pressioni perché vengano attivate misure di salvataggio in caso di crisi d'insolvenza.

La paura che ciò possa accadere, spiega anche perché sia stata introdotta la clausola **nessun salvataggio** incorporata nel Trattato di Maastricht. Clausola secondo la quale nessun governo nazionale, né la BCE, possono essere forzati a garantire il salvataggio di altri paesi membri.

Molti economisti hanno criticato i valori del 3% e del 60% come arbitrari o come forma di **feticismo economico**. Sembra che esse siano state desunte dalla nota formula per determinare il disavanzo di bilancio necessario per stabilizzare il debito pubblico:

$$d = gb$$

Dove  $b$  è il livello cui si deve stabilizzare il debito pubblico (in percentuale del PIL),  $g$  è il tasso di crescita del PIL nominale e  $d$  è il disavanzo di bilancio (in percentuale del PIL).

Quindi, per stabilizzare il debito pubblico al 60%, il disavanzo deve essere portato al 3% se e soltanto se il tasso di crescita nominale del PIL è uguale al 5%.

La regola è arbitraria per due motivi:

- perché il debito debba essere stabilizzato al 60% e non al 50% o 70%? La sola ragione sembra che al tempo della stesura di Maastricht, questo fosse il valore medio del rapporto debito/PIL in seno all'UE.
- la regola dipende dal tasso di crescita nominale del PIL. Alcuni paesi, hanno un tasso di crescita nominale elevato, che consente loro di stabilizzare il debito pubblico al 60% pur con forti disavanzi. Altri paesi, con tassi di crescita più bassi, se vogliono stabilizzare il rapporto devono gestire disavanzi di bilancio più bassi.

### Altri criteri di convergenza di Maastricht:

- Convergenza tassi di cambio:** Vincolo di non svalutazione. Si trattava semplicemente di impedire agli stati di manipolare il tasso di cambio nell'intento di conseguire l'ammissione con un tasso di cambio più favorevole. L'applicazione di questo requisito è stata meno rigorosa dopo la firma di Maastricht.
- Convergenza dei tassi di interesse:** Differenziali eccessivi nei tassi di interesse presidenti avrebbero potuto portare ad accentuati guadagni/perdite in conto capitale al momento dell'ingresso nell'UEM.

### Problemi tecnici del periodo di transizione

La transizione all'UEM ha creato numerosi problemi di natura tecnica. Affrontati e risolti con grande abilità. Il 1° gennaio 1999, vennero fissati irrevocabilmente i tassi di cambio tra monete nazionali ed euro. Prima della conversione si poneva il seguente problema: il Trattato e una decisione assunta in occasione del Consiglio di Madrid (1995) prevedevano che dal 1° gennaio 1999, 1 ECU sarebbe stato convertito in un euro.

Nel contempo, i tassi, di conversione delle monete nazionali in euro, sarebbero stati fissati al loro valore di mercato al 31 dicembre 1998. Quest'ultima condizione venne introdotta per garantire che all'avvio dell'UEM, non vi sarebbero stati bruschi salti nel valore delle monete. Tuttavia, questo creava un terreno

propizio per potenziali dinamiche speculative di natura autoavverantesi. Infatti, le autorità avevano annunciato che i tassi fissati nei mercati il giorno dopo l'avvio dell'UEM, sarebbero stati impiegati come tassi di conversione fissi definitivi.

Così, se un qualsiasi speculatore avesse fatto salire il valore di una moneta, essa sarebbe divenuta irrevocabilmente il tasso di conversione fisso vigente nell'UEM. Bisognava certamente evitare un simile epilogo. Alcuni ricercatori accademici hanno risolto il problema, proponendo che le autorità annunciassero con un ampio anticipo i tassi fissi ai quali le monete sarebbero state convertite fra loro all'avvio dell'UEM. Se l'annuncio fosse stato credibile, i mercati avrebbero indirizzato senza scosse i tassi di conversione proprio verso quelli annunciati.

Ciò è quanto accaduto. Le autorità statuali annunciarono i tassi di cambio, rendendo più credibile l'annuncio e dichiarando che le BC dei paesi candidati all'UEM avrebbero cooperato strettamente alla decisione delle politiche monetarie. Inoltre, chiarirono che sarebbero intervenute sui mercati, *senza limitazioni* per assicurare che i tassi di mercato convergessero verso i tassi fissi di conversione annunciati. In effetti, gli interventi necessari sono stati minimi. Gli speculatori confidavano che i tassi sarebbero stati proprio quelli di conversione e la speculazione fu stabilizzante. Così, all'avvicinarsi della data, i tassi di conversione si avvicinavano sempre più a quelli predetti.

### Come organizzare le relazioni tra i paesi membri dell'UE inclusi nell'eurozona e quelli esclusi?

Oggi l'UEM consta di 19 membri (su 28 UE). Come vanno organizzati i tassi di cambio tra questi due gruppi di paesi?

Le linee guida furono tracciate in una riunione del Consiglio Economia e Finanza (ECOFIN) del giugno 1996. Furono stabiliti i seguenti principi:

1. nuovo meccanismo di cambio *ERM-II* avrebbe sostituito il vecchio ERM a partire dal 1° gennaio 1999;
2. l'adesione è volontaria (insistenza inglese e contrarietà francese);
3. procedure operative determinate in accordo alle volontà espresse dalla BCE e dalle banche centrali dei paesi esclusi;
4. meccanismo che ruota attorno ai tassi centrali che fanno da riferimento per i margini di fluttuazione. Questi sono relativamente ampi, come quelli del vecchio ERM, ma i paesi possono scegliere margini di oscillazione diversi<sup>2</sup>;
5. il sistema è ancorato all'Euro;
6. quando i tassi di cambio raggiungono limiti dei margini di fluttuazione, l'intervento valutario è obbligatorio. Sono ammesse deroghe solo se entrino gli interventi in conflitto con gli obiettivi di stabilità dei prezzi per i paesi aderenti o quelli non aderenti;
7. la BCE ha il potere di avviare le procedure di revisione delle parità.

Oggi, solo la Danimarca ha aderito all'ERM-II per stabilizzare il suo cambio con l'Euro. Non è chiaro se voglia prima o poi entrare nell'Euro.

Regno Unito: ha reso noto di non voler in alcun modo essere vincolato da accordi sul tipo di quello dell'ERM.

Svezia: non ha aderito all'ERM-II. HA deciso di rimanere fuori dall'Eurozona, quindi non ha aderito all'ERM prima del 1999.

### Conclusioni

La strategia di Maastricht si è rivelata un grande successo, di proporzioni che ben pochi osservatori si sarebbero immaginati negli anni Novanta. Chiavi del successo furono il *gradualismo* e la *convergenza*. I criteri di convergenza sono stati importanti.

Anche i problemi tecnici durante la fase di avvio UEM sono stati risolti egregiamente, in particolare la decisione di annunciare i tassi di conversione già nel maggio 1998, portando alla stabilizzazione dei mercati europei dei cambi, la cui stabilità ha resistito alla grave crisi finanziaria della seconda metà del 1998.

<sup>2</sup> vedi qui serpente e quello successivo

Non è adesso chiaro quanto l'esplosione della crisi del debito sovrano nell'Eurozona abbia influenzato il desiderio dei nuovi stati membri dell'Europa centrale di aderirvi. Molto dipenderà dall'uscita dalla crisi. I paesi più piccoli (Estonia, Lettonia, Slovacchia, Lituania hanno deciso di aderire all'Eurozona), non è però ancora chiaro cosa decideranno di fare gli altri paesi dell'Europa centrale.

## Capitolo VIII - La Banca Centrale Europea

Elemento centrale dell'UEM è la Banca Centrale Europea. Istituzione che all'atto della creazione dell'Eurozona, nel 1999, rilevò i poteri delle banche centrali nazionali.

### Progetto della BCE

Dopo la IIGM, si sono delineati due tipi di Banca Centrale. Vi è il modello *anglo-francese* ed il modello *tedesco*. Essi differiscono sotto due aspetti principali: a) gli obiettivi della banca, b) gli aspetti istituzionali.

	Obiettivi	Architettura
<b>Modello anglo-francese</b>	stabilità dei prezzi stabilizzazione ciclo economico mantenimento occupazione stabilità finanziaria	dipendenza politica della BC decisioni approvate dal governo
<b>Modello tedesco</b>	stabilità dei prezzi	indipendenza politica

Al tempo del Trattato di Maastricht, i Paesi membri dovevano scegliere uno di questi due modelli. Oggi si può dire che il modello anglo-francese venne scartato e prevalse quello tedesco. Ciò è chiaro leggendo lo Statuto della BCE, parte integrante del Trattato di Maastricht.

Gli obiettivi della BCE: **art.105** “*obiettivo primario della BCE è il mantenimento della stabilità dei prezzi*”. Il trattato prevede che la BCE possa perseguire altri obiettivi, oltre quello della stabilità dei prezzi. Tuttavia questi sono considerati secondari, e non devono interferire con quello primario della stabilità dei prezzi.

Stesso discorso per quanto riguarda l'indipendenza dalla politica. Il trattato riconosce che l'indipendenza è una **condizione necessaria** per assicurare la stabilità dei prezzi. In effetti, qualora questa venisse meno, la BCE sarebbe costretta a stampare moneta per finanziare i disavanzi pubblici, il modo più sicuro per creare inflazione.

Si può concludere che la Bundesbank è stata assunta a modello per la BCE. Anzi, la difesa della stabilità dei prezzi è forse espressa più duramente nello Statuto BCE, rispetto a quello della Bundesbank stessa. L'indipendenza, è certamente superiore a quella della BC tedesca. Il parlamento tedesco può modificare lo Statuto della BC a maggioranza semplice. Lo statuto BCE deve essere modificato con una procedura di revisione del Trattato di Maastricht, prevedendo l'unanimità fra tutti i paesi membri, *inclusi quelli non aderenti all'UEM*. Questa blindatura ha ricevuto critiche: mancanza di responsabilità democratica della BCE.

### Perché è prevalso il modello tedesco?

Al momento della negoziazione di Maastricht, il modello prevalente era quello anglo-francese. Le ragioni per cui venne invece imposto quello tedesco, sono almeno due:

- sviluppi teorici noti come *controrivoluzione monetarista*;
- posizione strategica assunta dalla Germania durante la formazione dell'UEM.

**a)** Gli anni '50 e '60 avevano visto il trionfo delle tesi di Keynes. Si pensava che gli obiettivi di cui dovevano farsi carico le autorità monetarie e fiscali fossero l'elevata crescita economica e un basso livello di disoccupazione. Politiche monetarie e fiscali di tipo espansivo erano viste come **strumenti necessari** per conseguire tali obiettivi. Gli anni '70 segnarono invece un punto di svolta.

Crebbe la convinzione per cui queste politiche contribuivano a produrre tendenze inflazionistiche. Secondo la visione monetarista [Barro-Gordon], le autorità monetarie non possono diminuire sistematicamente il tasso

di disoccupazione, al di sotto del tasso naturale. È possibile diminuire la disoccupazione, ma solo temporaneamente. Continuare a mantenerla al di sotto, avrà dei prezzi da pagare. L'unico modo per diminuire in maniera duratura la disoccupazione, è diminuirne il tasso naturale, tramite **politiche strutturali**, vale a dire **diminuendo il carico fiscale sul lavoro e rendendo flessibile il mercato del lavoro**. La BC deve dunque occuparsi solo di ciò che può controllare, cioè il *livello dei prezzi*.

Inoltre: politiche monetarie espansive sono spesso adottate da politici che perseguono vantaggi elettorali di breve periodo. Dunque, si dovrebbe proteggere la BC da tali interferenze politiche, rendendola un organismo indipendente.

A partire dagli anni '80 emerse una serie di studi empirici, che dimostrarono come le BC indipendenti avessero governato le proprie economie meglio degli altri. L'inflazione risultava inferiore, senza pagare per questo un conto in termini di maggiore disoccupazione o minore crescita.

Fu così che - a partire dagli anni '80 - la tesi monetarista divenne il paradigma dominante. La stessa Italia, in quegli anni, rese Bankitalia indipendente (1981 - Andreotta Ministro Tesoro). Non fu un caso che i banchieri centrali avessero dunque voluto adottare la *Bundesbank* come loro modello.

La crisi del 2007 ha invece visto una ripresa del keynesismo, a scapito delle posizioni monetariste prevalenti. Ciò, particolarmente vero per la Federal Reserve, la quale ha preso misure straordinarie per stimolare l'attività economica.

**b)** Il secondo motivo, è dato dalla particolare posizione strategica della Germania, durante la corsa verso l'unione monetaria. Il rischio per i tedeschi era quello di dover accettare un'inflazione più elevata. Per ridurre il rischio, hanno insistito sull'aver una banca centrale che in tema d'inflazione fosse ancora più *hard-nosed* della stessa Bundesbank. Come abbiamo già visto, le autorità tedesche sono riuscite a centrare l'obiettivo

### **BCE: Banca Centrale "conservatrice"?**

L'impegno a mantenere la stabilità dei prezzi, con scarsi sforzi per la stabilizzazione delle fluttuazioni del prodotto e dell'occupazione, ci fanno pensare che la BCE sia *conservatrice*, ossia un'istituzione che considera la stabilità dei prezzi più importante della stabilizzazione del prodotto e dell'occupazione.

Da un confronto con la Federal Reserve, possiamo dire che sicuramente quest'ultima abbia usato i tassi d'interesse molto più attivamente. Nel 2001, ma anche nel 2008, all'avvio della Grande Recessione.

Comunque:

- 1) la BCE dà un certo peso al problema della stabilizzazione del prodotto. Anche se fosse solo interessata all'inflazione, dovrebbe comunque reagire alle variazioni del gap del prodotto, perché costituiscono buoni indicatori dell'inflazione futura;
- 2) Le reazioni della BCE alle variazioni del gap del prodotto, sono state comunque meno intense di quelle della Federal Reserve.

Possiamo quindi dire che la BCE è più conservatrice della Federal Reserve, attribuendo maggiore importanza al mantenimento della stabilità dei prezzi ed è più cauta nel reagire alle fluttuazioni cicliche. Ciò non porta comunque a dire che la FR abbia attuato politiche migliori di quelle della BCE. Molti economisti riportano, ad esempio, che tra il 2001 e il 2004 le politiche monetarie della Federal Reserve siano state troppo espansive, alimentando così un forte allargamento del mercato USA.

### **Indipendenza e accountability**

L'indipendenza della BCE porta anche ad un problema di *accountability* della stessa. La BCE, infatti, deve ottemperare al proprio mandato. Essa però può incorrere in errori di natura sistematica. Potrebbe anche fare cose contrarie al suo mandato. È dunque importante che esista un meccanismo atto a verificare se la BCE ottemperi al proprio mandato e, qualora non lo rispetti, vi sia la possibilità di applicare sanzioni.

L'attribuzione d'indipendenza alla BCE porta con sé un problema di responsabilità politica. Studi di Bini Smaghi e Gross [2000] dimostrano come la BCE sia la più indipendente delle Banche centrali, più della

Bundesbank e della Federal Reserve. Allo stesso tempo, però studi dimostrano che la BCE sia assai poco sindacabile, almeno rispetto alla Federal Reserve. Il presidente della BCE deve presentarsi periodicamente dinanzi al Parlamento europeo, tuttavia egli sa - contrariamente al presidente della Fed o della Bundesbank<sup>3</sup> - che si trova di fronte ad un'istituzione che non può in alcun modo modificare lo Statuto della BCE.

Rispetto alle altre grandi BC, la BCE sa di godere di una maggiore indipendenza, ed è soggetta ad una sindacabilità assai più morbida. Ciò è in contrasto con alcune teorie di comune sentire, per cui l'accountability dovrebbe aumentare all'aumentare del grado di indipendenza.

Un secondo problema riguarda gli altri obiettivi della BCE. Infatti, ad eccezione della stabilità dei prezzi, gli altri obiettivi risultano alquanto vaghi. Vaghi a tal punto, da renderli indefinibili, facendo sì che la BCE sviluppasse una propria interpretazione degli obiettivi da perseguire. Fino alla crisi, la BCE aveva ristretto il proprio campo di responsabilità, come se l'unico obiettivo fosse la stabilità dei prezzi.

es. La Federal Reserve, è giuridicamente responsabile dell'andamento dell'occupazione e dell'inflazione. Il campo di responsabilità di cui la Federal Reserve è tenuta a rispondere è considerevolmente più esteso di quello della BCE.

Per riassumere, il campo dell'accountability della BCE è molto ristretto per 2 ragioni:

- 1) in Europa è assente una forte istituzione politica, capace di esercitare il controllo sull'operato della BCE;
- 2) la vaghezza del Trattato di Maastricht ha circoscritto il campo di responsabilità della BCE.

Questo stato di cose, rende problematico il sostegno politico di cui la BCE potrà godere a lungo termine. Le moderne banche centrali hanno responsabilità che vanno al di là della semplice stabilità dei prezzi.

Secondo De Grauwe, la BCE potrebbe fare molto per compensare la mancanza di accountability. Anzitutto, potrebbe espandere la sua responsabilità di tipo informale, ad esempio rendendo più trasparente il suo operato. Ciò significa, informare il pubblico dei propri obiettivi e dei metodi con cui conseguirli. Si potrebbe informare il pubblico anche delle decisioni politiche adottate. Va detto che in tal senso, sono state prese delle decisioni. La BCE ora pubblica un *Bollettino mensile* e il Presidente, dopo ogni seduta mensile spiega alla stampa e motiva, le decisioni prese.

Vi sono altri mezzi indiretti per promuovere l'accountability. Al riguardo, si sta discutendo dell'opportunità di pubblicare i verbali delle riunioni del Consiglio dei governatori. Alcune BC, come la FED già lo fanno. Tale prassi consentirebbe di informare meglio il pubblico circa il processo decisionale seguito. Fino a poco'anzi la BCE si è rifiutata di seguire questa strada, sostenendo che l'art.10.4 del Trattato di Maastricht lo vieta. Nel 2015, tuttavia, la BCE ha rivisto la sua posizione, decidendo che i verbali sarebbero stati pubblicati, ma escludendo i commenti rivolti a determinati membri del Consiglio dei governatori.

## Quadro istituzionale della BCE

### Le istituzioni dell'Eurozona: l'Eurosistema

Le istituzioni dell'Eurozona sono state create con il Trattato di Maastricht. La politica monetaria è affidata all'Eurosistema, composto da: a) BCE; b) Banche centrali nazionali (BCN) dei paesi membri dell'Euro (oggi 19).

Le strutture di governo sono:

- a) il *Comitato esecutivo* composto dal presidente, dal vicepresidente e 4 dirigenti della BCE;
- b) il *Consiglio direttivo*: comprende i 6 membri del Comitato esecutivo e i governatori delle 19 BCN.

**b)** è l'organo decisionale più importante dell'Eurosistema. Formula le politiche monetarie e prende le decisioni sui tassi d'interesse, sulle riserve obbligatorie e sulla gestione della liquidità del sistema. Si riunisce ogni due settimane a Francoforte. Durante tali incontri, i 25 membri discutono e prendono le decisioni. Ciascun membro ha diritto ad un voto. Diversamente dal Consiglio dei ministri europeo, le votazioni

<sup>3</sup> Anche negli USA il Congresso può modificare lo Statuto della Fed con una maggioranza semplice

all'interno del Consiglio direttivo non rispondono al principio della maggioranza qualificata. L'obiettivo è infatti quello di operare nell'interesse generale dell'Eurozona.

- a) attua le decisioni di politica monetaria prese dal Consiglio direttivo. Fra i suoi compiti, quello di impartire istruzioni alle BCN e fissare l'ordine del giorno delle riunioni del Consiglio direttivo.

L'intera struttura decisionale è detto *Eurosistema*. La BCE ne costituisce soltanto una parte, e quindi non può decidere per proprio conto misure di politica monetaria per l'Eurozona. Per semplicità, comunque, si continua ad utilizzare la sigla BCE rimandando ad un concetto più ampio della sua mera definizione giuridica.

### È l'Eurosistema troppo decentrato?

La struttura organizzativa dell'Eurosistema è certamente decentrata. Le BCN sono pienamente coinvolte nel processo decisionale, essendo presenti all'interno del Consiglio direttivo. Le decisioni vengono poi attuate dalla BCE. Seguendo le istruzioni della BCE, le BCN traducono operativamente tali decisioni nel contesto dei rispettivi mercati monetari nazionali. Ci si chiede dunque, se il sistema non sia forse *eccessivamente* decentrato. Non potrebbe accadere che le BCN influenzino troppo il Consiglio direttivo, facendo prevalere gli interessi nazionali su quelli più generali del sistema?

Gross e Tabellini, sostengono ad esempio che il sistema sia troppo decentrato. I governatori delle singole BCN hanno una maggioranza schiacciante in seno al Consiglio direttivo. Ad esempio, nel sistema FED l'organo decisionale è il *Federal Open Market Committee*, composto da 12 membri e solo 5 dei quali presidenti delle banche dei singoli stati. Gli altri 7, membri del Board of Governors (Consiglio direttivo), sono nominati dal Congresso e rappresentano gli interessi del sistema nel suo complesso. I rappresentanti delle banche statuali, sono dunque sempre in minoranza. Anni '20-30, il sistema FED era più decentrato.

Va detto, comunque [De Grauwe] che quando la BCE agisce all'unisono, sono le sue decisioni a prevalere. Tuttavia, è evidente che le economie più grandi giocano un ruolo importante. Es. se pensiamo che la Germania costituisca il 30% dell'economia dell'Eurozona, è chiaro che se si calcola il tasso di inflazione, il tasso della Germania peserà per il 30% nell'indice dei prezzi aggregati.

È probabile che il Comitato esecutivo reagisca in misura significativa alle variazioni del tasso d'inflazione tedesco. Diversamente l'insieme dei paesi piccoli (Lussemburgo, Cipro, Malta... non raggiunge l'1% dell'economia dell'Eurozona). Di conseguenza, la BCE non reagisce a variazioni del tasso di inflazione che si registrano in questi paesi.

### Necessità di riforme?

L'allargamento dell'Eurozona (da 12 a 19) insieme alla regola *un paese un voto*, ha accresciuto il rischio che le decisioni siano influenzate da paesi di modesta dimensione (in coalizione). La questione è che i piccoli paesi sono sovra-rappresentati all'interno del Consiglio direttivo e il problema sarà destinato ad aggravarsi con ulteriori allargamenti. Per porvi riparo, nel 2002 il Consiglio direttivo ha raggiunto un accordo volto a modificare la procedura di voto.

- a) numero di governatori con diritto di voto è ristretto a 15. I membri del Comitato esecutivo che fanno parte del Consiglio direttivo mantengono il diritto di voto;
- b) i governatori eserciteranno il diritto di voto a rotazione. Si stabilisce un principio di turnazione basato sulla grandezza dei paesi. I governatori dei paesi maggiori votano più spesso di quelli dei paesi minori.

La proposta è stata adottata all'unanimità nel 2003. Esso è però entrato in vigore soltanto nel 2015.

[pag.217 nuovo sistema di voto]

Ad ogni modo, si può sostenere che il Consiglio direttivo sia divenuto troppo grande. Il rischio è una difficoltà nel prendere decisioni rapide. Sembra che ciò sia accaduto ad esempio nel 2011, quando la BCE doveva decidere se acquistare o meno titoli di stato nel mercato secondario. Così, pure la decisione di avviare il programma *Outright Monetary Transactions* (OMT) è stata presa oltre due anni dopo l'inizio della crisi del debito sovrano, nel 2010.

Si noti comunque l'abbandono del principio *un paese un voto*. Per quanto attraente (gli stati che rappresentano gli interessi dell'Euro), era divenuto difficile da mantenere.

### La BCE come prestatore di ultima istanza

Nell'ottobre 2008, le banche dell'Eurozona erano alle prese con una crisi di liquidità. Lehman Brothers creò gravi difficoltà a diverse banche assicurate, costrette così a vendere delle attività, creando dei problemi di solvibilità per se stesse e altre banche.

I detentori di depositi, ritraggono i propri fondi, facendo precipitare la situazione in crisi di liquidità. Per qualche giorno, il sistema sembrava sull'orlo del collasso. Il mercato interbancario era prosciugato.

Inizialmente, la BCE intervenne con massicce iniezioni di liquidità, eseguendo operazioni di mercato aperto. Esse riuscirono ad evitare il collasso del sistema bancario. Fu il primo grande test della BCE come prestatore di ultima istanza in tempo di crisi. E lo superò.

Fra il ruolo di prestatore di ultima istanza della BCE a favore del sistema bancario e quello svolto nei mercati dei titoli di stato dell'Eurozona, non potrebbe esservi contrasto più netto. È essenziale che la BCE assuma questo ruolo nei mercati dei titoli di stato dell'Eurozona, poiché questi ultimi sono fragili quanto il settore bancario.

In contrasto con la prontezza a fornire massicci aiuti alle banche, la BCE è stata molto restia a fornire la necessaria liquidità ai mercati dei titoli di stato. Infatti, solo a settembre 2012, la BCE ha annunciato la sua disponibilità ad agire come prestatore di ultima istanza nei mercati dei titoli di stato, ossia ad acquistare quantità illimitate di titoli di stato nei mercati secondari.

Questo programma è stato definito **Outright Monetary Transactions**. L'annuncio del programma ha avuto l'effetto immediato di ridurre i tassi d'interesse sui titoli di stato dei paesi colpiti maggiormente. La BCE ha comunque sottoposto l'attuazione del programma, ad una serie di condizioni, che andavano molto al di là di quelle della *dottrina Bagehot*<sup>4</sup>:

- 1) l'acquisto limitato a quelli con scadenza massima triennale;
- 2) i paesi che necessitano del sostegno dovranno assoggettare le proprie politiche di bilancio a un programma di austerità sottoposto alla vigilanza del *meccanismo europeo di stabilità* (**European Stability Mechanism ESM**) fondo europeo creato nel pieno della crisi del debito sovrano e finanziato dai governi nazionali dell'Eurozona;
- 3) i paesi interessati - ove richiesto - possono essere obbligati ad adottare ulteriori forme di austerità, con la conseguenza che per ottenere l'aiuto BCE un paese deve accettare la condizione di un'ulteriore accentuazione della recessione.

Si è reso chiaro come la BCE volesse sia fornire la liquidità, sia vigilare sul rischio azzardo morale, come evidente dal fatto che la BCE è attivamente impegnata nella cosiddetta *Troika* che controlla le politiche di bilancio dei paesi. La BCE contribuisce a decidere quanto debbano spendere i governi, quali spese tagliare e quali spese aumentare. Decisioni **fortemente politiche**. Una BCE che ha a cuore la propria indipendenza politica la mette però a repentaglio se si coinvolge nel processo decisionale politico dei paesi membri.

Ciò detto, la decisione della BCE di fornire un illimitato sostegno di liquidità ai mercati dei titoli di stato è positiva: ha costituito probabilmente il più importante cambiamento istituzionale volto a rendere possibile la stabilizzazione dei mercati dei titoli di stato nell'Eurozona. Senza questo cambiamento istituzionale, l'Eurozona avrebbe potuto collassare. Nonostante il successo, l'OMT è ancora strenuamente avversato in diversi paesi.

### La BCE ha violato il suo statuto con l'OMT?

Spesso si dice che l'OMT sia stata una violazione dello statuto che vieterebbe simili operazioni. Anche la Corte costituzionale tedesca è stata di questo avviso. Una lettura attenta del Trattato chiarisce però che questa interpretazione è infondata.

<sup>4</sup> vdi cos'è

Art.18 Protocollo su Statuto sistema europeo di banche centrali e BCE stabilisce che *la BCE e le BCN hanno la facoltà di operare sui mercati finanziari comprando e vendendo crediti e strumenti negoziabili*. I titoli di stato sono *strumenti negoziabili* e il Trattato non vieta alla BCE di comprarli né venderli nei mercati finanziari. Questa è anche la posizione della Corte di giustizia europea, che agli inizi del 2015 ha sentenziato che il programma OMT non viola lo statuto della BCE.

Ciò che la BCE non può fare è indicato esplicitamente all'articolo 21: *è vietata la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia a enti pubblici così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito*.

Statuto BCE: essa può comprare titoli di stato nei mercati secondari, nel contesto delle sue operazioni di mercato aperto. Così facendo la BCE non presta credito ai governi, ma fornisce liquidità ai detentori di titoli di tali governi. I detentori sono di solito istituzioni finanziarie e non possono interpretare suddette operazioni come finanziamento monetario dei disavanzi di bilanci pubblici.

Al contrario, il divieto di comprare strumenti di debito direttamente dagli Stati nazionali si basa sul fatto che tali operazioni forniscono liquidità agli stati venditori e comporta pertanto un finanziamento monetario del disavanzo di bilancio.

### **La nuova struttura di regolamentazione e vigilanza finanziaria in UE: verso un'unione bancaria?**

La crisi del 2008 ha dato adito a una fondamentale revisione delle funzioni di regolamentazione e vigilanza delle banche e dei mercati finanziari nell'Eurozona e nell'UE. Prima della crisi: vigilanza svolta per lo più a livello nazionale: ciò fu visto come contribuito alla crisi. Il nuovo quadro regolamentare si applica ora a tutti i paesi UE e non solo circoscritto all'Eurozona.

\*\*\*

La nuova struttura, creata il 1° gennaio 2011

- **Comitato europeo per il rischio sistemico**, presieduto dal presidente della BCE, è stato affidato il compito di analizzare le fonti di potenziali rischi sistemici che possano insorgere nel sistema finanziario, e di emettere segnalazioni precoci dei problemi incombenti;

In secondo luogo, sono state create tre nuove autorità di vigilanza a livello europeo (*European Supervisory Authorities*)

- **Autorità bancaria europea** (European Banking Authority, EBA) con sede a **Parigi**;
- **Autorità europea delle assicurazioni e pensioni aziendali e professionali**, con sede a Francoforte;
- **Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati**, con sede a Parigi;

- 1) Le ESA devono redigere gli standard tecnici destinati a venire recepiti dal diritto dell'UE, ed emettere raccomandazioni che dovrebbero essere applicate dagli organi di vigilanza nazionali;
- 2) Le ESA hanno la facoltà di indagare sulle infrazioni del diritto comunitario da parte degli organismi di vigilanza nazionali;
- 3) Le ESA possono assumere decisioni che sono direttamente vincolanti per le imprese e i partecipanti ai mercati negli stati membri;
- 4) Le ESA possono raccogliere dagli organi di vigilanza nazionali le informazioni di cui necessitano per svolgere i propri compiti in modo soddisfacente.

Giugno 2012: fu deciso di creare un quadro di vigilanza comune per l'Eurozona. La creazione di una nuova istituzione necessitava una modifica al Trattato, con le lungaggini procedurali necessarie. Per questo, si decise che la BCE avrebbe assunto la responsabilità della vigilanza comune delle banche dell'Eurozona.

Esiste oggi il *Consiglio delle autorità di vigilanza* composto dai 19 rappresentanti degli stati membri dell'Eurozona e 4 rappresentanti della BCE. Ha il potere di vigilare sulle cosiddette *banche sistemiche* dei paesi dell'Eurozona (banche con bilancio superiore a 30mlrd di euro o al 20% del PIL nazionale - in totale 200 banche). Strumenti intrusivi.

Potere di *auditing* dei bilanci, sanzioni, ricapitalizzazione e perfino la chiusura, se necessario. Le banche più piccole resta di competenza delle vigilanze nazionali. Circa 6mila banche. Il *Consiglio* può comunque impartire raccomandazioni a queste banche, in caso di inerzia delle autorità di vigilanza nazionali. Divenuto operativo a fine 2014.

### Unione bancaria

Ciò che ancora manca è un efficace quadro comune di risoluzione delle crisi, che renda possibile risolvere una crisi bancaria a livello dell'Eurozona. Una crisi come quella del 2008 ha infatti necessità di strumenti efficaci. Bisogna rilevare le banche insolventi, ristrutturarle e smaltire le attività deteriorate. È necessario che i governi ricapitalizzino le banche. Sono operazioni costose, spesso sopportate solo dai governi nazionali.

In Irlanda, questo ha portato ad uno spettacolare aumento del disavanzo di bilancio e del livello del debito pubblico, facendo precipitare il governo irlandese in una crisi di solvibilità.

Il *meccanismo di risoluzione comune* (Single Resolution Mechanism, SRM), ha portato qualche progresso in tal senso. Nel 2013, fondo di 55 miliardi€, criticato per le dimensioni inadeguate. Inoltre, il meccanismo di funzionamento è talmente complesso, da far dubitare che possa essere efficace nei momenti di crisi.

In caso di crisi su vasta scala, le risorse dei sistemi nazionali di assicurazione dei depositi risulterebbero insufficienti e toccherebbe quindi intervenire di nuovo ai governi nazionali. In altre parole, non sembra sciolto l'abbraccio mortale tra banche e debito sovrano.

Siamo ancora lontani da un'unione bancaria completa. Essa consterebbe di tre componenti:

- 1) autorità comunità di vigilanza;
- 2) quadro comune di risoluzione delle crisi;
- 3) meccanismo comune di assicurazione dei depositi.

La prima componente è una realtà; la seconda parzialmente realizzata; la terza completamente assente.

### Conclusioni

L'Eurosistema è un'istituzione notevole, unica nella storia. È stato necessario considerare le specificità nazionali e il desiderio delle BCN di mantenere alcune prerogative relative alla formulazione e attuazione delle politiche monetarie. Al contempo, si è reso necessario un processo decisionale chiaro ed unitario. Il risultato: compromesso d'equilibrio fra queste opposte tendenze. Tuttavia, il sistema presenta delle carenze:

- a) assenza di accountability chiara;
- b) la decisione del 2012 di fungere da prestatore di ultima istanza nei mercati dei titoli pubblici è una svolta, ma deve ancora essere messa alla prova. L'OMT deve ancora essere attivato;
- c) La BCE ha assunto responsabilità fondamentali in materia di vigilanza comune sulle banche sistemiche dell'Eurozona. Oggi è responsabile della politica monetaria e della vigilanza nell'Eurozona. I suoi poteri sono aumentati enormemente, rendendo più doveroso la BCE rispondere del suo operato.

## Capitolo IX - La politica monetaria nell'Eurozona

### Attività delle banche centrali e shock asimmetrici

L'Eurozona viene regolarmente colpita da shock asimmetrici. Quali conseguenze ne derivano per le politiche della BCE? Analizziamo uno shock asimmetrico *puro*.

es. Un paese (Francia) è investito da un boom, dovuto ad un aumento della domanda aggregata, mentre l'altro (Germania) si trova in recessione, provocata da un calo della domanda aggregata. Assumiamo, che lo shock positivo di un paese sia compensato esattamente dallo shock negativo nell'altro. Shock asimmetrico puro.

Eurozona: riceve i dati *aggregati*. Prezzi e quantità prodotte sono rimasti invariati, e non è così necessaria alcuna modifica delle politiche. Risultato: aumento della fluttuazione della produzione e dell'occupazione

nei singoli paesi. In questi casi, la BCE è paralizzata, si comporta come se attribuisse un peso nullo alla stabilizzazione del prodotto.

Inoltre, se l'Eurozona costituisce un'AVO, allora sarà relativamente facile stabilizzare gli shock, ed insorgeranno così pochi conflitti tra gli stati membri e la BCE. Al contrario, se i paesi non costituiscono un'AVO, la BCE troverà difficile stabilizzare prodotto ed occupazione.

Dal 1999, gli shock asimmetrici hanno svolto un ruolo importante. In quasi tutti gli anni, i differenziali tra paesi, rispettivamente ad alto e basso tasso di crescita, hanno superato il 5%. L'anno 2003, particolarmente interessante: taluni paesi *forti espansioni*, mentre in altri è prevalsa la recessione. Abbiamo anche visto come la politica monetaria, possa fare poco di fronte a questi shock, che richiedono modifiche nei prezzi relativi. Può solo favorire il processo di aggiustamento verso la posizione di equilibrio di lungo periodo.

Ugualmente, nel 2007: per l'insieme dell'Eurozona, il gap del prodotto era approssimativamente nullo. Non vi era l'esigenza di misure di stabilizzazione del prodotto. Senonché, le condizioni prevalenti nei diversi paesi, erano molto divergenti.

Ciò spiega - almeno in parte - quello che abbiamo già detto nel capitolo precedente, ovvero la grande cautela con cui la BCE ha manipolato e manipola il proprio tasso di interesse. La BCE: ha reagito debolmente, quanto meno rispetto agli USA, al rallentamento dell'attività economica del 2003-2005, ma anche in occasione della Grande recessione del 2008-2009. Analogamente, durante le fasi di espansioni, la BCE si è mostrata più riluttante della FED ad alzare il tasso d'interesse. Da qui la definizione di *banca conservatrice*. Un'altra spiegazione, invece, è che nell'Eurozona le differenze tra tassi d'interesse desiderati causate dagli shock asimmetrici abbiano paralizzato la BCE, bloccandone così l'azione.

Sappiamo (cap.2) che una maggiore crescita, porta ad una maggiore inflazione. Quindi, paesi in crescita e paesi in recessione vedranno differenti risultati. Se il differenziale di inflazione scaturisce dai differenziali di crescita della produttività, non c'è da preoccuparsi. Anzi, la maggiore inflazione si configura come un normale meccanismo di riequilibrio. È l'effetto Balassa-Samuelson. Tuttavia, questo effetto pare aver svolto un ruolo nel 2003, ma è meno probabile abbia influenzato gli scenari dopo il 2003.

### Descrizione della politica monetaria della BCE

**Stabilità dei prezzi.** Il consiglio direttivo (1999), ha dato una definizione di *stabilità dei prezzi*, sarebbe a dire un aumento su 12 mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (HICP). Una definizione che non prevede un limite inferiore. È così sorto il timore che la BCE non si preoccupasse della *deflazione*. Nel 2003 si è corsi ai ripari: obiettivo della BCE di inflazione è inferiore, ma vicino al 2%. La stabilità dei prezzi, va mantenuta nel medio periodo. Ciò significa che se l'inflazione superasse a seguito di una grave perturbazione, la BCE si adopererà per un rientro graduale.

Come raggiungere gli obiettivi? Politica dei *due pilastri*.

- a) **pilastro monetario:** Essendo l'inflazione un fenomeno monetario, la moneta deve avere un ruolo prioritario. La BCE effettua una stima del trend futuro di crescita del PIL reale. Si passa poi alla stima dell'andamento futuro della velocità di circolazione. Da questi due valori numerici, la BCE determina il tasso di crescita dello stock di moneta compatibile con l'obiettivo inflazione.
- b) **secondo pilastro:** piuttosto vago. La BCE utilizzerà un'ampia batteria di indicatori atti a misurare gli sviluppi futuri sul fronte dei prezzi. Tra le variabili si considerano *salari, tasso di cambio, i prezzi delle obbligazioni, le curve di rendimento, misure di cambio, prezzi delle obbligazioni...* Così, se nell'Eurozona i salari dovessero crescere notevolmente, la BCE potrebbe ritenere questa crescita una minaccia per la futura stabilità dei prezzi e adottare di conseguenza misure appropriate di intervento. Analogamente, un deprezzamento dell'euro contro il dollaro innescherebbe pressioni inflazionistiche, che potrebbero indurre la BCE ad alzare il tasso di interesse.

### Valutazione della politica monetaria della BCE

Tra gli accademici, va affermandosi l'idea che la politica monetaria della BCE presenti alcune manchevolezze che possono e dovrebbero essere eliminate. In particolare, la critica si sofferma su due problemi: a) obiettivi perseguiti dalla BCE; b) gli strumenti utilizzati.

scelta dell'obiettivo: la BCE riconosce un unico obiettivo, relativo alla politica monetaria, disattendendo le indicazioni di Maastricht. Abbiamo già visto come la BCE abbia ristretto la sfera delle sue responsabilità. Se si accetta questa restrizione della sfera di responsabilità della BCE, si deve ammettere che essa è riuscita egregiamente a raggiungere l'obiettivo della stabilità dei prezzi.

Tra il 1999-2015, l'inflazione è stata tenuta all'1,87%. Valore inferiore, ma vicino al 2%. Tuttavia, dall'inizio della crisi finanziaria del 2008, la BCE non è riuscita a mantenere altrettanto fermamente il tasso d'inflazione vicino al 2%. Dal 2007, grandi fluttuazioni poi una drastica riduzione. L'inflazione ha poi iniziato ad attestarsi sul 1,4%, lontana dall'obiettivo del 2%. La BCE ha avuto difficoltà ad arrestare la dinamica inflazionistica. Per questo, a inizio 2015, la BCE ha deciso di impegnarsi in un grande programma di acquisti di titoli di stato (Quantitative Easing, QE), mirante ad accrescere la base monetaria, sperando di poter far risalire l'inflazione.

Va detto che, l'adozione dell'inflazione come obiettivo esclusivo non rende di per sé impossibile la contemporanea realizzazione di altri obiettivi. L'*inflation targeting*, porta con sé anche la stabilizzazione del prodotto, se gli shock provengono dalla domanda.

Caso di un'economia che abbia subito uno shock negativo dal lato dell'offerta, con diminuzione del prodotto ma aumento dei prezzi. Se la BCE persegue l'obiettivo della stabilità dei prezzi, riduce la domanda aggregata, facendo così discendere il livello dei prezzi, a costo di un ulteriore calo del livello del prodotto. (*Trade off tra inflazione e stabilizzazione del prodotto*). La BCE ha chiarito che ogniqualvolta si manifesti la possibilità di un simile trade-off, essa sceglierà l'obiettivo della stabilizzazione dei prezzi. La BCE ha lasciato la porta aperta a una parziale stabilizzazione del prodotto, anche nel caso di shock dal lato dell'offerta.

### Stabilità finanziaria: ulteriore obiettivo?

La crisi 2007-2008 con la conseguente crisi debitoria iniziata nel 2010, hanno portato a rimettere in discussione il punto di vista ortodosso, secondo cui la stabilità dei prezzi dovrebbe essere l'obiettivo principale di una banca centrale. Ora ci si chiede: la stabilità finanziaria non è un obiettivo almeno altrettanto importante per la BC? Prima della crisi, la risposta convenzionale, si basava su due argomenti:

1. mantenendo la stabilità dei prezzi, la BC faceva tutto quello che era in suo potere per mantenere anche la stabilità finanziaria;
2. responsabili del mantenimento della stabilità finanziaria sono anzitutto le istituzioni preposte alla vigilanza e alla regolamentazione.

Sicuramente, il punto due è vero. Ma ciò è sufficiente? Dobbiamo chiederci anche: esiste un trade-off tra stabilità dei prezzi e stabilità finanziaria? A prima vista non sembra esserci una relazione simile al trade-off tra stabilità dei prezzi e disoccupazione. Nessun modello macroeconomico afferma che riducendo l'inflazione si riduce la stabilità finanziaria. La scelta che la BC ha di fronte non è paragonabile con quella tra inflazione/disoccupazione.

Vediamo come si formano le bolle e come si creino trade-off tra inflazione e stabilità finanziaria.

es. bolla di internet fine anni '90. Nuova tecnologia, che genera grande ottimismo. Ciò porta a forti aumenti dei prezzi delle azioni. Si riduce il costo da sostenere per attrarre capitale, aumentando così gli investimenti nelle nuove tecnologie. Effetto primario di tale shock: accrescere la produttività. Lo stesso shock però fa crescere la domanda aggregata. Vengono creati nuovi prodotti, i consumatori spendono di più. Effetto sull'offerta maggiore di quello sulla domanda, come risultato, nel nuovo equilibrio il livello del prezzo aggregato è sceso.

Se la BC si dà come obiettivo il livello dei prezzi  $P^*$  reagisce per mezzo di una politica di stimolo monetario, determinando un aumento della domanda e dei prezzi. Il risultato è il mantenimento dei prezzi al livello anteriore allo shock. Tuttavia, vi è un aumento dei prezzi delle attività, col rischio di creare una bolla. Le bolle, si sa, portano a crolli.

Esiste in caso di *shock tecnologico* un trade-off tra stabilità dei prezzi e stabilità finanziaria. Si verifica perché lo shock tecnologico riduce il livello dei prezzi. La BC però assume come obiettivo quello di un

livello dei prezzi corrispondente a quello anteriore allo shock tecnologico. Come risultato, è costretta a reagire allo shock mediante stimoli monetari, rendendo più probabile la formazione di una bolla. [vdi pagg. 246-257]

### Come monitorare la stabilità finanziaria?

Mentre risulta facile definire la stabilità dei prezzi e monitorarla, non è lo stesso per la stabilità finanziaria. Definire la stabilità finanziaria è più difficile. Letteratura, poche definizioni di stabilità finanziaria. Fergusson [2002] la definisce per mezzo del suo contrario, l'instabilità finanziaria:

1. prezzi di attività finanziarie importanti appaiono deviare dai fondamentali;
2. il funzionamento del mercato, la disponibilità di credito hanno subito notevoli distorsioni;
3. la spesa aggregata devia la capacità produttiva dell'economia.

Tra il 2003-2007, disponibili dati statistici che segnalavano l'esistenza di minacce alla stabilità finanziaria. Si palesò la classica combinazione di bolle delle attività alimentate da un credito bancario eccessivo, portando ad un crollo ed una crisi finanziaria. Una BC può monitorare il rischio di crisi finanziarie concentrandosi su un numero ristretto di indicatori.

Perché allora i banchieri centrali europei, americani, hanno attribuito così poco peso a questi fattori? Probabilmente, essi erano orientati teoricamente da modelli macroeconomici dell'ortodossia accademica. Questi modelli si basano sull'assunto di agenti perfettamente informati e razionali, che non possono commettere errori sistematici.

Tali modelli, dicono ai responsabili delle politiche di concentrarsi sulla stabilità dei prezzi e tutto il resto - crescita e stabilità - sarà assicurato dall'efficiente funzionamento dei mercati. In seguito all'esplosione della crisi finanziaria, questi modelli sono stati emendati. Oggi ammettono la possibilità del verificarsi di crisi finanziarie. È comunque sorprendente [De Grauwe] che ci sia voluta una tal crisi per costringere i macroeconomisti *mainstream* ad ammettere la possibilità teorica della loro esistenza.

### Si fa eccessivo affidamento sullo stock di moneta?

La strategia monetaria della BCE (influenzata dall'ideologia della Bundesbank), consiste nel mantenere bassa l'inflazione, controllando il tasso di crescita dello stock di moneta. Una strategia che ha fallito miseramente. L'inflazione, infatti è rimasta stabile e il tasso di crescita dell'aggregato monetario M3 ha superato il valore di riferimento del 4,5% che non doveva essere superato per mantenere l'inflazione al di sotto del 2%.

Le cose sono cambiate dopo la crisi. Durante il periodo 2010-2014 riapparve una certa correlazione fra crescita di M3 ed inflazione, ma si trattò di un fenomeno temporaneo. Durante la seconda metà del 2014 i due tassi di crescita si divaricarono nuovamente in misura significativa: il tasso di crescita dell'aggregato monetario M3 superò il 4%, mentre l'inflazione tornò a scendere.

Lezioni:

1. Tra il 1999-2011 la BCE è riuscita a contenere l'inflazione nonostante il completo fallimento della strategia annunciata di contenimento dell'inflazione per mezzo del controllo della moneta;
2. Fin dal 1999, la crescita dell'aggregato monetario M3 non è riuscita a predire l'inflazione nell'Eurozona. Unica eccezione, durante la Grande recessione del 2008-2009, quando forze deflazionistiche di questa recessione hanno depresso sia M3 sia il tasso d'inflazione.

Perché allora la crescita monetaria non ha alcun valore di segnalazione dell'inflazione futura? es. La rapida espansione dell'aggregato monetario M3, specie dopo il 2005, segnalava qualcosa di molto diverso dall'inflazione futura.

Alle banche fu consentito di crescere in misura senza precedenti i portafogli di crediti rischiosi, a livello nazionale ed internazionale. I loro bilanci vennero collegati alle bolle che si susseguivano nei mercati delle attività. Quest'espansione dei bilanci non portò all'inflazione dei beni di consumo, ma all'inflazione nei mercati delle attività fino all'esplosione delle bolle. La BCE si è concentrata solo su un aspetto

dell'inflazione, non rendendosi conto che il rischio inflazione non proveniva dai prezzi al consumo, ma dai prezzi delle attività.

### **Inflation targeting: modello per la BCE?**

**Inflation targeting**: strategia per cui la BC non soltanto sceglie l'inflazione quale obiettivo finale, ma utilizza anche il valore stimato dell'inflazione attesa quale obiettivo intermedio. La BC può così annunciare sistematicamente le previsioni future sull'inflazione. L'*inflation targeting* è quindi simile al *money stock targeting* (assunzione della quantità di moneta a obiettivo), dal momento che entrambe le strategie hanno come ultimo obiettivo il controllo dell'inflazione.

	<b>Strumento</b>	<b>Obiettivo intermedio</b>	<b>Obiettivo finale</b>
<b>Money stock targeting</b>	Tasso d'interesse	Quantità di moneta	Inflazione
<b>Inflation targeting</b>	Tasso d'interesse	Previsione d'inflazione	Inflazione

I fautori dell'*inflation targeting* ne sostengono la superiorità rispetto al *money stock targeting*, in quanto perseguendo questa strategia, la BC deve utilizzare tutte le variabili (inclusa la quantità di moneta) che influenzano l'inflazione futura. La previsione dell'inflazione è dunque il miglior obiettivo intermedio possibile. Il *money stock targeting*, invece, trascurava una serie notevole di informazioni.

Non è stata ancora risolta la questione se esso garantisca al meglio il raggiungimento della stabilità macroeconomica. Le BC possono centrare l'obiettivo inflazione, senza però riuscire a impedire che sui mercati si formino bolle speculative.

Oltre a fissare un valore obiettivo d'inflazione, la BC dovrebbe monitorare anche l'evoluzione del credito bancario e i prezzi d'attività. Due pilastri: col primo, la BC perseguirebbe l'obiettivo del tasso d'inflazione. Col secondo, monitorerebbe il credito bancario e i prezzi delle attività.

### **Strumenti di politica monetaria nell'Eurozona**

Gli strumenti di cui si serve la BCE per pilotare l'economia sono tre:

- 1) operazioni di mercato aperto;
- 2) linee di credito (*standing facilities*) operazioni attuabili su iniziativa delle controparti;
- 3) riserve minime obbligatorie.

#### **Operazioni di mercato aperto**

Strumento più importante della politica monetaria della BCE. Si tratta della compravendita di titoli, operazioni che hanno lo scopo di far variare in più o in meno la liquidità sul mercato monetario.

La BCE può acquistare e vendere direttamente nel mercato aperto. Queste sono le operazioni tradizionali. Fino a gennaio 2015 la BCE ha utilizzato questo strumento tradizionale, da allora ha avviato un programma di *Quantitative easing*, che non è altro che l'acquisto di titoli di stato nel mercato aperto (ed eventualmente rivendite future di tali titoli).

Fino al 2015, invece, la BCE ha utilizzato prevalentemente transazioni basate su aste. La BCE definisce tali operazioni *main refinancing operations*, operazioni di rifinanziamento principali, con cui fornisce liquidità alle istituzioni finanziarie in cambio di garanzie. Queste sono costituite da titoli negoziabili.

Anzitutto, il Consiglio direttivo fissa il tasso d'interesse da applicarsi sulle operazioni di rifinanziamento principali. Poi, annuncia la procedura d'asta (può essere a tasso fisso o variabile). Le istituzioni finanziarie private sono invitate a presentare le proprie offerte per ottenere una certa quantità di liquidità in cambio dei garanzie collaterali (*attività elegibili*). Le offerte raccolte dalle singole BCN e centralizzate dalla BCE. LA BCE decide l'ammontare di liquidità da assegnare, distribuendola tra i partecipanti.

Come già detto, le OMA, sono lo strumento principale con cui la BCE interviene sulle condizioni monetarie. Variando il tasso d'interesse la BCE interviene sulla *struttura dei tassi di interesse*. Inoltre, la BCE influenza anche la liquidità nel suo complesso. Dopo la crisi del 2008, la BCE è ritornata alla procedura d'asta a tasso fisso, con aggiudicazione totale, vale a dire che le banche ottengono tutta la liquidità desiderata al tasso prestabilito.

Va detto che, la banca che si vede accettare la propria offerta per, poniamo, 25mln deve fornire una quantità di garanzie collaterali dello stesso importo. L'eurosistema accetta in garanzia varie attività. Debbono comunque avere certe qualità per essere ammesse.

- affidabilità creditizia (attività negoziabili);
- valutazione del rischio fatta dalla BCE (attività non negoziabili - es. titoli garantiti da attività non negoziati nei mercati)

### Come funziona il quantitative easing?

La BCE decise di avviare un massiccio programma di *Quantitative Easing* (QE). Esso viene spesso presentato come strumento *non convenzionale*. In realtà non lo è. Gli acquisti dei titoli di stato nel mercato pubblico fanno parte della tradizionale *cassetta degli attrezzi* delle moderne BC. L'unica novità semmai è l'entità degli acquisti.

Dal momento dell'annuncio, la BCE ha acquistato ogni mese circa 60 miliardi di euro di titoli di stato dei paesi membri, fino a dicembre 2017. Dal gennaio 2018 la BCE ha iniziato ad acquistarne 30 miliardi. Il totale cumulativo supera i mille miliardi di euro.

Ci è voluto molto tempo perché la BCE decidesse di avviare questo programma, mentre FED e Banca d'Inghilterra avevano già acquistato grandi quantità di titoli. Causa: opposizione interna di alcuni paesi (Germania, Paesi Bassi, Finlandia). Si temeva che il QE potesse portare ampi trasferimenti tra paesi che si fossero resi inadempienti. Un timore infondato. Inoltre, la BCE ha congelato il QE in modo che i trasferimenti fiscali rimanessero molto limitati.

modalità: ogni BCN acquista una quantità di titoli di stato del proprio paese, determinati dalle quote di partecipazione al capitale dell'Eurosistema di ciascun paese membro. Ciascuna BCN mantiene l'80% di questi titoli. Di conseguenza, lo stato in questione paga ogni anno gli interessi sui titoli acquistati alla propria BCN. Solo una frazione del 20% è detenuta dall'Eurosistema può portare a trasferimenti tra paesi, poiché quei pagamenti d'interessi (20%), vengono **aggregati** e poi **ridistribuiti**.

### Standing facilities (punto b)

Operazioni attuabili su iniziative delle controparti, miranti a fornire e assorbire liquidità *overnight*.

Le banche possono utilizzare la *marginal lending facility* (operazione di rifinanziamento marginale) per ottenere liquidità *overnight* dalle BCN a un tasso fissato dal Consiglio direttivo dell'Eurosistema. Di solito tale tasso supera l'1% il tasso d'interesse utilizzato nelle operazioni di finanziamento principali. Non sono previsti limiti all'ammontare del credito che le banche possono ottenere attraverso il rifinanziamento marginale, purché costituiscano adeguate garanzie. Il tasso viene fissato dal Consiglio direttivo.

### Riserva obbligatoria minima

Il terzo strumento è il regime della riserva obbligatoria minima che le banche devono detenere. Modificando la riserva obbligatoria, la BCE influenza le considerazioni del mercato monetario. Un aumento della riserva obbligatoria rende più scarsa la liquidità e tende quindi a ridurre la quantità di moneta.

Esso fu sostenuto insistentemente dalla Bundesbank ma fortemente osteggiato dalle banche commerciali che temevano di trovarsi in posizione a svantaggio competitivo nei confronti dei concorrenti stranieri (es. inglesi) non parimenti vincolanti. Venne così deciso che la BCE avrebbe pagato un interesse su queste riserve minime obbligatorie. La BCE non si serve dell'obbligo di detenere riserve come strumento di politica

monetaria, ma per smussare i tassi d'interesse a breve. Probabilmente, comunque, se la BCE si fosse servita dello strumento della riserva obbligatoria, probabilmente il credito bancario non si sarebbe gonfiato tanto.

### L'Eurosistema in quanto prestatore di ultima istanza nelle crisi finanziarie

Da ottobre 2008, la BCE svolge attivamente il ruolo di prestatore di ultima istanza al settore bancario. L'intervento più spettacolare si è verificato nel 2011-2012 quando la BCE ha fornito oltre 1000miliardi di euro al settore bancario ed ha acquistato 165miliardi di titoli di stato nel quadro del suo *Securities Market Programme* (SMP).

Il programma non va confuso con il programma *Outright Monetary Transactions* (OMT, operazioni monetarie definitive), in virtù del quale la BCE si impegna ad acquistare una quantità illimitata di titoli di stato in momenti di crisi.

### Conclusioni

L'obiettivo prioritario è quello di mantenere l'inflazione inferiore, ma vicina al 2%. Si può dire che ha centrato questo obiettivo durante i primi quindici anni della sua esistenza. Tuttavia, all'inizio della crisi, ha avuto difficoltà nel mantenerla a quel livello (deflazione). Ciò ha portato la BCE a iniziare ad espandere la propria base monetaria nel 2014, comprando grandi titoli di stato nella speranza di far risalire l'inflazione.

Ora si può concludere che quest'ultima non è stata di alcuna utilità per la strategia di controllo dell'inflazione.

L'espansione dell'aggregato monetario M3 (2000-2008) non ha annunciato inflazione. È stata un riflesso della dilatazione dei bilanci bancari dell'Eurozona. Tuttavia, la responsabilità della crisi finanziaria non può essere imputata alla BCE. Semmai, nel fallimento delle funzioni di vigilanza e regolamentazione bancaria. Essa ha comunque delle responsabilità. Non ha preso provvedimenti per controllare l'espansione ipertrofica del credito bancario nel periodo pre-crisi. Per questo oggi si propone che la BCE estenda la sfera dei suoi obiettivi e vi includa la stabilità finanziaria, alla pari con la stabilità dei prezzi.

Come prestatore di ultima istanza, si deve riconoscere che nel 2008-2009 ha superato la prova. Ha iniettato liquidità in misura massiccia, evitando l'insorgere di una crisi bancaria generalizzata. Poi c'è stato il QE.

## Capitolo X - Politiche di bilancio nelle unioni monetarie

### Politiche di bilancio e teoria delle aree valutarie ottimali

Partiamo da uno shock asimmetrico da domanda, come sviluppato nel capitolo 1. Francia in recessione, Germania in espansione. Quali ripercussioni per la politica di bilancio?

**I Ipotesi:** una parte sostanziale dei bilanci nazionali di Francia e Germania, membri di una stessa unione monetaria, sia centralizzata presso l'autorità centrale europea. Si assuma, inoltre, il sistema di sicurezza sociale sia centralizzato a livello europeo, ed anche le imposte sul reddito siano riscosse dal governo europeo.

Il bilancio centralizzato, assorbe lo shock. In Francia prodotto e occupazione diminuiscono. Ciò ha un duplice effetto sul bilancio europeo: le imposte sul reddito diminuiscono per via della contrazione francese, ma aumentano anche le uscite, aumentando i sussidi di disoccupazione. Tuttavia, in Germania avviene l'opposto: prodotto e occupazione aumentano. Di conseguenza, le entrate fiscali raccolte aumentano e la spesa sociale diminuisce. Perciò, il bilancio europeo redistribuisce automaticamente il reddito dalla Germania alla Francia, mitigando così le conseguenze sociali negative per la Francia, causate allo spostamento nella domanda.

Si tratterebbe di un **sistema assicurativo**, nel quale i paesi sono compensati da un trasferimento automatico proveniente dai paesi che sperimentano uno shock favorevole. Caratteristica molto importante del bilancio centralizzato. Ovviamente, questo sistema di sicurezza sociale non può esserci in assenza di un'unione di bilancio. Si ridurrebbe anche la fragilità dei mercati dei titoli di stato, che abbiamo individuato nel capitolo 1. La Francia otterrebbe, automaticamente, dei fondi attraverso il bilancio. Senza dover emettere titoli di stato.

**II Ipotesi:** Francia e Germania non formano un'unione di bilancio. Lo shock negativo in Francia porta a un aumento del disavanzo pubblico francese. Le entrate fiscali diminuiscono mentre i pagamenti per i sussidi di disoccupazione aumentano. Il governo deve aumentare l'entità di moneta da prendere a prestito. In Germania, invece, si verificherebbe il contrario.

Aumento del debito estero francese, da ripagarsi in futuro. Non esiste un sistema assicurativo come nella 1<sup>a</sup> ipotesi. I francesi dovranno restituire quanto preso a prestito. Si riduce il grado di libertà nella conduzione delle future politiche fiscali del paese.

Si noti comunque che, nella I ipotesi, il sistema assicurativo si attiverebbe solo in caso di shock temporanei. Non ci sarebbe una redistribuzione come a livello nazionale in alcuni paesi. Se gli shock sono permanenti, il meccanismo può essere applicato solo temporaneamente, per dare ai paesi colpiti il tempo per effettuare gli aggiustamenti necessari (es. salariali). È importante, in questo caso, che ci sia un sufficiente grado di flessibilità di salari e prezzi, della mobilità del lavoro. In assenza di flessibilità, **il meccanismo assicurativo potrebbe divenire un trasferimento permanente da un paese all'altro**.

Teoria AVO:

È desiderabile centralizzare parti significative dei bilanci nazionali a livello europeo. Consentono ai paesi colpiti da shock di usufruire di trasferimenti temporanei automatici, riducendo i costi sociali di un'unione monetaria. Si riduce la fragilità stessa dell'U.M.

Se impossibile l'unione di bilancio, le politiche di bilancio nazionali dovrebbero essere utilizzate *in modo flessibile*. I paesi colpiti da shock, lasciati liberi di crescere il disavanzo, attraverso gli stabilizzatori di bilancio incorporati. Dovrebbe quindi essere lasciata ampia autonomia alle politiche di bilancio nazionali. Nella logica AVO, i paesi che entrano in una UM, dovrebbero perdere uno strumento di politica monetaria (tasso di cambio), se non vi è un bilancio unico, i paesi non hanno alcuno strumento a disposizione per assorbire gli effetti di questi shock negativi. La politica di bilancio rimane l'unico strumento.

[Questa seconda parte, fortemente criticata dagli economisti].

### Sostenibilità dei disavanzi pubblici

I governi possono creare disavanzi pubblici per assorbire gli shock negativi, senza portare a problemi di sostenibilità. Dagli anni '90, tema dei disavanzi bilancio pubblico si è però imposto.

Un disavanzo di bilancio provoca un aumento del debito pubblico, al cui servizio si dovrà provvedere in futuro. Se il tasso d'interesse sul debito pubblico supera quello di crescita, si innesca una dinamica che provoca un continuo aumento del debito in rapporto al PIL. Ciò diventa insostenibile e richiede un'azione correttiva. Il disavanzo può venire finanziato emettendo titoli del debito.

Dunque, se il tasso d'interesse sul debito supera quello di crescita dell'economia, è necessario che il bilancio primario registri un avanzo sufficientemente elevato, oppure che si crei una quantità di moneta elevata al punto da stabilizzare il rapporto debito/PIL. Opzione, quest'ultima, scelta da molti paesi latinoamericani durante gli anni Ottanta, producendo così *iperinflazione*.

Se un paese ha accumulato notevoli disavanzi nel passato, in seguito dovrà conseguire altrettanti avanzi di bilancio primario, per impedire che il rapporto debito/PIL aumenti automaticamente. Ciò significa che il paese deve **a) ridurre la spesa e/o b) aumentare le tasse**.

1980-2007: paesi come Italia, Belgio, Paesi Bassi. Hanno lasciato crescere sensibilmente il loro debito. Principalmente in risposta alle conseguenze negative di ampie recessioni manifestatesi in questi paesi. A fine anni '80, Belgio ed Olanda sono riusciti a stabilizzare il debito, grazie a sostanziosi avanzi di bilancio. Tuttavia, il Belgio ha realizzato questa stabilizzazione ad un livello molto elevato. Così, quando la recessione nel 1992 ha investito il paese, è stato impossibile utilizzare le politiche di bilancio in modo anti-ciclico. È stato costretto ad un giro di vite alla spesa pubblica, inasprire la tassazione, col risultato di acuire la recessione, senza impedire che il rapporto debito/PIL crescesse.

L'Italia invece, non riuscì a creare gli indispensabili avanzi primari, quindi stabilizzare il rapporto debito/PIL. Solo a partire dal 1992, è riuscita a produrre surplus primari tali da raggiungere una stabilizzazione del

rapporto debito/PIL tra il '94 e '95. L'Italia è riuscita a ridurre il rapporto e per questo ad entrare a far parte dell'UEM, ma tenendosi sempre ben lontana dalla norma del 60%. Ciò mostra i limiti dell'uso delle politiche di bilancio per contrastare gli shock economici negativi. Essi infatti, non possono essere perpetrati troppo a lungo.

Il successo di Italia e Belgio nello stabilizzare il rapporto debito/PIL, è stato conseguito dopo anni di tagli alla spesa e aumenti delle imposte. Eppure, all'avvio ufficiale dell'UEM, quei paesi continuavano ad accusare pesanti livelli di debito. Inoltre, le politiche di bilancio non sono quello strumento flessibile che sostiene la teoria AVO. Esso porta problemi di sostenibilità, costringendo i paesi a conseguire avanzi di bilancio per un certo numero di anni. Una volta usate, le politiche di bilancio non lo potranno essere di nuovo, se non dopo molti anni.

[vdi Patto di stabilità e crescita - p.279]

### **Patto stabilità e crescita**

1. I paesi devono porsi l'obiettivo di avere bilanci equilibrati nel medio periodo. Cambiamento straordinario rispetto a Maastricht. I paesi non devono contrarre nuovi debiti nel corso del ciclo. I paesi sono spinti a ridurre il rapporto debito/PIL fino ad annullarlo (norma passata inosservata al momento della sottoscrizione del Patto);
2. I paesi il cui disavanzo di bilancio eccede il 3%, vengono sanzionati. Importo sanzioni, max 0,5% PIL. La novità qui è l'irrogazione di sanzioni. La proposta iniziale della Germania prevedeva che esse scattassero automaticamente, ma respinta dagli altri paesi. Oggi è il risultato di una procedura - lunga - durante la quale i paesi ricevono dapprima un avvertimento dalla Commissione, poi viene data loro la possibilità di correggersi. Infine, si possono applicare le sanzioni, prese con maggioranza qualificata in seno all'ECOFIN. Oggi procedura invertita - dopo la crisi. *Votazione a maggioranza invertita*: decisione della Commissione di comminare sanzione accettata, salvo che vi si opponga una maggioranza qualificata del Consiglio (+ facile sanzionare);
3. Esclusi dalle sanzioni quei paesi che versano in condizioni eccezionali: disastri naturali, riduzioni del PIL superiori al 2%, nel corso di un anno. Se la recessione è compresa tra lo 0,75% e il 2%, i paesi possono sottoporre il proprio caso al Consiglio dei ministri, invocando le circostanze eccezionali a giustificazione del disavanzo eccessivo.

### **Argomenti a favore dell'istituzione di un quadro normativo sui disavanzi pubblici**

- Un paese che lasci aumentare continuamente il proprio rapporto debito/PIL si trova costretto a ricorrere in misura crescente ai mercati dei capitali dell'UEM, facendone così crescere il tasso d'interesse. L'aumento del tasso fa a sua volta aumentare l'onere del debito pubblico degli altri paesi. Se questi governi decidessero di stabilizzare i rapporti debito/PIL, sarebbero costretti a seguire politiche di bilancio più restrittive. Perciò la crescita non sostenibile del debito di un paese, costringe gli altri paesi a seguire politiche deflazionistiche. È così nell'interesse di tutti che esista un meccanismo di controllo in grado di limitare le proporzioni dei disavanzi di bilancio dei paesi membri.
  - Il rialzo del tasso di interesse dell'UEM, conseguente alla politica di bilancio non sostenibile di uno dei paesi membri, suscettibile di provocare pressioni sulla BCE. I paesi danneggiati dal rialzo del tasso d'interesse dell'UEM, conseguente alla politica di bilancio non sostenibile di uno dei paesi membri, è suscettibile di provocare pressioni sulla BCE. I paesi danneggiati possono esercitare pressioni sulla BCE per indurla ad allentare la propria politica monetaria. Politiche di bilancio non sostenibile interferiranno con la conduzione della politica monetaria europea. Di nuovo, può essere nell'interesse degli stati membri prevenire il verificarsi di tale ricaduta negativa imponendo dei limiti alle proporzioni dei disavanzi di bilancio. Si avanzano due critiche: la prima è teorica e riguarda il mercato dei capitali; la seconda ha per oggetto la capacità di fare effettivamente rispettare tali norme.
1. *Efficienza dei mercati dei capitali privati*. I mercati dei capitali funzionano efficientemente e ci si pone la seguente domanda. Cosa accade se un paese, ad esempio l'Italia, si pone su una traiettoria di debito non sostenibile? Il tasso d'interesse dell'UEM aumenterebbe, cioè il tasso di interesse per gli operatori di altri paesi che prendono a prestito aumenterebbe in egual misura? Secondo questa teoria, no. Gli investitori si renderebbero conto che quello del debito è un problema italiano. Il premio di rischio sarà così attribuito al debito pubblico italiano del mercato. Ciò non avrebbe ricadute sugli altri paesi.

Ciò è effettivamente quello che è avvenuto nei primi anni dell'Eurozona. Tra il 1991 ed il 2008, lo spread tra debito tedesco e quelli dell'eurozona erano in calo. Durante tale periodo, il rischio di svalutazione era la fonte più importante del premio di rischio. Con l'approssimarsi dell'avvio dell'Eurozona, il rischio di svalutazione scese, e con esso il premio di rischio. Dal 1999 al 2008, gli spread caddero e rimasero vicini a zero.

In questi anni, i mercati finanziari ritennero che l'investimento in un titolo di stato italiano comportano **lo stesso rischio d'investimento in un titolo tedesco**. L'inadempienza italiana era considerata possibile tanto quanto (poco!) quella tedesca.

Nel 2008<sup>5</sup>, queste percezioni mutarono drasticamente e gli spread salirono fino a livelli superiori a quelli prevalenti negli anni '90. Ciò rileva qualche perplessità sull'efficienza dei mercati. Per quasi 10 anni, i mercati non percepirono alcun rischio di inadempienza. Poi, improvvisamente, i mercati finanziari scoprirono questa fragilità ed in poche settimane iniziarono ad attribuire forti premi di rischio ai titoli di stato dei paesi periferici. I mercati finanziari non riuscirono dunque (1999-2008) a prevedere alcun rischio ed in sostanza *vi era un solo tasso sui titoli di stato a lungo termine* (a dieci anni).

Quando - nel 2012 - la BCE annunciò l'OMT, gli spread precipitarono, a onta del fatto che nella maggior parte dei paesi periferici i rapporti debito/PIL continuavano a salire.

2. *Applicazione delle regole di politica di bilancio*. Secondo alcuni studi, quando si impongono per legge limiti *costituzionali* ai propri disavanzi, si ricorre alla tecnica dello *stralcio fuori bilancio* [von Hagen, 1991]. Ciò è accaduto anche in Europa. Le norme che limitano il disavanzo di bilancio al 3% spingeva a introdurre metodi di *stralcio fuori bilancio* o a fornire numeri irreali, come nel caso della Grecia. Così, quelli che sembravano disavanzi inferiori al 3%, in realtà superavano il limite di un ampio margine. Manovre di contabilità creativa. es. alienazione del patrimonio dello stato.

In sintesi, è lecito sostenere che le politiche di bilancio nei paesi dell'UEM vadano sottoposte a regole. Sarà però necessaria una qualche forma di controllo. Occorre chiedersi, però, se il PSC<sup>6</sup> non abbia per caso esagerato nell'imporre rigide norme numeriche sulla conduzione delle politiche di bilancio.

### **Che influenza ha un'unione monetaria sulla disciplina di bilancio?**

Molti economisti sostengono che un'unione monetaria riduce la disciplina di bilancio dei governi nazionali; gli oppositori sostengono il contrario.

Caso di un paese che emette moneta nazionale: il tasso d'interesse riflette un premio di rischio costituito da due componenti: a) rischio d'inadempienza e b) rischio che in futuro il paese svaluti la propria moneta. Mentre generalmente il rischio a) è remoto, il b) lo è molto meno. Pertanto, i mercati sono pronti a penalizzare le autorità monetarie riducendo l'incentivo ad emettere quantità eccessive di nuovo debito.

Nelle UM, il rischio svalutazione non esiste. Le autorità emettono titoli di debito in una moneta su cui non si ha il pieno controllo. Pertanto, i detentori non rischiano una svalutazione. Semmai, vi è il rischio di inadempienza, che diviene più rilevante ed è destinato ad aumentare quando il paese imbocca la strada di un accumulo eccessivo di debito. Tuttavia, ci sono garanzie di salvataggio, che gli altri membri dell'UM potrebbero concedere, fornendo così agli SM un incentivo ad emettere quantità di debito insostenibili. **Problema di azzardo morale**. Anche se le autorità europee dichiarassero solennemente di non effettuare mai salvataggi degli stati membri, è dubbio che esse rispetterebbero tale impegno se un paese membro si trovasse nell'impossibilità di onorare il proprio debito. Di conseguenza, senza controllo reciproco, l'unione monetaria potrebbe condurre a eccessivi disavanzi di bilancio degli Stati membri.

Il cosa: i paesi che entrano a far parte di un'unione monetaria emettono debito denominato in moneta su cui non hanno alcun controllo, riducendo la loro capacità di finanziare i disavanzi di bilancio battendo moneta. Questi ultimi sono soggetti a vincoli di bilancio più morbidi perché hanno un più facile accesso alla banca nazionale locale, sulla quale possono premere affinché allevii l'onere del finanziamento del disavanzo.

<sup>5</sup> 2008: spread italiano 38. 2011: oltre 500 punti

<sup>6</sup> vdi differenza con ESM

Quale dei due effetti - quello dell'azzardo morale oppure quello della mancata creazione di moneta - prevalga è essenzialmente una questione empirica: tutto dipende dalle caratteristiche istituzionali e dagli incentivi con cui i governi si trovano a confrontarsi. Perciò, è utile analizzare l'esperienza degli stati membri nelle unioni monetarie esistenti e confrontarle con quelle delle nazioni sovrane.

Dagli studi effettuati emerge che i disavanzi di bilancio medi degli stati membri di un'unione monetaria tendono a essere minori dei disavanzi medi dei paesi indipendenti. Ciò suggerisce che, in media, l'esistenza di un'unione aggiunge vincoli all'entità dei disavanzi di bilancio degli stati membri. Risulta dunque che il vincolo di non monetizzazione del debito costituisca un potente disincentivo alla gestione di disavanzi di bilancio elevati.

Inoltre, i governi con un maggior grado di centralizzazione a livello statale sono soggetti a vincoli di bilancio meno stringente rispetto ai governi con spesa pubblica decentralizzata. La ragione è che nei paesi con spesa pubblica centralizzata, la spesa può essere finanziata maggiormente con l'emissione di moneta. Al contrario, nei paesi a maggior decentralizzazione, gran parte della spesa pubblica è di competenza delle autorità di livello inferiore, che non hanno accesso al finanziamento monetario.

In definitiva, nei paesi a spesa pubblica più decentralizzata, è stata più forte la pressione a ridurre la spesa e/o aumentare le imposte, rispetto ai paesi con una maggiore centralizzazione delle funzioni di governo.

Inoltre, non vi è alcuna prova di un aumento più rapido del rapporto debito/PIL nell'Eurozona rispetto agli USA o UK, ad es. Dal 2000, il rapporto è più che raddoppiato negli USA e in UK, mentre in Eurozona è cresciuto soltanto del 38%. Perciò, l'effetto dell'assenza di monetizzazione del disavanzo, è più forte dell'azzardo morale. I paesi dell'Eurozona devono emettere debito in una moneta estera, e sono così limitati nella possibilità di finanziare i propri debiti pubblici. La mancata monetizzazione del debito spiega l'intensità del programma di austerità applicato da molti paesi dell'Eurozona, negli anni 2010-2015.<sup>7</sup>

### **Rischi di inadempienza e salvataggio in un'unione monetaria**

Una nazione sovrana può risultare inadempiente relativamente al proprio debito in due modi:

1. *direttamente* - sospendendo il pagamento degli interessi sul debito in essere (default);
2. *indirettamente* - eseguendo manovre volte a creare inflazione e svalutazioni a sorpresa, con l'effetto di ridurre il valore reale del debito.

Non appena aderisce a un'unione monetaria, un paese perde il controllo e non può architettare inflazioni e svalutazioni a sorpresa (2). Il governo può solo dichiarare un'insolvenza diretta. Dunque, un'unione monetaria, aumenta le probabilità di un'inadempienza diretta. Rischio di non trovare finanziamenti (perché in un'unione monetaria i mercati monetari indipendenti forniscono minori garanzie del rimborso ai detentori del debito).

### **Patto di stabilità e crescita**

Le politiche di bilancio all'interno dell'UEM devono trovare un equilibrio tra due obiettivi conflittuali:

1. *flessibilità*: non esistendo più lo strumento del tasso di cambio e non essendo i bilanci statali centralizzati a livello europeo, l'unico strumento a disposizione sono i bilanci nazionali. I bilanci UEM continueranno così ad esercitare un certo ruolo di stabilizzatori automatici in caso di recessioni.
2. *ricadute del debito non sostenibile*. Le dinamiche insostenibili dei conti pubblici di certi paesi membri possono danneggiare gli altri e innescare pressioni indebite sulla BCE.

Come valutare il Patto di stabilità e crescita? Esso, più che dalle dinamiche della flessibilità, è stato innescato dai timori di dinamiche non sostenibili dai conti pubblici. È quindi lecito affermare che il PSC è sbilanciato a favore dell'applicazione di regole rigide, a scapito della flessibilità. Ciò rischia di ostacolare la capacità dei bilanci nazionali di funzionare da stabilizzatori automatici durante le recessioni, che vengono così intensificate.

<sup>7</sup> vdi (Blanchard) perché nell'analisi di lungo periodo, una politica di austerità...

Questa mancanza di flessibilità crea tensioni tra i singoli governi e le istituzioni europee. Se investito da disagi economici le istituzioni europee vengono sovente percepite dall'opinione pubblica come un ostacolo all'alleviamento delle difficoltà economiche. Peggio, esse infliggono penalità e sanzioni a paesi già alle prese con difficoltà scatenate dalla recessione.

Il PSC si è spinto troppo avanti nella regolamentazione dei bilanci pubblici nazionali. L'assenza di flessibilità delle politiche nazionali di bilancio, creerà, rischi ben superiori a quelli di inadempienza e conseguente *salvataggio* enfatizzati dai fautori dello stesso. Come sostenuto nei paragrafi precedenti, vi sono pochi elementi per affermare che l'unione monetaria accresca l'indisciplina di bilancio e i rischi d'inadempienza e salvataggio, rispetto ad una situazione priva di unione monetaria.

Nel 2000-2004 il PSC ha creato serie difficoltà. Italia, Francia, Germania e Portogallo presentavano forti disavanzi di bilancio. La Commissione, insistette perché si riportassero in equilibrio i bilanci, nel pieno di una fase recessiva. Francia e Germania: rifiuto di sottoporre le proprie economie a una politica deflativa, scontrandosi con la Commissione, che avviò le procedure contro questi paesi. Ma alla fine, la Commissione ha dovuto piegarsi alla volontà di Francia e Germania.

La recessione 2008, fase nuova nell'applicazione del PSC. Le sue procedure furono irrigidite. La Commissione ha un maggior potere di monitoraggio. Resta da vedere se questo PSC irrigidito risulterà più capace di vincolare i disavanzi e i debiti pubblici. Inoltre, dietro pressioni della Germania, i paesi dell'Eurozona hanno stabilito di introdurre il **divieto di gestire deficit di bilancio strutturali superiori allo 0,5% nelle proprie legislazioni**. Ha così avuto inizio il *fiscal compact*.

Per chiarire: buono l'obiettivo fondamentale del PSC, la riduzione dei disavanzi di bilancio e livello dei debiti. Dubbi sulla bontà di irrigidire tutto ciò con sanzioni.

### **Emissione congiunta di titoli di stato**

Perché emettere congiuntamente euroobbligazioni:

1. si renderebbero solidalmente responsabili del debito che hanno emesso insieme tutti i paesi. Un impegno visibile e vincolati, mostrando ai mercati che i paesi guardano seriamente al futuro dell'euro.
  1. rischio di azzardo morale implicito nella proposta. Incentivo per i paesi a confidare in questa garanzia implicita e a indebitarsi eccessivamente.
  2. alcuni paesi (Germania, Finlandia, Paesi Bassi) oggi avvantaggiati da rating tripla A, che consente loro di ottenere credito alle migliori condizioni possibili.

Si tratta di preoccupazioni reali. Esse però, possono essere affrontate progettando con cura il meccanismo dell'euroobbligazioni comune a tali paesi, tale da eliminare il rischio di azzardo morale e sufficientemente attraenti per un rating favorevole. De Grauwe ha avanzato proposte serie in tal senso.

2. la seconda caratteristica di una riuscita emissione di titoli ha a che fare con la fissazione dei prezzi delle euroobbligazioni.

### **Conclusioni**

Secondo la teoria AVO un'unione monetaria dovrebbe essere accompagnata da un grado di centralizzazione dei bilanci nazionali. Si consentirebbero trasferimenti automatici a regioni o paesi colpiti da shock negativi e consoliderebbe parte dei debiti pubblici nazionali, riducendo la fragilità dell'unione monetaria.

### **Capitolo XI - L'euro e i mercati finanziari**

Tra il 1999 e il 2010, i mercati monetari sono stati pienamente integrati.

L'introduzione dell'euro ha accelerato il processo di integrazione finanziaria UE, soprattutto grazie a eliminazione del rischio di cambio e del concomitante ostacolo al libero flusso di servizi e attività finanziarie. L'esistenza di diverse monete impediva invece la piena integrazione dei mercati finanziari. Oggi, nell'attribuire un prezzo al rischio di 2 obbligazioni dei paesi dell'eurozona, il mercato NON deve più considerare rischioso il tasso cambio. Senonché, non tutti gli ostacoli sono stati eliminati. Persistono infatti importanti differenze tra sistemi giuridici che creano ostacoli importanti.

**Mercati obbligazionari:** si sono integrati fortemente. Ad es. le obbligazioni di stato francesi e tedesche sono divenute stretti sostituti. Tuttavia, con la crisi la situazione è cambiata. Dal 2008, infatti, i differenziali hanno iniziato a crescere sensibilmente. Nel mercato delle obbligazioni societarie, questa differenza è stata meno rapida. La causa, è dovuta all'eterogeneità dei sistemi giuridici nazionali. Solo le multinazionali con ampia diversificazione di attività possono sfuggire alla regola per cui il tasso di obbligazione di riferimento è quello nazionale.

**Mercati del capitale:** una delle principali caratteristiche dell'*home bias*, propensione ad acquistare - generalmente - titoli nazionali. L'euro fornisce il vantaggio di eliminare il rischio valutario tra paesi. L'evidenza lo conferma. Gli investitori istituzionali allocano sempre più il loro portafoglio azionario nell'ambito eurozona. Per quanto riguarda l'emissione di titoli, l'Euro non costituisce un forte fattore d'integrazione. La maggior parte delle società infatti si quota sui mercati azionari nazionali.

**Settore bancario:** l'euro ha portato alla piena integrazione del mercato interbancario nell'Eurozona fino al 2010. Con la crisi del debito sovrano, lo stesso non è avvenuto per le attività al dettaglio del settore bancario, che sono rimaste relativamente segmentate. L'integrazione prosegue, ma lentamente. La ragione è la persistenza di leggi nazionali che regolano il settore nei territori nazionali. Inoltre, continua ad essere regolato da enti nazionali. Un passo importante verso centralizzazione regolamentazione e vigilanza banche è stato compiuto nel 2014. La BCE è **divenuta autorità di vigilanza unica delle banche sistemiche**. Ciò dovrebbe promuovere integrazione del settore.

USA: sistema di vigilanza e regolamentazione bancaria pienamente centralizzato. Il governo è pronto ad aiutare le banche ad es. californiane a prescindere che siano o meno insediate in California. Vi è un sistema di assicurazione dei depositi federale. Quando le banche (es. californiane) si trovano in difficoltà, si utilizza il bilancio federale per rimborsare i detentori dei depositi delle banche. Ne consegue che la solidità delle banche californiane dipende da quella del governo federale.

Ciò porta a ribadire l'importanza del completamento dell'unione monetaria, con un bilancio centralizzato capace di sostenere i sistemi bancari dei paesi membri. Un sistema di assicurazione dei depositi UE renderebbe possibile proteggere le banche di un paese dagli effetti devastanti di una crisi del debito.

Nel 2012 si è deciso di dar vita ad un'unione bancaria e nel 2014 la BCE è divenuta l'unica autorità di vigilanza delle banche sistemiche. Non esiste però un meccanismo comune di assicurazione dei depositi, inoltre, il meccanismo di risoluzione delle crisi (SRM) è **inadeguato**. Così, quando un paese sarà investito da una nuova futura crisi di debito, trascinerà ancora nella crisi le banche nazionali, avendone provocato l'esclusione dal mercato interbancario.

### L'integrazione dei mercati finanziari

È di grande importanza per il buon funzionamento dell'UEM. Essa può fungere da meccanismo assicurativo che agevola gli aggiustamenti in presenza di shock asimmetrici. Inoltre, anche l'integrazione bancaria facilita la condivisione del rischio. Sussistono anche altre differenze tra USA ed Eurozona. Ad esempio, negli USA il bilancio federale è un importante strumento di redistribuzione regionale. Quando un reddito di uno stato diminuisce del 10%, il bilancio federale redistribuisce di fatto il 2,5% al paese interessato da shock negativo. Nell'Eurozona, non esiste questo meccanismo di condivisione del rischio. Quindi oggi il sistema assicurativo dell'Eurozona è poco organizzato. I mercati finanziari ed i governi nazionali sono dunque di scarso aiuto nella condivisione del rischio legato a shock asimmetrici che colpiscono l'Eurozona.

### Condizioni alle quali l'Euro può acquisire lo status di valuta internazionale

Non vi è dubbio che, se l'Eurozona sopravviverà alla crisi debitoria, l'Euro potrà acquistare lo status di grande valuta internazionale, in grado di sfidare il dollaro. I mercati finanziari europei potrebbero così divenire polo d'attrazione per gli investitori. La quota di euro detenuta come valuta di riserva delle BC continua a crescere dalla creazione dell'eurozona.

L'Euro potrà superare il dollaro nel ruolo di valuta internazionale?

I fattori che portano all'affermazione della valuta sono:

**Fattori strutturali:** la dimensione economica è importante per il conseguimento dello status di valuta internazionale. In termini di prodotto e commercio è quasi al pari degli USA, ma la dimensione dei mercati finanziari resta conta ridotta. Inoltre, la dimensione finanziaria influenza la liquidità degli attivi finanziari e quindi la facilità con cui i grandi investitori possono modificare i propri portafogli. La necessità l'Europa è di rimuovere gli ostacoli giuridici e regolamentari.

**Fattori legati alla politica economica:** una moneta può diventare internazionale se le condizioni monetarie e finanziarie del suo contesto nazionale sono stabili, il che a sua volta dipende dalle politiche monetarie e finanziarie perseguite dal paese. L'indicatore classico della stabilità monetaria di un paese è il tasso d'inflazione. Sia negli USA sia in Europa, esso ha un andamento simile, ovvero si registra una bassa inflazione nell'ultimo decennio. Si presume, inoltre che la stabilità dei prezzi sia destinata a perdurare. In Europa questa conclusione viene avvalorata dalla BCE cui è stato assegnato il mandato della **stabilità dei prezzi** ed è stata resa **politicamente indipendente**. Ciò rafforza la prospettiva di ascesa dell'Euro a status di valuta internazionale. Tuttavia, la stabilità dei prezzi non garantisce, da sola, la stabilità finanziaria.

es. Giappone, anni '90, nonostante una buona stabilità dei prezzi, non si è evitata una esplosione della crisi finanziaria.

Per ciò che concerne il debito pubblico, l'Eurozona e gli USA devono affrontare problemi analoghi.

Negli anni '90 gli USA registrarono un maggior successo. Ma dal 2001, quando gli USA hanno avviato una politica di spesa in disavanzo, il rapporto deficit/PIL ha iniziato a crescere più rapidamente che nell'Eurozona. Un'ulteriore accelerazione negli USA si è avuta dopo la crisi bancaria del 2008, che ha registrato un impatto maggiore sul debito pubblico USA che non in quello UE. Nonostante ciò, è stata poi l'UE ad essere colpita dalla crisi del debito sovrano del 2010.

Negli USA rimane maggiore la tentazione di risolvere la crisi debitoria per mezzo dell'inflazione. Una infiammata inflazionistica negli USA servirebbe a ridurre l'onere del debito pubblico, ma allo stesso tempo indebolirebbe di molto la posizione internazionale del dollaro. Inoltre, la storia ci insegna che il cambiamento della posizione internazionale di una moneta è soggetta a grande inerzia. Si tratta degli *effetti di rete*, l'utilità di una data moneta dipende dal fatto che anche altri la usano. Tanto più vasta la dimensione di chi la utilizza, tanto maggiore è l'utilità che se ne trae. Il prezzo di una moneta è determinato dai valori correnti e da quelli attesi delle variabili fondamentali, come il tasso d'inflazione, il livello dell'attività economica, le partite correnti... L'andamento futuro dell'Euro dipenderà dunque dall'evoluzione comparata di queste variabili rispetto alle analoghe variabili che influenzano il dollaro.