

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI

“M. FANNO”

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

L'UNIONE MONETARIA EUROPEA TRA CRISI E PROSPETTIVE

RELATORE:

CH.MA PROF.SSA FAVARO DONATA

LAUREANDA: BUSON MARIANA

MATRICOLA N. 1089990

ANNO ACCADEMICO 2016-2017

Indice

Introduzione.....	5
1. L'Unione Monetaria Europea.....	7
1.1. Vantaggi e svantaggi di una politica monetaria sovranazionale.....	7
1.2. La teoria delle Aree Valutarie Ottimali.....	11
1.3. L'Eurozona è un'area valutaria ottimale?.....	14
2. La recente crisi economica e l'impatto sulle economie europee.....	21
2.1. Origini e diffusione della crisi economico-finanziaria degli ultimi anni.....	21
2.2. L'impatto della crisi economica sui Paesi dell'Eurozona.....	24
2.3. Problematiche dei Paesi e diversa reazione alla crisi.....	30
3. La politica monetaria europea nel corso della crisi economica e le prospettive dell'Unione Monetaria.....	35
3.1. Le diverse fasi degli interventi della Banca Centrale Europea.....	35
3.2. Un confronto con la Federal Reserve e gli Stati Uniti d'America.....	41
3.3. Il futuro dell'Unione Monetaria Europea e le ipotesi in campo.....	44
Conclusioni.....	49
Bibliografia.....	53
Ringraziamenti.....	55

Introduzione

Nel 1992, con la firma del Trattato di Maastricht, alcuni Paesi della Comunità Economica Europea, poi divenuta Unione Europea, si impegnarono ad adottare una valuta comune: l'euro. Sei anni dopo, il Consiglio dell'Unione Europea verificò all'unanimità che undici di questi (Belgio, Germania, Francia, Spagna, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia) soddisfacevano le condizioni necessarie per entrare a far parte dell'Unione Economica e Monetaria. Ad essi, dal 2001 al 2015, si aggiunsero poi altri sette Stati, in ordine temporale: Grecia, Slovenia, Cipro, Malta, Slovacchia, Estonia, Lettonia e Lituania, facendo arrivare i membri della zona euro a quota 19. Tuttavia, abbandonare la propria sovranità monetaria non significa solamente adottare un nuovo conio, ma anche rinunciare alla possibilità di porre in essere politiche monetarie indipendenti da quelle degli altri Paesi, perché la Banca Centrale diventa unica e sovranazionale. Questo significa che la banca centrale di ogni singolo Paese perde la possibilità di stampare moneta, di decidere il tasso di interesse e il tasso di inflazione obiettivo, ma soprattutto di usare il tasso di cambio come strumento di aggiustamento qualora si verificano shock macroeconomici che colpiscono il Paese in questione. Questo può far sì che, in un contesto di crisi, se gli shock non sono simmetrici tra i vari Paesi, essi si trovino in una situazione conflittuale senza la possibilità che la Banca Centrale possa attuare misure di politica monetaria utili a tutti gli Stati membri, ai quali, come strumento di aggiustamento, rimane solo la flessibilità del mercato del lavoro. La perdita della sovranità monetaria è quindi lo svantaggio più grave della decisione di adottare una valuta comune ed è quello che è stato enfatizzato più spesso dai critici di tale scelta, soprattutto nell'ultimo decennio in cui le economie di tutto il mondo - e quindi anche quelle dell'area dell'euro - si sono trovate a dover affrontare una grave crisi economico-finanziaria. Uno dei motivi per cui in questo testo è stato scelto di affrontare il tema della unione monetarie, e in particolare quello dell'Eurozona, è proprio l'intensificarsi del dibattito sui costi e benefici dell'adesione dei Paesi europei all'Unione Economica e Monetaria e sulle sue prospettive future, anche alla luce di come la crisi dei mercati finanziari ha impattato sull'economia reale degli Stati membri e di quello che è stato fatto dalla Banca Centrale Europea per affrontarla.

Nel primo capitolo vengono esposti i costi e i benefici in cui, in generale, qualsiasi Paese incorre se decide di adottare insieme ad altri una valuta comune e la Teoria delle Aree Valutarie Ottimali formulata da Robert Mundell, che riassume le caratteristiche che un'economia dovrebbe avere affinché siano minimizzati i costi della suddetta adesione;

successivamente questi concetti vengono applicati al caso particolare dell'Eurozona, concentrando l'attenzione principalmente sul periodo tra l'adozione dell'euro e lo scoppio della crisi e cercando di comprendere se essa sia effettivamente un'Area Valutaria Ottimale. Nel secondo capitolo viene invece analizzata la crisi economico-finanziaria dell'ultimo decennio, partendo dalle sue origini nel mercato statunitense dei mutui subprime ed arrivando al suo impatto sulle economie europee ed infine agli aspetti particolari che queste hanno dovuto sopportare – come ad esempio la questione dell'eccessivo debito di alcune Nazioni – e alle diverse reazioni che i Paesi dell'Eurozona hanno manifestato. Nel terzo ed ultimo capitolo viene inizialmente descritta la politica monetaria che la Banca Centrale Europea ha attuato per affrontare la crisi, esponendo sia le misure convenzionali sia quelle non convenzionali, come il Quantitative Easing. Nel paragrafo successivo si procede ad un confronto con le politiche messe in atto dalla Federal Reserve, la Banca Centrale degli Stati Uniti D'America, considerati anch'essi un esempio di unione monetaria e spesso presi come parametro di confronto per l'Eurozona. Nell'ultimo paragrafo di questo capitolo vengono espone le prospettive che attualmente sono prese in considerazione da diversi studiosi per quanto riguarda il futuro dell'area dell'euro: alcuni si limitano a proporre delle misure di politica monetaria che la Banca Centrale dovrebbe attuare per consolidare la ripresa, altri suggeriscono l'adozione di riforme strutturali per porre fine a quelle che secondo loro sono inefficienze di base addirittura delle stesse Istituzioni europee e per risolvere il disallineamento tra politica fiscale, che rimane in capo ai singoli Stati, e politica monetaria, che è sovranazionale, altri ancora propongono per alcuni Paesi delle strategie di exit.

Capitolo 1

L'Unione Monetaria Europea

1.1. Vantaggi e svantaggi di una politica monetaria sovranazionale

Formare un'unione monetaria con altri Stati, o aderire ad una già esistente, significa per un Paese rinunciare alla propria sovranità monetaria e, di conseguenza, rinunciare alla possibilità di utilizzare gli strumenti di politica monetaria messi in atto in accordo con la propria banca centrale. Con l'adozione di una moneta unica infatti, le banche centrali dei Paesi membri delegano le loro funzioni ad un'unica banca, che decide le misure da adottare per tutta l'unione. Affidare la propria sovranità monetaria ad un ente sovranazionale comporta quindi dei costi che ogni singolo Paese deve affrontare, ma anche dei benefici. Costi e benefici non sono quantitativamente uguali per tutti, anche se qualitativamente si possono raggruppare in categorie definite.

Il guadagno più evidente e più facilmente quantificabile derivante dall'abbandono della moneta nazionale, è l'eliminazione dei costi di transazione che si devono sostenere quando si cambia la propria valuta con una estera. Ogni giorno milioni di persone commerciano con l'estero, viaggiano in Paesi stranieri e per i loro acquisti e le loro transazioni devono utilizzare la moneta avente corso legale nel Paese in questione. Pertanto, avere la stessa valuta evita al consumatore di dover sostenere i costi delle commissioni che la banca applica nelle operazioni di cambio. Ciò però significa che, in seguito all'entrata in un'unione monetaria, il settore bancario deve affrontare un periodo di transizione, nel quale cerca una fonte alternativa di profitto. Infatti, come riportato in alcuni studi effettuati in diversi Paesi, il 5% dei ricavi del settore degli intermediari finanziari è costituito dalle commissioni sui cambi (De Grauwe 2016). Superato questo periodo, la società andrà incontro ad un incremento di benessere. L'eliminazione dei costi di transazione ha anche degli effetti indiretti, in quanto, adottando un'unica valuta per diversi Stati, è più facile per i cittadini confrontare i prezzi dei beni. Ciò dovrebbe livellare le discriminazioni di prezzo e favorire la concorrenza, facendo così pagare ai consumatori prezzi più bassi.

Non solo i consumatori, ma anche le imprese possono beneficiare dell'adozione di una moneta unica. Spesso queste sono avverse al rischio e, nella decisione di quanto e se esportare, tengono in considerazione anche l'incertezza derivante dalle fluttuazioni dei tassi di cambio. Se il cambio è fisso, come lo è in un'unione monetaria, esse sapranno con certezza

quali prezzi applicare in un mercato estero e a quanto ammonteranno i ricavi. È noto però che il valore di un'opzione aumenta quando la variabilità dell'attività sottostante aumenta (De Grauwe 2016). Per questo le fluttuazioni dei tassi di cambio possono essere considerate non solo come una minaccia ma anche come un'opportunità. Un'impresa potrebbe decidere di esportare quando il tasso di cambio è favorevole e di non farlo quando questo non lo è, aumentando in media il proprio profitto atteso. Tuttavia, è quasi impossibile gestire ordinatamente i tassi di cambio, le cui variazioni non si distribuiscono normalmente, ma alternano periodi di calma a periodi di forti turbolenze. Anche se le variazioni molto ampie hanno bassa probabilità di verificarsi – generano infatti “rischi di coda della distribuzione” – possono comunque causare danni ingenti alle imprese, perché possono far scendere il prezzo al di sotto del loro costo marginale e medio provocando grosse perdite.

Figura 1.1: Bolle e crolli nel mercato del cambio Franco/Dollaro



Fonte: De Grauwe 2016

Oltre ad eliminare alcuni rischi per le imprese, l'eliminazione dell'incertezza sui tassi di cambio può favorire la crescita perché riduce il tasso di interesse reale, in quanto un investitore, se si trova di fronte ad un rischio più basso, richiede una remunerazione più bassa a parità di investimento effettuato. Questo dovrebbe contribuire a stimolare gli investimenti e quindi la crescita dell'economia.

Infine, si può elencare un'ultima serie di benefici derivanti dall'adozione di una moneta unica, legati essenzialmente al peso che questa assume a livello internazionale. Quando un insieme di Paesi forma un'unione monetaria, è probabile che la nuova moneta assuma un peso maggiore di quello della somma delle singole valute e questo fa sì che essa venga utilizzata anche al di fuori dell'unione, da banche straniere e come mezzo di scambio, aumentando i ricavi della banca che la emette. Solitamente i profitti delle banche centrali vanno in parte anche all'eventuale governo federale, il che significa che i benefici ottenuti si riflettono sui cittadini, come nel caso degli Stati Uniti, dove questi ammontano a circa lo 0.5% del PIL (De Grauwe 2016). Inoltre, le banche che detengono riserve in valuta estera, lo fanno sotto forma di titoli di Stato, i quali sono una forma di finanziamento del debito per i Paesi emittenti.

Invece, i costi derivanti dall'adozione di una moneta unica sono legati principalmente al fatto che, se un Paese perde la propria sovranità monetaria, rinuncia anche ad importanti strumenti di politica economica. Per questo motivo la sua banca centrale non potrà più modificare la quantità di valuta nazionale in circolazione, il prezzo della valuta stessa o il tasso di interesse a breve termine, perché tutte queste variabili saranno decise da un unico ente sovranazionale e, essendo identica la moneta, saranno anch'esse identiche per tutte le Nazioni facenti parte dell'unione.

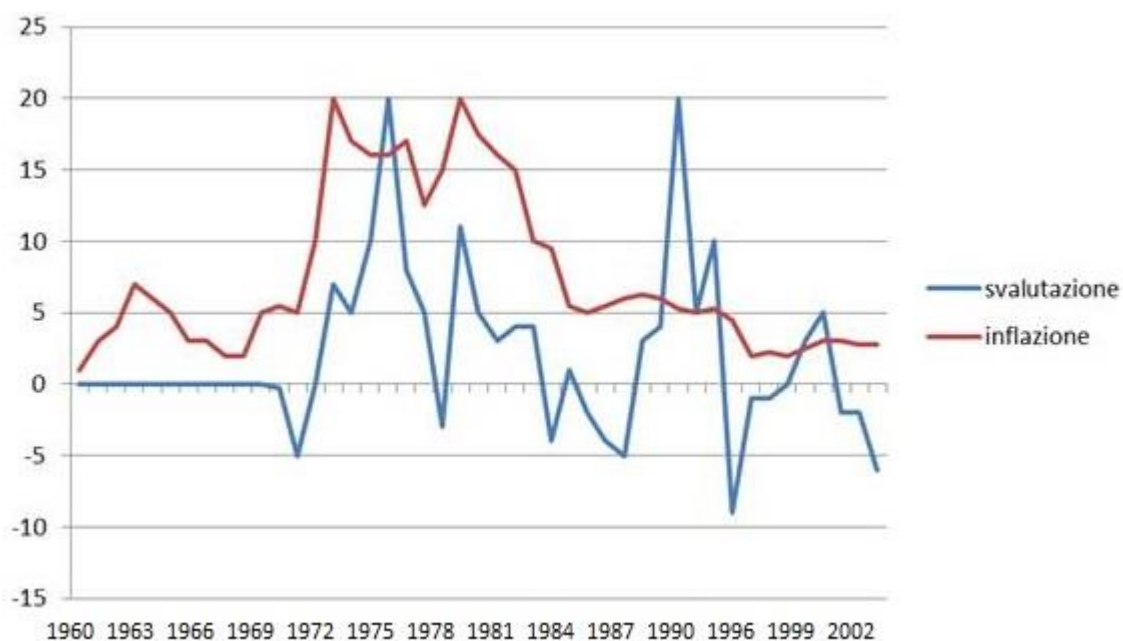
Per capire meglio quando e in che misura possono essere utili questi strumenti bisogna considerare il caso di due Paesi colpiti da uno shock macroeconomico. Prendiamo ad esempio il Paese A e il Paese B, i quali registrano rispettivamente un calo e un aumento della domanda interna, perché le preferenze dei consumatori si spostano verso i beni prodotti da B. Questo significa che il Paese A importerà più beni di quanti ne esporterà, creando quindi un disavanzo nella propria bilancia commerciale, mentre il Paese B farà il contrario, creando un avanzo. Siccome il saldo delle partite correnti e quello finanziario si muovono a specchio (Bagnai 2012), nel Paese A il saldo finanziario sarà positivo, cioè il Paese A dovrà prendere a prestito dal resto del mondo per finanziare le proprie importazioni – e quindi, nel Paese A, vi sarà un afflusso di capitali in entrata - mentre quello di B sarà negativo, in quanto i ricavi delle esportazioni nette positive verranno utilizzati per prestare denaro al resto del mondo (o per estinguere debiti pregressi) – e quindi, nel Paese B, vi sarà un deflusso di capitali. Una situazione simile potrebbe portare il Paese A ad attraversare una fase di recessione e il Paese B ad attraversare una fase di espansione, che spesso comporta pressioni inflazionistiche e, se i due Paesi fanno parte di un'unione monetaria, gli unici meccanismi di aggiustamento su cui potranno contare sono la flessibilità salariale e la mobilità del lavoro. Nel primo caso, in seguito ad un calo della domanda – e quindi della produzione – in A, aumenterà anche la

disoccupazione e i lavoratori diminuiranno le loro richieste salariali. L'abbassamento dei costi di produzione comporterà l'abbassamento dei prezzi prodotti, che diventeranno più competitivi di quelli del Paese B, facendo tornare la domanda aggregata di A ai livelli precedenti allo shock. Nel secondo caso non sarà necessario modificare i prezzi dei beni, in quanto, essendo il lavoro un fattore mobile, i disoccupati del Paese A si sposteranno facilmente in B, risolvendo il problema della disoccupazione del loro Paese d'origine e quello delle spinte inflazionistiche del Paese di destinazione. Spesso però questi meccanismi di aggiustamento non si verificano o, se lo fanno, rischiano di aggravare il problema iniziale invece che risolverlo (Bagnai 2012). Ad esempio, la contrazione dei salari in un'economia già in recessione, sebbene possa far aumentare le esportazioni, rischia di far diminuire ancora di più la domanda interna, perché i lavoratori, in seguito alla diminuzione del reddito, diminuiscono i consumi, che sono una parte importante del PIL di un Paese.

Se invece il Paese A e il Paese B non fanno parte di un'unione monetaria, possono utilizzare il tasso di cambio come strumento di aggiustamento. Se si trovano all'interno di un sistema di cambi flessibili, il Paese A può modificare al ribasso il proprio tasso di interesse, stimolando la domanda aggregata e causando un deprezzamento della propria moneta – e quindi un apprezzamento di quella del Paese B – mentre, se si trovano all'interno di un sistema di cambi fissi, il Paese A dovrà svalutare la propria moneta. In ogni caso i due Paesi otterranno gli stessi risultati, in quanto i prodotti di A risulteranno più competitivi per i consumatori del Paese B, stimolando le esportazioni, e i prodotti di B risulteranno meno competitivi per i consumatori di A, che si rivolgeranno perciò maggiormente al proprio mercato interno. Tuttavia questi risultati sono spesso contestati perché una svalutazione, rendendo i prodotti nazionali più appetibili, rende meno convenienti quelli esteri (come le materie prime) e questo provoca un innalzamento dei prezzi interni, il che significa che il vantaggio iniziale guadagnato grazie alla svalutazione svanisce a causa dell'inflazione. Ma ciò non è sempre vero, anzi, spesso la relazione tra svalutazione e inflazione non è uno a uno, perché non tutti i beni consumati sono importati e non tutti i beni nazionali sono prodotti utilizzando materie prime importate (Bagnai 2012). Un esempio è fornito dai dati sulle svalutazioni della Lira e sull'inflazione in Italia nella seconda metà del secolo.¹

¹ La figura 1.2 riporta il tasso di inflazione e svalutazione dal 1960 al 2002. Siccome il tasso di cambio è espresso in Lire per unità di valuta estera, le svalutazioni corrispondono ad un aumento del tasso. Si può notare che non solo l'inflazione non si è mossa di pari passo con la svalutazione, ma in alcuni casi i picchi di inflazione precedono e non seguono le svalutazioni.

Figura 1.2: Svalutazione e inflazione in Italia 1960-2002



Rielaborazione dei dati di Bagnai 2012

Considerando quanto appena detto, per un Paese può essere molto costoso entrare a far parte di un'unione monetaria, soprattutto se si trova ad affrontare shock macroeconomici diversi da quelli dei suoi partner. Pertanto i costi e i benefici derivanti dall'adozione di una moneta unica possono essere quantitativamente differenti per diverse Nazioni anche in base alle loro caratteristiche.

1.2. La teoria delle Aree Valutarie Ottimali

Il primo a formulare una teoria sulle Aree Valutarie Ottimali fu il premio Nobel per l'economia Robert Mundell. Egli elencò una serie di caratteristiche strutturali che un gruppo di Paesi dovrebbe avere per rendere meno costoso l'abbandono della flessibilità dei cambi.

Innanzitutto, siccome gli strumenti di politica monetaria sono spesso utilizzati per favorire l'aggiustamento in seguito a shock macroeconomici, un gruppo di Paesi che voglia formare un'unione monetaria dovrebbe assicurarsi che questi siano simmetrici tra loro, in modo che la nuova banca centrale riesca a mettere in atto politiche che incontrino le necessità di tutti i Paesi e non solo di alcuni. Se questa condizione non è soddisfatta allora è importante che tra gli Stati in questione ci sia un'alta mobilità dei fattori di produzione e che i loro mercati del lavoro non siano rigidi. Questi due elementi possono infatti concorrere

all'aggiustamento in seguito ad uno shock che colpisce l'economia di un Paese, qualora quest'ultimo non abbia più a disposizione strumenti di politica monetaria e nemmeno la banca centrale dell'unione possa intervenire, perché nelle altre economie non si sono verificati shock simili. Com'è stato già evidenziato nel paragrafo 1.1, la flessibilità dei salari fa sì che, se in uno Stato si verifica un calo della domanda, esso, attraverso l'abbassamento dei costi di produzione, possa tornare ad essere competitivo sul mercato internazionale. Se invece la mobilità del lavoro è alta non c'è bisogno di contrarre i salari e abbassare i prezzi, perché i lavoratori disoccupati si spostano facilmente in un'altra regione o in un altro Paese con condizioni economiche migliori.

Un'altra caratteristica importante da tenere in considerazione è l'apertura commerciale dei diversi Paesi. Per apertura commerciale si intende il livello di scambi, quindi di esportazioni e importazioni, che avviene tra gli Stati. Questo è importante per due ragioni: la prima è che Paesi più aperti al commercio estero traggono minor beneficio dalle manovre del cambio nominale (Bagnai 2012) e quindi per loro è meno costoso rinunciare a questo strumento, la seconda è che una maggiore apertura commerciale riduce la probabilità che si verifichino shock asimmetrici. La prima ragione si fonda sull'argomentazione secondo cui più un Paese è aperto al commercio con l'estero, più esso è dipendente da materie prime e prodotti importati. Questo fa sì che ogni svalutazione, o deprezzamento, della moneta nazionale si rifletta in una crescita del tasso di inflazione, perché i beni esteri diventano meno convenienti e quindi i prezzi interni dei beni importati si alzano, annullando così i benefici causati dalla ritrovata competitività dei prodotti nazionali. La seconda ragione è di dubbia validità ed è stata infatti criticata da alcuni economisti, tra cui Paul Krugman. I sostenitori dell'ipotesi secondo cui l'apertura al commercio aiuti a sincronizzare i cicli delle economie delle diverse Nazioni si basano sulla constatazione che, nella maggior parte dei casi, lo scambio commerciale è in realtà uno scambio intra-industriale, in quanto i diversi Paesi acquistano e vendono tra loro le stesse categorie di prodotti (De Grauwe 2016). Per questa ragione, quando i consumatori di un Paese riducono la domanda di un determinato prodotto, non ne risente solo il mercato nazionale, ma anche quelli delle altre Nazioni che importano in quel Paese. Paul Krugman però evidenzia un'altra caratteristica del commercio internazionale in presenza di economie di scala: queste fanno sì che l'integrazione tra Paesi permetta loro di sfruttare al meglio i vantaggi comparati, portando così alla concentrazione regionale delle attività industriali (De Grauwe 2016). Se ciò si verifica, uno shock che colpisce una determinata industria può trasformarsi in uno shock per un intero Paese, il quale troverà difficile, o piuttosto costoso, ritornare alla situazione pre-crisi in assenza della possibilità di sfruttare il tasso di cambio. Quest'ultima ipotesi è supportata dall'evidenza empirica del

settore automobilistico in Europa e negli Stati Uniti, la cui concentrazione della produzione è maggiore in Nord America, dove il mercato è più integrato rispetto a quello dell'Unione Europea.

Tabella 1.1: Distribuzione regionale della produzione automobilistica in Europa e negli Stati Uniti

STATI UNITI		CEE	
Centro-ovest	66,3	Germania	38,5
Sud	25,4	Francia	31,1
Ovest	5,1	Italia	17,6
Nord-est	3,2	Regno Unito	12,9

Fonte: De Grauwe 2016

Inoltre, per stabilire se un gruppo di Paesi possa formare un'Area Valutaria Ottimale, si devono considerare anche i livelli di inflazione delle singole economie, che possono essere diversi anche quando la moneta è unica. Per evitare che alcuni Stati traggano vantaggio dall'adozione di un'unica valuta a scapito degli altri membri dell'unione, è opportuno che i tassi di inflazione convergano tutti verso un unico valore. In assenza di convergenza, i prodotti dei Paesi con inflazione più bassa sarebbero più convenienti ed essi diventerebbero esportatori di merci, migliorando così il proprio saldo commerciale a scapito dei restanti Paesi dell'unione, che, oltre a perdere competitività, aggraverebbero anche la loro posizione finanziaria, essendo costretti a prendere a prestito per finanziare le proprie esportazione nette negative.

Se le condizioni finora elencate non sussistono, o comunque non sono abbastanza sviluppate, allora è necessario che i Paesi che formano un'unione monetaria si muniscano di un cosiddetto "sistema assicurativo pubblico", che aiuti a diminuire i costi di partecipazione tramite trasferimenti di aiuti finanziari interregionali. Per fare ciò però, è necessario che i bilanci e i sistemi fiscali non vengano gestiti a livello nazionale ma vengano centralizzati, in modo che, quando un Paese si trova in una fase di recessione, possa ricevere supporto finanziario dai Paesi che si trovano in una fase di espansione e i costi di partecipazione all'unione vengano così condivisi e sopportati dai cittadini di tutti gli Stati.

La teoria delle Aree Valutarie Ottimali è stata oggetto di revisioni e critiche, in quanto alcuni economisti si sono chiesti se le condizioni appena elencate debbano essere considerate per forza prima di formare un'unione e non si possano invece creare grazie all'unione stessa,

in quanto la moneta unica e il più alto grado di apertura commerciale tra i Paesi dovrebbero contribuire ad allineare i fondamentali delle diverse economie. Altri invece, seppur in accordo con i concetti teorici della teoria di Mundell, si sono spinti ad affermare che il concetto stesso di “Optimum Currency Area” sia contraddittorio in quanto:

“Se un gruppo di Paesi avesse istituzioni, politiche e fondamentali perfettamente allineati, con scambi equilibrati, (nel medio periodo ndr) sarebbero allineati anche i rispettivi tassi di cambio e i costi della loro incertezza sarebbero trascurabili. L’unificazione monetaria si rende quindi necessaria solo laddove i sistemi economici considerati non siano omogenei e non esistano forze che tendano a far convergere spontaneamente i loro fondamentali, riducendo la volatilità delle rispettive valute. Ma è proprio in questi casi che la flessibilità del cambio è un elemento importante per alleviare i costi dell’aggiustamento a shock macroeconomici e quindi è proprio in questi casi che la rinuncia alla flessibilità del cambio impone un costo all’economia.”
(Bagnai 2012)

Per comprendere meglio queste due correnti di pensiero e, in generale, i concetti teorici fin qui esposti, è opportuno prendere in considerazione un esempio. Con l’ausilio di dati e studi empirici ci chiederemo se l’Eurozona costituisca o meno un’Area Valutaria Ottimale, in base a com’erano le economie dei diversi Stati che la compongono prima dell’adozione della moneta unica e come hanno reagito dopo la sua introduzione.

1.3. L’Eurozona è un’Area Valutaria Ottimale?

Nel 1994, due anni dopo la firma del Trattato di Maastricht con il quale si sanciva la futura adozione di una moneta unica europea, alcuni economisti della Banca Centrale Canadese condussero uno studio nel quale cercarono di verificare se gli Stati che l’avevano ratificato fossero veramente idonei a formare un’unione monetaria. Tra tutti i parametri che Mundell aveva preso in considerazione nella formulazione della sua teoria, gli studiosi canadesi erano maggiormente interessati al grado di simmetria degli shock macroeconomici che all’epoca affliggevano alcuni dei Paesi della futura Eurozona e a quanto effettivamente questi influenzavano il loro livello di output. In relazione ai dati empirici ottenuti durante le ricerche, Chamie, DeSerres e Lalonde giunsero alla conclusione che fosse più opportuno dividere le diverse Nazioni considerate in tre gruppi: un gruppo centrale, composto da Germania e Svizzera (anche se quest’ultima non ha mai aderito né all’Unione Europea né all’Unione Economica e Monetaria), un gruppo intermedio, composto da Austria, Belgio, Francia, Olanda e Spagna e un gruppo periferico, composto da Italia, Grecia e Portogallo. Solo gli

shock che colpivano i Paesi del gruppo centrale avevano un grado di simmetria comparabile a quello degli Stati Uniti (Paese che notoriamente ha un alto grado di simmetria tra le diverse regioni che lo compongono), mentre tutti gli altri presentavano una componente predominante specifica per ogni Paese, il che significa che erano asimmetrici rispetto a quelli che colpivano le altre regioni d'Europa. Sempre secondo quanto emerso dallo studio sopracitato, il grado di asimmetria aumentava ancora nei Paesi del gruppo periferico e, dato che la causa primaria di fluttuazione dei livelli di output erano gli shock che colpivano l'offerta, ciò era causato dalle differenze nelle strutture industriali di questi Stati. Chamie, DeSerres e Lalonde conclusero quindi affermando che, se i Paesi europei analizzati – e in particolare quelli appartenenti al gruppo periferico – avessero rinunciato alla loro indipendenza monetaria, avrebbero potuto affrontare dei costi di aggiustamento piuttosto alti, soprattutto in termini di disoccupazione e di volatilità dell'output. Questi costi dovevano comunque essere considerati relativamente al livello di rigidità dei prezzi che ogni Paese presentava, in quanto questa caratteristica può inficiare la possibilità di utilizzare la politica monetaria come strumento di aggiustamento. Un Paese con un alto livello medio di inflazione e di conseguenza – come si può vedere in tabella – con un basso livello di rigidità nominale, avrebbe comunque dovuto affrontare alti costi di aggiustamento in seguito a shock macroeconomici anche al di fuori di un'unione monetaria.

Tabella 1.2: Misura della rigidità nominale dei prezzi di alcuni Paesi europei e degli Stati Uniti

Country	Slope of supply curve (impact)	Average quarterly inflation rate	
1. Portugal	5.84437	0.04301	(1)*
2. United Kingdom	2.22443	0.02337	(5)
3. Spain	1.68577	0.02918	(3)
4. Greece	0.73819	0.04230	(2)
5. Sweden	0.45550	0.02049	(6)
6. Italy	0.30609	0.02876	(4)
7. Netherlands	0.28639	0.01070	(11)
8. France	0.22837	0.01881	(7)
9. Austria	0.14008	0.01129	(10)
10. U.S.	0.13255	0.01543	(8)
11. Switzerland	0.07594	0.00956	(12)
12. Germany	0.06436	0.00876	(13)
13. Belgium	0.06306	0.01396	(9)
* Rank by average inflation rate, from highest to lowest.			

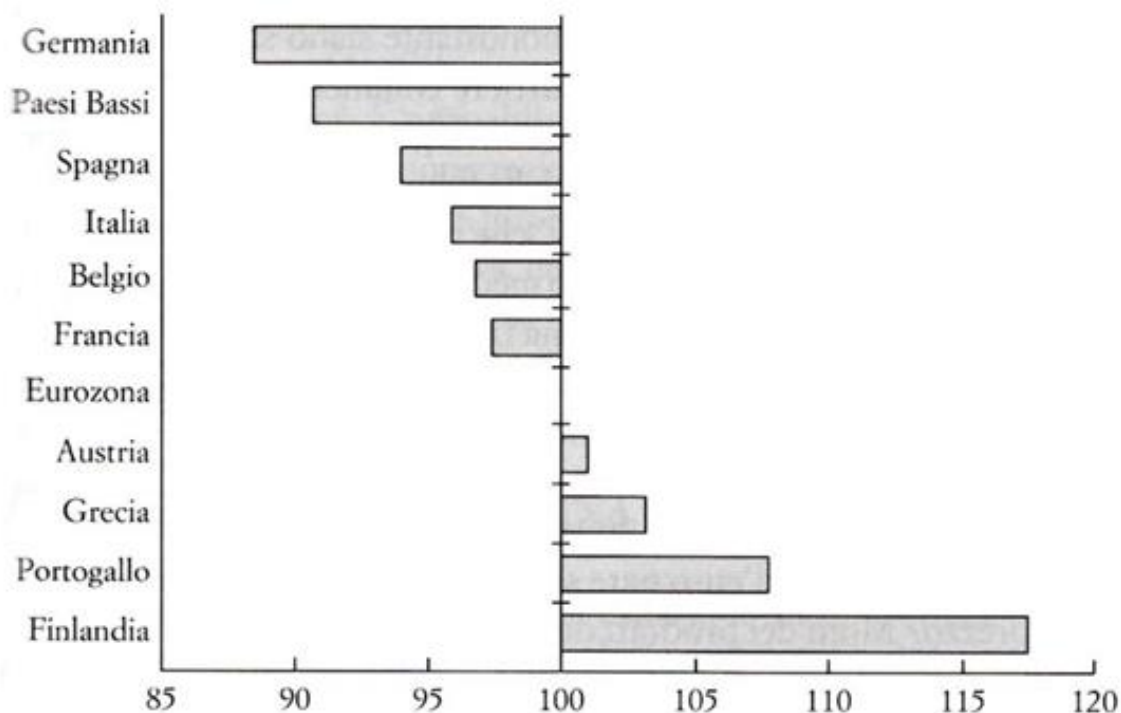
Fonte: Chamie 1994

Se prima dell'introduzione della moneta unica era possibile solamente ipotizzare le conseguenze dell'adesione, dopo alcuni anni dall'effettiva entrata in vigore della stessa è possibile anche descrivere e quantificare alcuni dei benefici e dei costi che le economie dell'Eurozona hanno dovuto sopportare.

Come già evidenziato, il beneficio più lampante di avere un'unica moneta in diversi Stati è l'eliminazione delle commissioni sul cambio. Come stimato dalla Commissione europea, questo risparmio ammonta ad una cifra compresa tra i 13 e i 20 miliardi di euro l'anno, ovvero circa lo 0,25-0,5% del PIL della Comunità europea (De Grauwe 2012).

Per quanto riguarda invece gli effetti indiretti dell'eliminazione dei costi di transazione, l'evidenza empirica è più controversa. Secondo la teoria economica, l'introduzione della moneta unica avrebbe dovuto facilitare l'eliminazione delle discriminazioni di prezzo, in quanto avvantaggia i cittadini nel confrontare tra loro i prezzi dei vari Paesi e quindi aumenta la concorrenza. In realtà però, all'interno dell'Eurozona, la discriminazione di prezzo è ancora molto evidente e le differenze tra Stati sono molto più elevate rispetto a quelle tra regioni della stessa Nazione. La figura sottostante mostra il prezzo medio di un paniere di 160 prodotti espresso da un indice rapportato alla media dell'Eurozona: come si può notare, la differenza tra il Paese dove i prodotti sono più costosi (Finlandia) e quello dove sono meno costosi (Germania) è di circa il 30% (De Grauwe 2016).

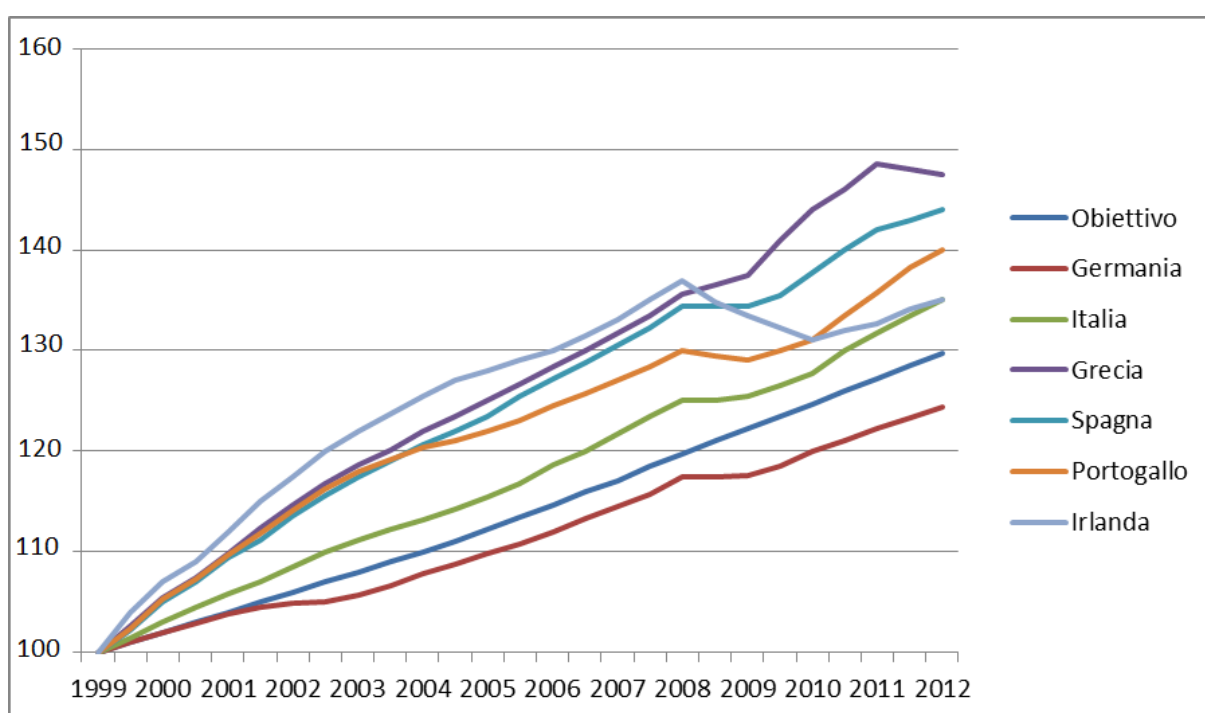
Figura 1.3: Indice dei prezzi nei Paesi dell'Eurozona



Fonte: De Grauwe 2016

La presenza di così ampie differenze di prezzo in Paesi con un'unica moneta e con economie abbastanza integrate può creare problemi di competitività dei prodotti per gli Stati dove questi sono più costosi. Questo è ciò che è successo ai Paesi europei, in particolare ai cosiddetti "Piigs", cioè Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna. La crescita più sostenuta dei loro prezzi ha reso le loro esportazioni e i loro prodotti meno competitivi rispetto a quelli delle altre Nazioni, come ad esempio la Germania, che hanno avuto una dinamica di crescita degli stessi più contenuta e quindi, siccome il rapporto tra i prezzi di due Paesi espressi nella stessa valuta equivale al tasso di cambio reale, si può affermare che la Germania abbia svalutato in termini reali rispetto agli altri partner europei (Bagnai 2012).

Figura 1.4: Il livello dei prezzi nei Paesi dell'Eurozona

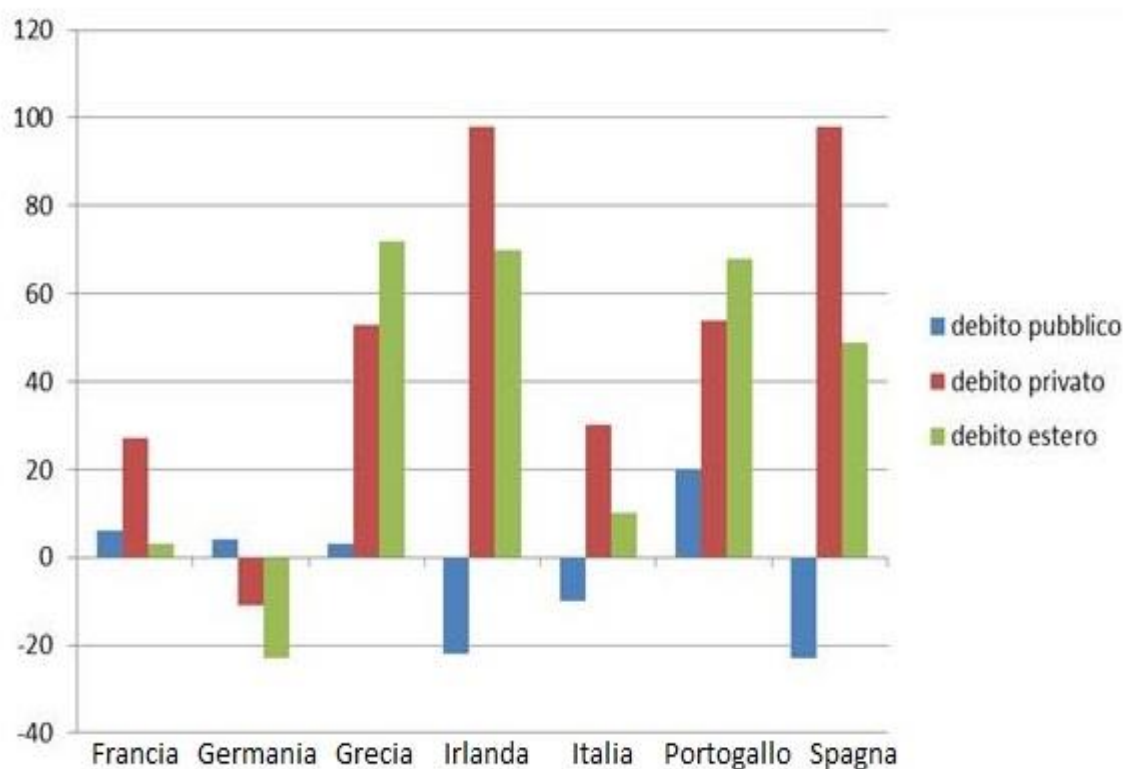


Rielaborazione dei dati di Bagnai 2012

Questo divario non ha solamente danneggiato la domanda estera e interna dei Paesi periferici, ma è anche una delle cause dell'accumulo di debito del settore privato di queste Nazioni. Se le esportazioni nette di uno Stato sono negative – e ciò può essere causato dalla perdita di competitività dei suoi prodotti sul mercato internazionale – esso deve trovare un modo per finanziare il disavanzo commerciale. Normalmente questo significa che il debito del settore privato aumenta, e i capitali, in un'economia integrata, spesso vengono dall'estero. Nel periodo tra il 1999 e il 2007 il gruppo dei Piigs e la Francia hanno visto aumentare sensibilmente il loro debito estero, quasi esclusivamente a causa dell'aumento di quello privato - perché il debito pubblico è salito di poco o, in alcuni Paesi, si è addirittura ridotto -

mentre la Germania è stata una delle poche Nazioni europee ad avere un saldo finanziario privato in surplus, in quanto esportava capitali verso l'estero.

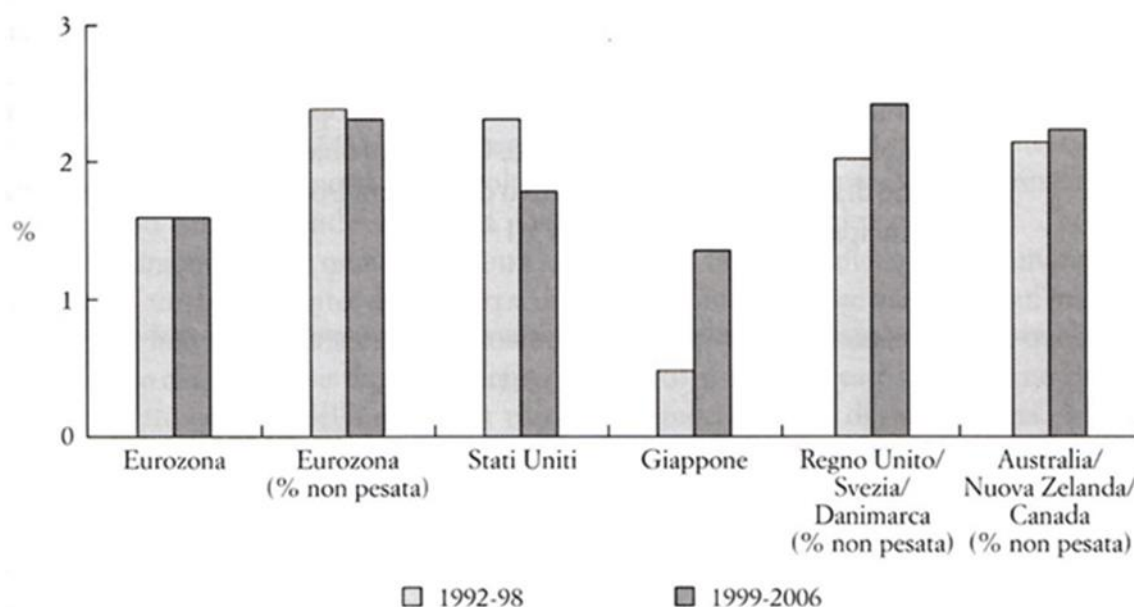
Figura 1.5: La variazione del debito pubblico, privato ed estero dal 1999 al 2007 in percentuale al PIL



Rielaborazione dei dati di Bagnai 2012

Tornando ai benefici dell'adozione di una moneta unica, si era detto che la riduzione dell'incertezza causata dall'eliminazione del rischio di cambio dovrebbe ridurre il tasso di interesse reale e quindi stimolare la crescita. Ciò però non trova particolare riscontro nell'evidenza empirica, in quanto il tasso di crescita dell'Eurozona non è aumentato rispetto al periodo precedente all'introduzione dell'euro. Il motivo per cui le predizioni teoriche non trovano conferma potrebbe essere causato dal fatto che una riduzione dell'incertezza non provochi necessariamente una riduzione del tasso di interesse reale, in quanto non è detto che, eliminando il rischio di cambio, venga meno il rischio sistemico, nel quale sono comprese anche altre variabili riguardanti la quantità prodotta e l'occupazione (De Grauwe 2012).

Figura 1.6: Crescita reale media del PIL in vari Paesi



Fonte: De Grauwe 2016

Come già evidenziato, i costi principali di un'unione monetaria sono i costi di aggiustamento che un Paese deve affrontare in seguito ad uno shock macroeconomico in mancanza della possibilità di utilizzare politiche monetarie. La loro entità è quindi collegata anche al grado di simmetria di questi shock e, indirettamente, all'integrazione commerciale delle diverse economie, che in alcuni casi aiuta i cicli economici a sincronizzarsi, in altri però ne aumenta le specificità, in quanto non tutte le piccole economie possono specializzarsi in tutti i settori e spesso l'integrazione stimola le imprese a sfruttare i vantaggi comparati dei singoli territori, concentrando in essi determinate industrie. Secondo un recente studio condotto da Valentyna Ozimkovska (2016) e intitolato "Volatility of industrial production growth and characteristics of optimal currency areas in EU-12 countries", nonostante la produzione in Europa sia diversificata, alcuni Stati mostrano una tendenza alla specializzazione. Inoltre le strutture industriali sono diverse tra Paesi e questo fa sì che gli shock che li colpiscono siano ancora più asimmetrici. Queste affermazioni sono supportate dall'evidenza empirica solo per alcuni Stati (Finlandia, Irlanda, Italia, Portogallo e Grecia), nei quali la volatilità dell'output è aumentata dopo l'introduzione dell'euro. Per gli altri (in particolare Francia, Germania, Spagna, Lussemburgo e Belgio), l'aumento non è statisticamente significativo, il che significa che per loro i costi in termini di asimmetria sono minori.

Gli ultimi criteri rimasti da esaminare sono la mobilità del fattore lavoro e la flessibilità dei costi di produzione. L'idea che la moneta unica avrebbe favorito la mobilità dei lavoratori si è rivelata fallace e infatti i suoi livelli sono di gran lunga inferiori a quelli degli Stati Uniti (Blanchard 2014). Ciò è sicuramente causato dal fattore linguistico, ma anche dalle differenze culturali e dei sistemi di educazione e prevenzione che ancora permangono all'interno dei Paesi dell'Unione. Invece, per quanto riguarda la flessibilità dei costi di produzione, e quindi dei salari, si sta sviluppando la tendenza a riformare i mercati del lavoro eliminando alcune tutele dei lavoratori e rendendo più flessibili le dinamiche di assunzione e licenziamento, in modo da poter utilizzare la contrazione dei salari come strumento di aggiustamento in caso di shock macroeconomici negativi (Fratzscher 2014). Questo potrebbe diminuire i costi della mancanza di sovranità monetaria per l'economia in generale, ma rischia anche di danneggiare la domanda interna e quindi la ripresa economica di un Paese durante una fase di recessione (Bagnai 2012).

Capitolo 2

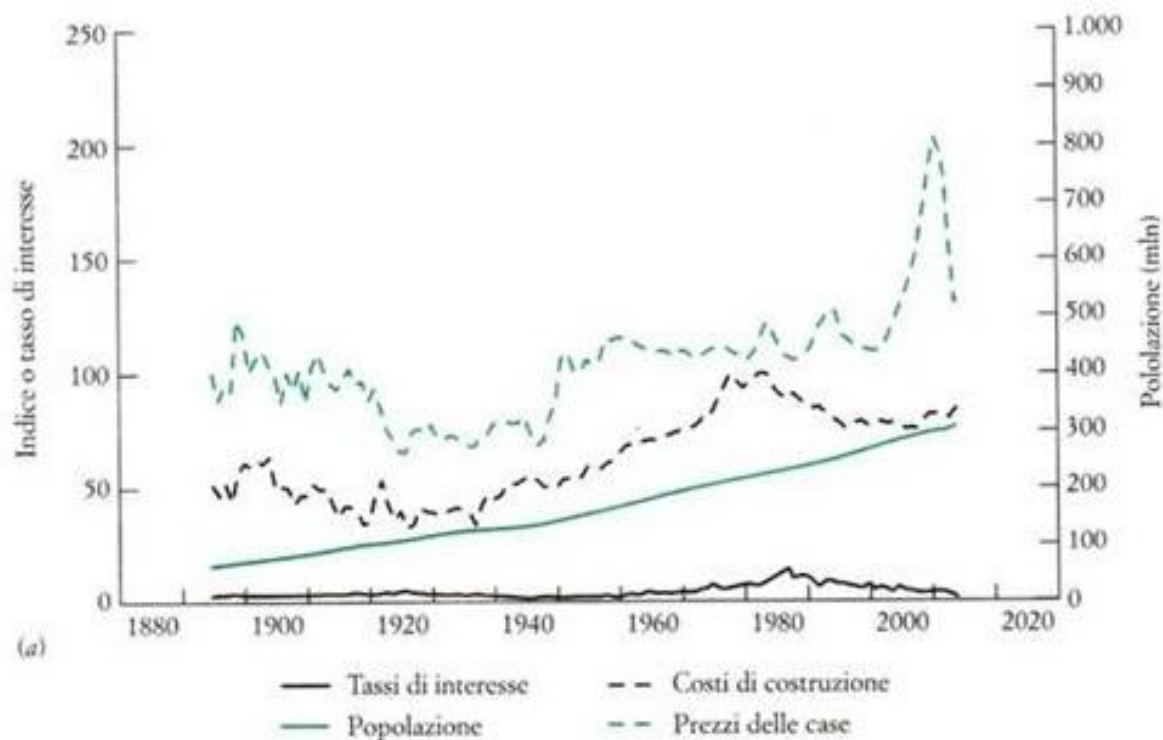
La recente crisi economica e l'impatto sulle economie europee

2.1. Origini e diffusione della crisi economico-finanziaria degli ultimi anni

“Goodbye financial repression, hello financial crash”, così l'economista cileno Carlos Diaz-Alejandro, nel 1985, salutò la fine della cosiddetta “repressione finanziaria”, cioè la rimozione di una serie di provvedimenti che regolavano le istituzioni finanziarie e alcuni aspetti economici, come i tassi di interesse, il costo del denaro e i movimenti dei capitali. Questa citazione non vuole essere una critica fine a sé stessa alla deregolamentazione del settore bancario, ma semplicemente l'introduzione al pensiero del teorico statunitense post-keynesiano Hyman Minsky, il quale elaborò uno schema che, secondo molti studiosi, può essere usato per interpretare il fenomeno che diede inizio alla recente crisi economica mondiale, ossia il crollo del mercato dei mutui subprime statunitensi. Secondo Minsky infatti, ogni economia moderna è caratterizzata da cicli endogeni, cioè che nascono spontaneamente, nei quali vi è sicuramente una fase espansiva, durante la quale il clima economico favorevole, accompagnato e a volte favorito dall'innovazione nel settore finanziario e dalla deregolamentazione dei mercati, spinge gli agenti ad assumere posizioni di investimento sempre più rischiose.

Questo è esattamente quello che è successo prima dello scoppio della bolla immobiliare e della conseguente crisi del mercato statunitense dei mutui subprime, cioè quei mutui erogati a coloro che hanno un'alta probabilità di non riuscire a restituire il prestito. Nel 2006 i mutui subprime costituivano solo il 20% di tutti i mutui per la casa, eppure le difficoltà di questo settore marginale del mercato ipotecario hanno scosso i mercati di tutto il mondo, dando origine ad una crisi finanziaria e alla peggiore recessione del dopoguerra (Blanchard 2014). Come si può notare in figura, a partire dal 2000 i prezzi delle case hanno iniziato ad aumentare in maniera significativa e senza nessuna ragione apparente, in quanto i costi di costruzione diminuivano e la crescita della popolazione non accelerava, perciò si può affermare di essere in presenza di una bolla speculativa che è poi scoppiata, facendo crollare i prezzi delle abitazioni del 30% in soli tre anni (Galeazzi 2010).

Figura 2.1: Andamento dei prezzi immobiliari negli Stati Uniti

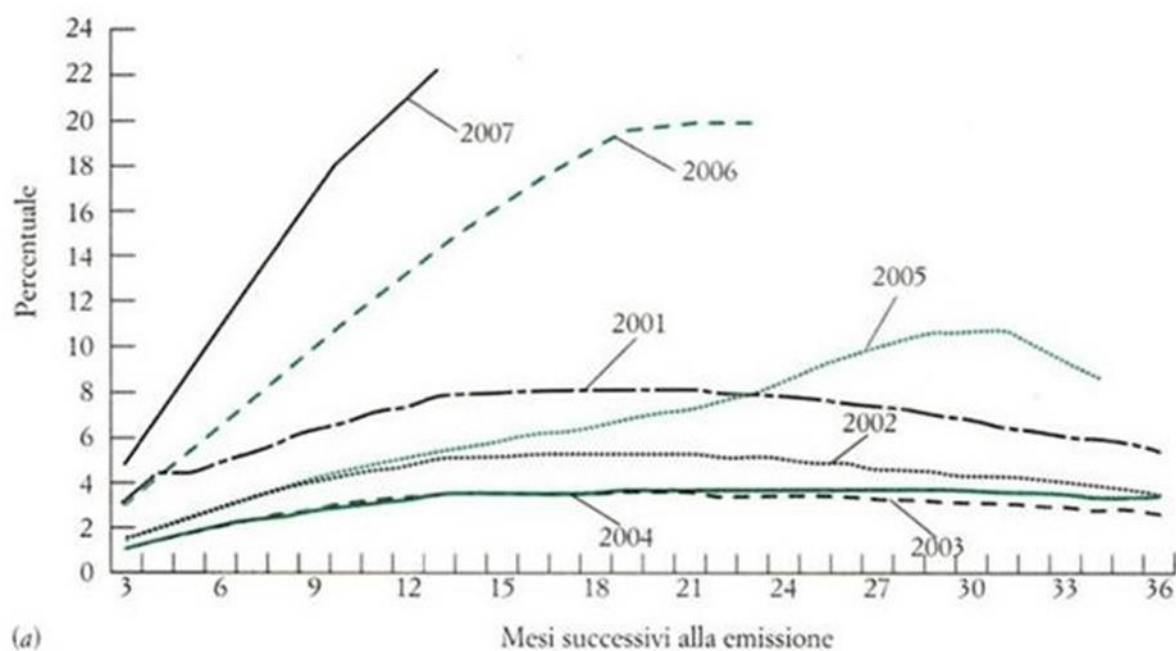


Fonte: Blanchard 2014

Ma per comprendere come mai la crisi di un solo e per di più ristretto settore dell'economia abbia portato non ad una semplice flessione del consumo, ma ad una profonda recessione, bisogna indagare sul perché questa bolla sia cresciuta così tanto e sulle ragioni che hanno spinto i cittadini e le banche americane a chiedere e a concedere mutui con così tanta facilità. Una delle motivazioni per cui, prima del 2007, era conveniente accendere un mutuo, era che i tassi di interesse fossero tenuti bassi dalla Federal Reserve, perché l'inflazione, che si calcola a partire dall'indice dei prezzi al consumo, era bassa. In questo indice però non rientravano direttamente i prezzi delle case, ma solo i costi dell'affitto, che, nel periodo pre-crisi, non erano aumentati significativamente. Ma per aprire un mutuo è necessario anche trovare una banca disposta a concederlo ed è qui che entrano in causa i mutui subprime. Prima che fossero introdotte alcune innovazioni finanziarie - tra cui la cartolarizzazione - i mutui erano tenuti nei libri contabili delle banche, che perciò avevano un forte interesse a concedere prestiti solo a chi era considerato in grado di restituirli. Col tempo però, i regolamenti riguardanti la concessione di mutui sono diventati meno severi, anche a causa della possibilità di riunirne molti in un unico titolo, da vendere poi ad un altro investitore o ad un'altra banca. La qualità di questi "mortgage-backed security", ossia "titoli garantiti da mutui", è poi certificata da un'agenzia di rating, ma, sia per le banche, sia per gli acquirenti e sia per le

agenzie stesse, è molto difficile definirla con precisione, perché ciò vorrebbe dire dover esaminare ogni singola attività al loro interno. La deregolamentazione, l'apparente solidità del mercato immobiliare e la mancata scrupolosità delle banche nel concedere prestiti, ha fatto sì che il mercato finanziario statunitense si riempisse di titoli considerati sicuri, ma che, una volta invertitosi l'andamento dei prezzi delle case, hanno fatto registrare grosse perdite alle banche e agli investitori che li avevano acquistati (Blundell-Wignall 2012). Infatti, quando i prezzi delle case hanno iniziato a scendere, molte famiglie americane si sono rese conto che ciò che avevano preso in prestito superava il valore effettivo della casa che possedevano e non hanno più avuto incentivi a pagare le rate del mutuo. Le banche a quel punto hanno iniziato ad escutere le ipoteche, ma il valore riscattato della casa era comunque inferiore al prestito concesso.

Figura 2.2: percentuale di default sui mutui subprime per anno di concessione dei mutui



Fonte: Blanchard 2014

Inoltre, per comprendere come questa crisi non sia rimasta circoscritta al settore ipotecario ma si sia diffusa a tutto il settore bancario statunitense e mondiale, bisogna capire come funziona la leva finanziaria. La leva finanziaria è il rapporto tra le attività e il capitale azionario e più questo rapporto è alto, più è rischioso, perché significa che le attività sono finanziate con poco capitale proprio e con molti depositi (cioè capitale preso in prestito). Ciononostante, alle banche conviene avere un alto rapporto di leva finanziaria, perché, investendo poco capitale proprio e prendendo a prestito il restante a tassi di interesse molto

bassi – com'erano quelli prima della crisi – riescono ad ottenere rendimenti più elevati. Ad esempio, se una banca possiede attività per un valore simbolico di 100 e le finanzia per il 20% con capitale proprio e per l'80% con capitale preso a prestito e queste attività danno un rendimento del 10%, ipotizzando per comodità che la banca non debba pagare interessi sui prestiti, si può affermare che essa abbia un rendimento del capitale del 50% (10/20). Ma se la banca finanzia solamente il 5% delle attività con capitale proprio – e quindi la sua leva finanziaria è più elevata – essa ha un rendimento del 200% (10/5).

Quando però il valore delle attività scende, se una banca non ha capitale proprio sufficiente ad assorbire la perdita, rischia di diventare insolvente. Questo è quello che è successo ad alcune banche e compagnie assicurative americane quando i prezzi delle case hanno cominciato a diminuire, facendo scendere il valore dei mutui garantiti dalle abitazioni per cui erano stati stipulati (Moore 2016). Come evidenzia Blanchard nel suo libro "Macroeconomia, una prospettiva europea", il mercato finanziario americano assomigliava ad "una piramide rovesciata, dove un enorme volume di investimenti a rischio poggiava su un piccolo piedistallo di capitale azionario" e così, quando il mercato ha smesso di espandersi e ha registrato un'inversione di tendenza, le banche con un rapporto di leva troppo elevato sono fallite e quelle che sono riuscite a rimanere sul mercato erano comunque in una posizione debole a causa della scarsità del capitale proprio. Per queste ragioni, quegli intermediari finanziari che sono riusciti a superare il crollo iniziale, hanno comunque dovuto mettere in atto strategie per rafforzare la propria posizione e per accumulare nuovo capitale. Per fare ciò hanno ristretto il credito, evitando di rinnovare i prestiti già emessi e di stipularne di nuovi e hanno venduto alcune delle loro attività, come le azioni (Blanchard 2014). In questo modo la crisi, concepita ed esplosa nel mercato finanziario, si è diffusa anche a quello reale. Infatti le aziende spesso si avvalgono di prestiti bancari per finanziare i propri investimenti e il congelamento del credito ha determinato il crollo di questi ultimi. Inoltre, la vendita di molte azioni ha fatto sì che i loro prezzi diminuissero e questo ha ridotto la ricchezza di molte famiglie americane già colpite dallo shock del mercato immobiliare, che in risposta hanno drasticamente ridotto i consumi. Il calo della domanda interna ha ulteriormente danneggiato le aziende, sia americane che estere, e in molti casi ne ha determinato il fallimento.

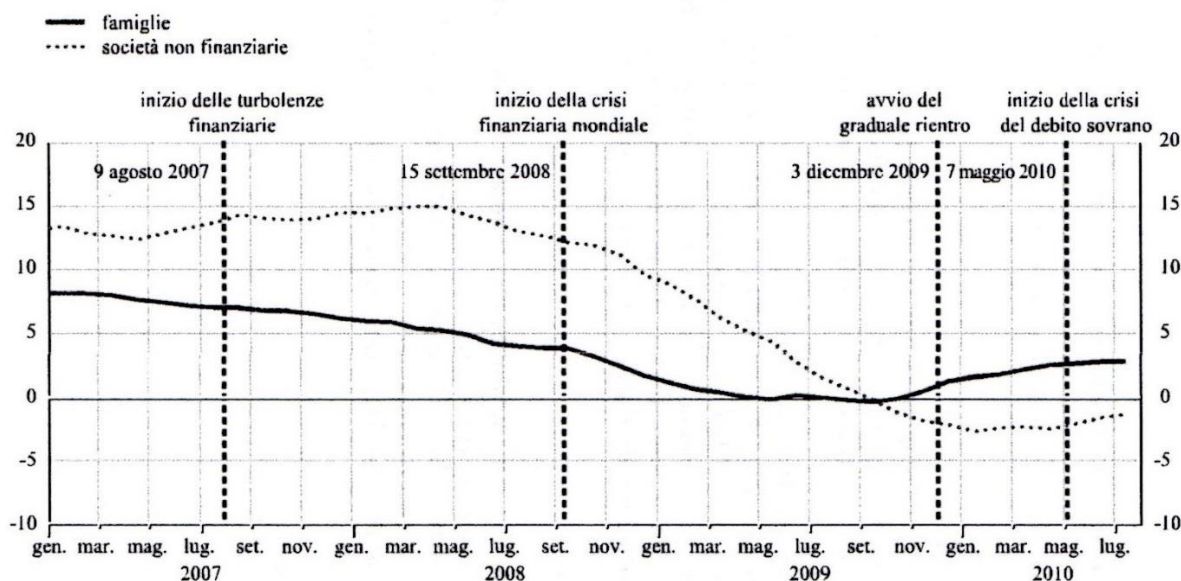
2.2. L'impatto della crisi economica sui Paesi dell'Eurozona

Già nell'agosto del 2007, le tensioni del mercato interbancario si erano diffuse in tutto il mondo, inclusa l'area dell'euro, facendo alzare di molto i premi al rischio e causando un

rapido calo delle transazioni, ma è solamente in seguito al fallimento dell'istituzione finanziaria statunitense Lehman Brothers che il periodo di turbolenze è sfociato in una crisi finanziaria globale (Galeazzi 2010). In condizioni normali, tenuto conto della riserva obbligatoria, le banche che a fine giornata hanno un eccesso di liquidità erogano prestiti ad altre istituzioni finanziarie che necessitano di fondi, ma, quando viene meno la fiducia nel mercato interbancario, l'offerta di credito scarseggia e il suo costo aumenta. Questo è ciò che è successo in seguito alle turbolenze nel mercato statunitense e ai fallimenti di alcune importanti istituzioni e compagnie assicurative del settore: gli operatori finanziari hanno cominciato a dubitare della stabilità di importanti banche di tutto il mondo e ciò ha causato un tracollo delle attività, facendo aumentare enormemente i tassi di interesse a breve termine (Galeazzi 2010). Come evidenziato nel paragrafo 2.1, le banche che si trovano in una situazione di precaria salute finanziaria cercano in ogni modo di costituire nuove riserve di liquidità e per fare ciò restringono l'offerta di credito a famiglie e imprese, inasprendo le condizioni di prestito ed evitando di stipulare contratti rischiosi con utenti che hanno una certa probabilità di non rimborsare. Come si può vedere nella figura 2.3, a partire dall'estate 2007, e poi in modo più accentuato dalla fine del 2008, anche le banche europee hanno ristretto l'offerta di credito al settore privato. Questo è stato il canale che ha permesso alla crisi di propagarsi anche in Europa al settore reale, determinando un rapido peggioramento della situazione economica nella maggior parte delle principali economie e un abbassamento dei livelli del commercio internazionale.

Figura 2.3: Prestiti al settore privato

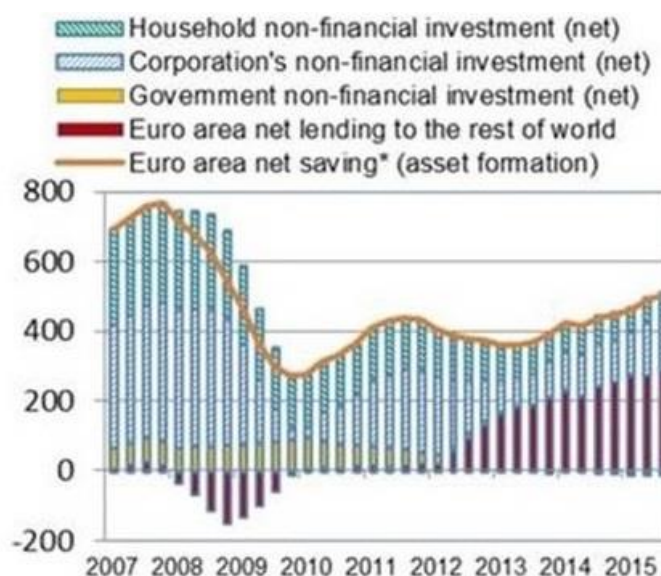
(variazioni percentuali annuali; tasso di crescita sui 3 mesi espresso in ragione d'anno)



Fonte: Galeazzi 2010

Il ricorso al credito è spesso il metodo con cui le aziende, soprattutto quelle di ridotte dimensioni, finanziano i propri investimenti, pertanto, l'inasprimento delle condizioni per la concessione dei prestiti e la riluttanza degli istituti finanziari nello stipularne di nuovi, hanno causato il crollo degli investimenti del settore privato (Blundell-Wignall 2012). Secondo una stima della Banca Centrale Europea, gli investimenti netti non finanziari delle aziende dell'area dell'euro sono diminuiti di oltre 300 miliardi in soli due anni. Anche gli investimenti delle famiglie sono diminuiti, mentre quelli pubblici, intervenuti per fermare la spinta recessiva del settore privato, sono lievemente aumentati durante la prima fase della crisi, anche se, sempre secondo la Banca Centrale Europea, non in maniera sufficiente.

Figura 2.4: Investimenti pubblici e privati e prestiti dell'Eurozona al resto del mondo in miliardi di euro

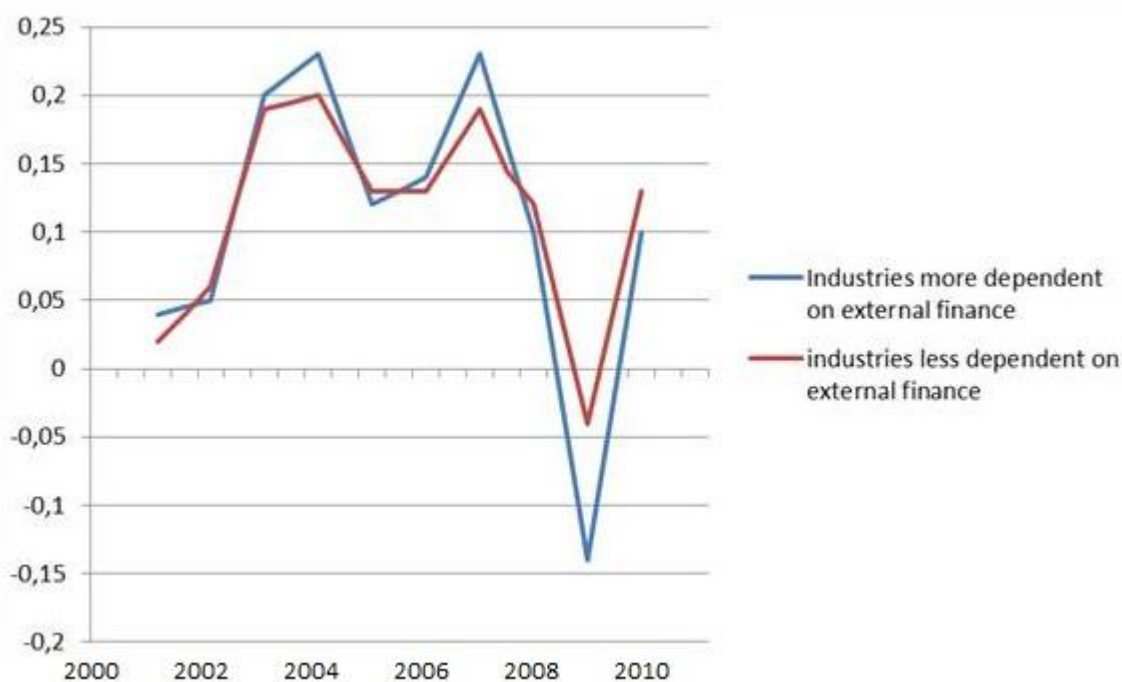


Fonte: BCE 2016

Inoltre, il drastico calo degli investimenti e il propagarsi della crisi dal settore finanziario a quello reale hanno provocato un'importante riduzione della produzione industriale, soprattutto nei settori e nelle imprese più dipendenti dal ricorso al credito e dalle finanze esterne. Nel 2016 gli economisti Moore e Mirzaei dell'Università di Londra, hanno condotto uno studio sull'impatto che la crisi ha avuto sui livelli di output in 82 Paesi, tra cui i principali dell'Eurozona. Utilizzando i dati raccolti dal Database di Statistica Industriale delle Nazioni Unite e alcuni indicatori della Banca Mondiale, hanno creato un modello econometrico per stimare se e quanto la variabile dipendente, ossia la crescita industriale, sia stata influenzata dai tre principali canali di propagazione della crisi, ossia le variazioni del ciclo economico, il calo del commercio internazionale e il collasso di importanti istituzioni

finanziarie. Dopo aver diviso i dati in più periodi temporali grazie all'uso di variabili dummy, Moore e Mirzaei hanno riscontrato che i coefficienti ottenuti sono statisticamente significativi al livello dell'1% e indicano un trend positivo della performance aziendale prima della crisi e negativo dal 2007 in poi, in particolare dopo il fallimento di Lehman Brothers. Inoltre, il valore del coefficiente della variabile dummy che segna l'inizio della crisi è circa -0.2 per tutte le economie dell'eurozona, il che significa che la crisi ha avuto un impatto negativo simile verso tutti gli indicatori di crescita della produzione industriale di questi Paesi. Moore e Mirzaei hanno però scoperto anche che, nonostante tutte le economie fossero state colpite in modo analogo dalla crisi e in particolare dal tracollo del settore finanziario e dalla diminuzione del commercio internazionale, i settori e le imprese più finanziariamente dipendenti da istituzioni esterne, come quelle che per finanziare i propri investimenti facevano ricorso al credito bancario, hanno subito un calo della produzione maggiore.

Figura 2.5: Crescita della produzione industriale 2001-2010

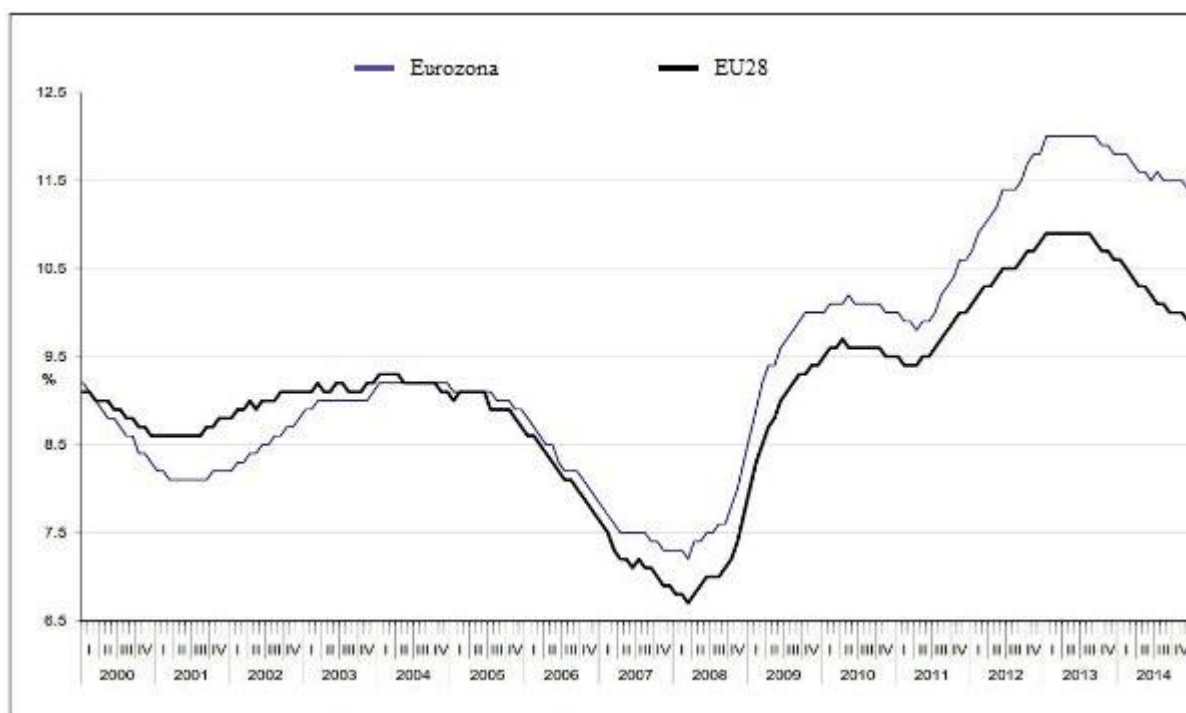


Rielaborazione dei dati di Moore 2016

La difficile reperibilità del credito, il crollo degli investimenti, il calo della produzione e il conseguente fallimento di molte imprese, soprattutto di medie e piccole dimensioni, hanno innescato a loro volta un aumento della disoccupazione e un calo della domanda interna. In particolare, la disoccupazione, che dopo un lieve aumento nei primi anni del nuovo millennio era scesa al 7,1% nell'area dell'euro, è rapidamente risalita nel secondo trimestre del 2008, fino a toccare punte del 10,0% nel 2010 e del 12,2% nel 2014 (Eurostat Statistics). Questi dati

si riferiscono alla media dei livelli di disoccupazione dei Paesi dell'Eurozona, ma, come verrà mostrato nel paragrafo 2.3, anche se il trend è approssimativamente uguale per le diverse economie, ci sono delle differenze importanti tra Paesi, soprattutto nella seconda metà del periodo di crisi.

Figura 2.6: Dati sulla disoccupazione in Europa



Fonte: Eurostat Statistics

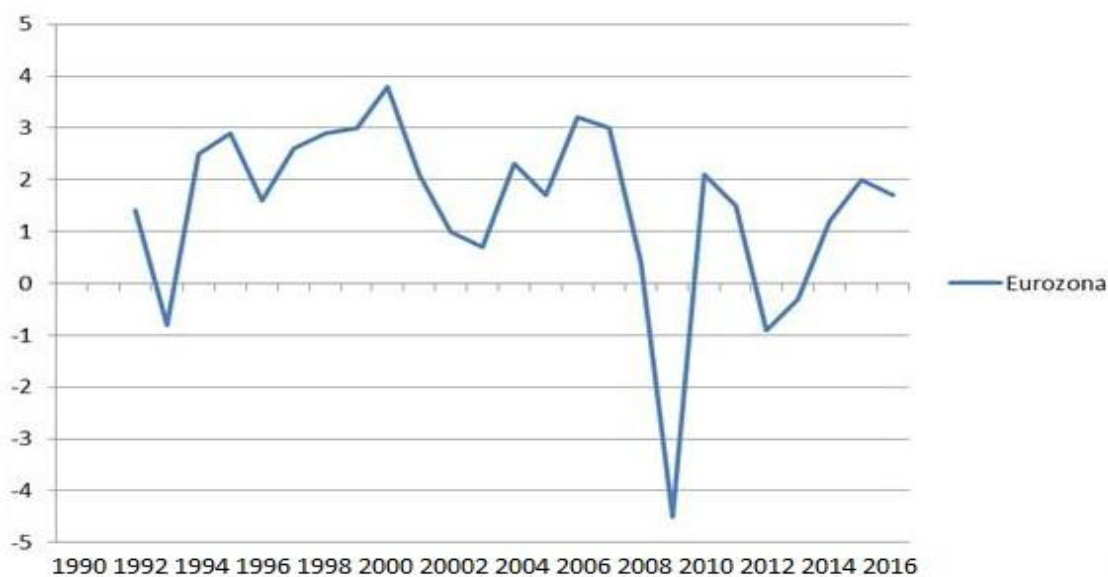
Se però l'origine della recessione e gli effetti sulla produzione, sulla disoccupazione e sugli investimenti descritti per l'area dell'euro sono gli stessi per quasi tutti gli altri Paesi del mondo colpiti dalla crisi, l'Unione Europea, a partire dalla fine del 2009, ha dovuto affrontare un altro particolare problema, ossia gli elevati livelli di indebitamento di alcuni governi, in particolare quelli dei Piigs. Questa crisi è emersa a causa dell'elevata crescita del debito pubblico durante i primi anni di recessione e del conseguente ampliamento dello spread tra i Paesi periferici e la Germania. Lo spread è il divario tra i tassi di interesse che solitamente sono determinati dai mercati, i quali, nei rendimenti dei titoli pubblici, incorporano il "rischio Paese", ossia la probabilità che una Nazione ha di risultare insolvente, che, nel caso dei Paesi europei, comprende anche il rischio che essi escano dall'Unione e ripudino o svalutino il loro debito (Bagnai 2012).

Prima della crisi, come mostrato nella figura 1.5 del primo capitolo, il debito pubblico della maggior parte dei Paesi europei non stava salendo, ma scendendo. Ciò che stava

umentando era il debito privato, il che vuol dire che famiglie e imprese erano finanziariamente esposte e, dopo le turbolenze del 2007 e del 2008, i governi sono dovuti intervenire per evitarne il fallimento. Questo, secondo Alberto Bagnai (2012), è il canale attraverso il quale il debito privato causa l'aumento del debito pubblico. Ciò può avvenire in due modi: in maniera diretta, tramite la ricapitalizzazione delle banche in crisi, e in maniera indiretta, a causa appunto delle difficoltà economiche di famiglie e imprese. Se le banche vengono ricapitalizzate, i loro crediti inesigibili, cioè i debiti di debitori insolventi, vengono sostituiti nei bilanci da soldi pubblici, che, soprattutto in situazioni di crisi, lo Stato ottiene per lo più indebitandosi. Inoltre, quando le imprese e le famiglie falliscono, i governi vedono diminuire le entrate fiscali e aumentare la spesa pubblica, che viene usata per sostenere l'occupazione e garantire redditi a coloro che hanno perso il lavoro. Quando il debito pubblico è elevato, è utile che altri settori dell'economia diminuiscano i loro risparmi spendendo, in modo da permettere ai governi di incrementare i propri. Ma, durante la crisi del debito sovrano, il settore reale non si era ancora ripreso dagli shock precedenti e non è stato in grado di sostenere questa richiesta, anzi, come è stato evidenziato, il debito pubblico di molti Paesi è aumentato proprio per sopperire alle deficienze del settore privato (Blindell-Wgnall 2012).

Tutti questi avvenimenti hanno avuto conseguenze molto evidenti sulla crescita del prodotto interno lordo delle economie europee: il Pil reale dell'Unione, che nel 2005 cresceva ad un tasso del 3%, ha registrato dei tassi di crescita fortemente negativi durante i primi anni di crisi (-4,5% nel 2009) e, dopo una breve risalita, prossimi allo zero nel 2012 (-0,9%) e nel 2013 (-0,3%) (FMI Data Mapper).

Figura 2.7: Crescita del Pil reale nei Paesi dell'area dell'euro



Rielaborazione dei dati di FMI Data Mapper

2.3. Problematiche dei Paesi e diversa reazione alla crisi

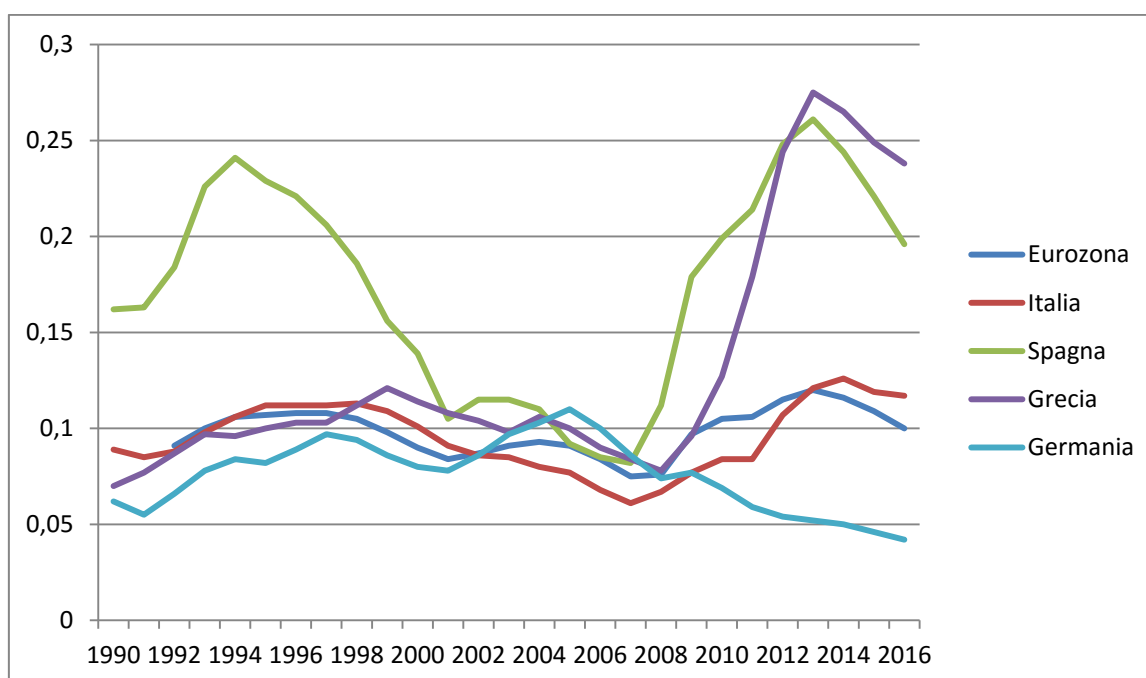
Sebbene l'origine e gli effetti iniziali della crisi finanziaria siano più o meno simili per tutti i Paesi dell'Eurozona, ci sono comunque state delle differenze importanti nel modo in cui essi hanno reagito, nella gravità degli shock che li hanno colpiti e, infine, nella ripresa. Spesso gli studiosi si sono chiesti il perché di questo sviluppo asimmetrico di una crisi che ha avuto per tutte le economie europee la stessa causa: alcuni additano come responsabili i diversi livelli di produttività dei lavoratori, altri pensano che la differente reazione delle Nazioni sia dovuta al diverso percorso di riforme che esse hanno seguito negli anni precedenti la crisi, altri ancora additano la moneta unica, che è un esempio estremo di regime di cambio fisso, come causa delle difficoltà di ripresa di alcune regioni, soprattutto quelle periferiche. A tal proposito così scriveva Adrian Blundell sul periodico dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico durante la crisi del debito sovrano europeo:

“Mentre la crisi finanziaria è di natura globale, l'Unione Europea ha le sue particolari istituzioni, che hanno contribuito ad accentuare la crisi. L'unione monetaria è stata sottoposta a shock reali asimmetrici attraverso la competitività esterna e il commercio. Senza la possibilità di aggiustare il tasso di cambio, queste pressioni si sono diffuse al mercato del lavoro. Questo ha portato alcuni Paesi negli ultimi anni a cercare di alleviarle attraverso delle concessioni fiscali. Il risultante indebitamento è stato esasperato dalla crisi finanziaria e dalla recessione e questo a sua volta ha contribuito a sottolineare l'instabilità finanziaria, il problema maggiore dell'Eurozona.” (Blundell-Wignall 2012)

Differenze importanti si possono riscontrare infatti nei livelli di disoccupazione tra i diversi Paesi dell'Eurozona. In alcuni Stati, come l'Italia, il trend della percentuale di disoccupati segue abbastanza fedelmente quello della media dell'area dell'euro: scende nel primo decennio del 2000 fino al 6,1% nel 2007 e poi, con lo scoppio della crisi, risale fino a toccare l'8,4% nel 2010 e il 12,6% nel 2014 (FMI Data Mapper). In altri Paesi però, il livello di disoccupati si scosta sensibilmente dalla media europea: gli esempi più significativi sono la Spagna, la Grecia e la Germania. In Spagna il tasso di disoccupazione è sempre stato molto alto, arrivando a toccare a metà degli anni Novanta punte del 24,1%. Nonostante ciò però, i governi spagnoli sono riusciti ad abbassarlo drasticamente: all'inizio del 2000 i disoccupati erano circa il 10,5% della forza lavoro e, nel 2007, erano diminuiti di altri 2 punti percentuali. Ma, subito dopo lo scoppio della crisi, la Spagna ha sperimentato un vertiginoso aumento della disoccupazione, che, già nel 2008, era ritornata all'11,2%, crescendo fino al 17,9% nel 2010 e arrivando al 26,1% nel 2013. Dopo questo picco il totale dei disoccupati ha iniziato a scendere, ma nel 2016 era ancora superiore di 9,6 punti percentuali rispetto alla media

dell'Eurozona (FMI Data Mapper). In Grecia invece, il livello di disoccupazione non è mai stato di molto superiore al 10% nel ventennio 1980-2000 e nel 2008, quando alcuni Paesi già registravano un aumento della percentuale di disoccupati, era del 7,8%. Nei due anni successivi è però aumentato fino al 12,7%, iniziando a registrare tassi sempre più alti fino al 27,5% del 2013. Anche la Grecia, come la Spagna, dopo questo episodio ha iniziato a ridurre il proprio tasso di disoccupazione, anche se nel 2016 era comunque al 23,8% del totale della forza lavoro (FMI Data Mapper). In Germania invece la situazione è opposta: dall'inizio della crisi la disoccupazione non è aumentata, ma diminuita. Infatti, dopo una lieve flessione al rialzo di 0,3 punti percentuali nel 2009, nel 2010 era già tornata al 6,9%, arrivando al 5,4% nel 2012 e continuando a scendere fino al 5% nel 2015 e al 4,2% nel 2016.

Figura 2.8: Tassi di disoccupazione in alcuni Paesi dell'Eurozona

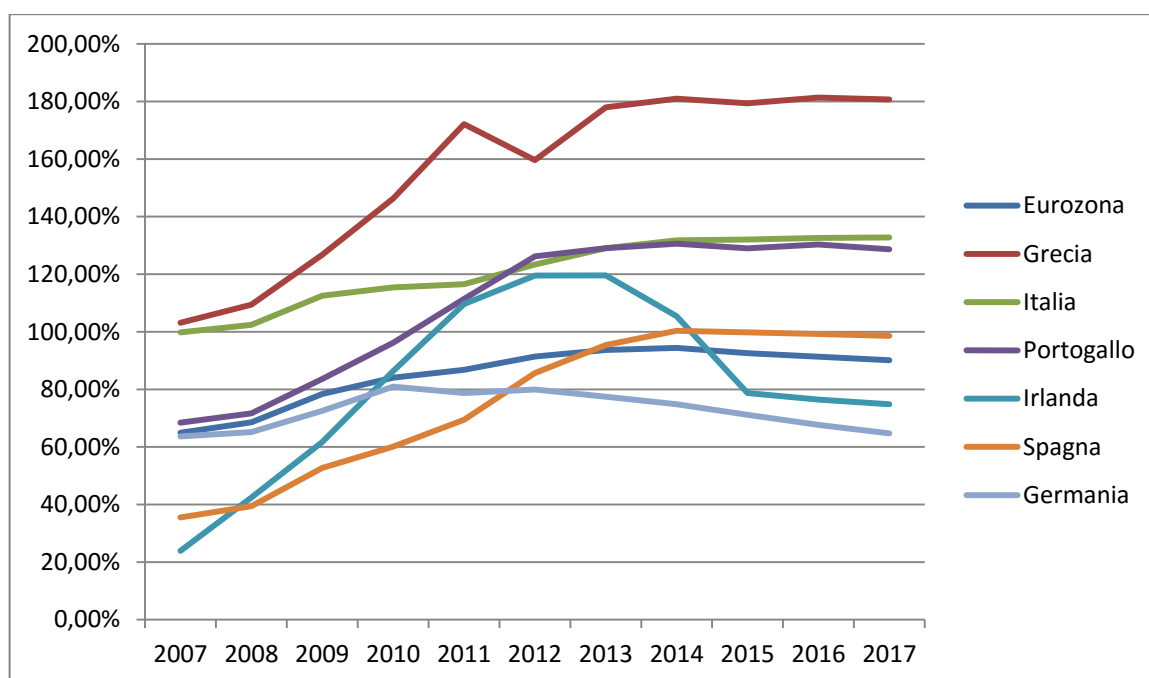


Rielaborazione dei dati di FMI Data Mapper

Anche il prodotto interno lordo e il debito sovrano dei Paesi europei hanno seguito percorsi di crescita differenti, ma, se per quanto riguarda la crescita del Pil, solo la Grecia si è discostata nettamente dalla media dell'area dell'euro registrando tassi di crescita negativi molto maggiori di quelli delle altre principali economie europee, i debiti pubblici di Italia, Portogallo, Irlanda, Spagna e soprattutto Grecia, sono cresciuti di molto durante la crisi, discostandosi in certi casi anche di oltre 80 punti percentuali rispetto alla media dell'Eurozona. Anche a causa del continuo declassamento dei debiti di questi Paesi da parte delle agenzie di rating, i loro rendimenti sono aumentati di molto, arrivando a determinare a

fine 2011 e metà del 2012 una differenza di oltre 500 punti base per l'Italia e di oltre 2000 punti base per la Grecia rispetto ai titoli tedeschi (Eurostat Statistic). Questo continuo innalzamento dei tassi di interesse ha ulteriormente peggiorato la situazione finanziaria dei Paesi periferici, costringendo i governi a pagare interessi sempre più alti per riuscire a piazzare sul mercato i propri titoli. In Germania invece il debito, che già si attestava su valori piuttosto bassi, a partire dal 2010 ha cominciato a scendere, passando dall'80,96% al 64,72% in sette anni (FMI Data Mapper).

Figura 2.8: Debito pubblico in percentuale al Pil di alcuni Paesi dell'Eurozona



Rielaborazione dei dati di FMI Data Mapper

Alcuni studiosi hanno attribuito il migliore andamento dei parametri economici tedeschi alla decentralizzazione della contrattazione salariale a livello aziendale avviata a partire dagli anni '90 e in parte alle riforme "Hartz" del mercato del lavoro dei primi anni 2000. L'autonomia dei sindacati, la possibilità di contrattare gli stipendi non a livello nazionale e per categorie come avviene in altri Paesi come Italia e Francia, ma a livello aziendale e la forte riduzione del numero di lavoratori coperti da accordi sindacali, hanno permesso di aumentare la flessibilità del mercato del lavoro tedesco tramite la riduzione degli stipendi e l'utilizzo di contratti part-time, riducendo in tal modo i costi di produzione e aumentando la competitività dell'economia (Dustmann 2014). Questa teoria è coerente con la citazione riportata a inizio paragrafo di Blundell-Wignall, il quale afferma che nei Paesi dell'Eurozona, a causa dell'impossibilità di ricorrere ad una politica monetaria autonoma e di

utilizzare il tasso di cambio come strumento di aggiustamento, gli shock macroeconomici si diffondono al mercato del lavoro. Le riforme tedesche, volte a dare una maggiore flessibilità alle condizioni dei lavoratori, che è ciò che serve affinché il mercato del lavoro possa concorrere all'aggiustamento dell'economia, hanno infatti aiutato il Paese a gestire le conseguenze della crisi. Questa situazione però, secondo altri economisti, deve essere analizzata criticamente, in quanto non fa altro che evidenziare ulteriormente gli svantaggi di un'unione monetaria, perchè aiuta a comprendere come l'unico modo che un Paese privo della propria valuta nazionale abbia per gestire shock macroeconomici causati da crisi esterne sia quello di intervenire riducendo le tutele dei lavoratori (Bagnai 2012). Lo stesso Marcel Fratzscher, presidente dell'Istituto Economico DIW e consigliere del Ministro tedesco dell'Economia Sigmar Gabriel, racconta nel suo libro intitolato "Verteilungskampf", ossia "Lotta di distribuzione", come molti lavoratori tedeschi, negli ultimi quindici anni, abbiano assistito ad una perdita del potere d'acquisto dei propri salari - la cui crescita è stata limitata - e ad un aumento delle occupazioni precarie o part time. Questo ha causato un allargamento del divario tra lavoratori con redditi elevati e redditi bassi, rendendo la Germania "uno degli Stati più diseguali del mondo industrializzato" e inficiando le possibilità di crescita, l'aumento degli investimenti e la creazione di migliori condizioni di lavoro nel lungo periodo.

Capitolo 3

La politica monetaria europea nel corso della crisi economica e le prospettive dell'Unione Monetaria

3.1. Le diverse fasi degli interventi della Banca Centrale Europea

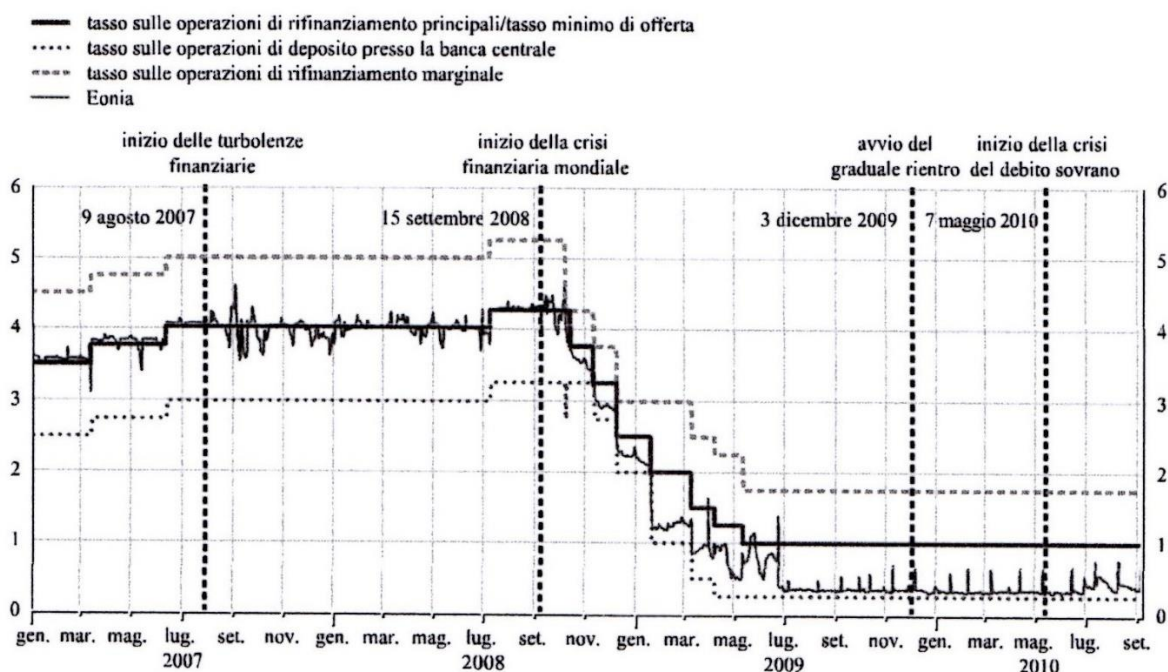
In condizioni normali, cioè durante i periodi in cui nei mercati finanziari non vi sono turbolenze, la Banca Centrale Europea influisce sui tassi di interesse del mercato monetario fornendo liquidità alle banche attraverso operazioni di rifinanziamento che si basano su aste competitive i cui tassi minimi di offerta sono stabiliti in base ad un'analisi della situazione economica e monetaria eseguita dagli organi della banca stessa. Ai tassi di interesse di mercato sono collegati i tassi di interesse al dettaglio, ossia quelli sui depositi e sui prestiti al settore privato, per questo le decisioni della Banca Centrale Europea si trasmettono non solo ai mercati finanziari, ma anche, seppur con uno sfasamento temporale, all'economia reale (Galeazzi 2010). Questa relazione si è potuta osservare fino a metà 2007, ma, successivamente, in un contesto di carente fiducia nel mercato interbancario, la BCE si è trovata ad affrontare una situazione in cui, a causa della scarsità dell'offerta di credito tra i diversi intermediari finanziari, il costo del credito interbancario è aumentato al di sopra del livello previsto dalla politica monetaria. In queste circostanze è presente il rischio di non riuscire più a trasmettere la politica monetaria alle banche e quindi, successivamente, all'economia reale unicamente attraverso le variazioni dei tassi di interesse di riferimento. Per questo motivo, soprattutto a partire dal 2008, la Banca Centrale ha iniziato ad utilizzare strumenti non convenzionali, non solo per mantenere operativo il meccanismo di trasmissione, ma anche per perseguire l'obiettivo della stabilità dei prezzi, minacciati da spinte inflazionistiche nei primi mesi di crisi. Proprio a causa del rischio di innalzamento dei prezzi, a luglio 2008 la BCE ha deciso di innalzare i tassi di interesse di riferimento al 4,25% (Galeazzi 2010). Nonostante un aumento del tasso di interesse possa causare la riduzione dei depositi bancari perché i proprietari dei capitali spostano i loro investimenti verso rendimenti più elevati, questa politica è stata intrapresa comunque, perché, come stabilito dall'articolo 105 del Trattato di Maastricht, l'obiettivo principale della suddetta banca è proprio quello di mantenere la stabilità dei prezzi, mentre le altre necessità, come ad esempio crescita e occupazione, sono considerate secondarie (De Grauwe 2016). Proprio per evitare che l'innalzamento dei tassi di interesse portasse ad un ulteriore restringimento del credito e dopo

l'ulteriore rialzo dei primi al rischio e la paralisi del mercato monetario causata dalla mancanza di fiducia tra gli intermediari finanziari europei, la Banca Centrale ha consentito alle altre banche dell'Eurozona di ottenere la liquidità di cui avevano bisogno, per un totale di 95 miliardi di euro e ha poi proseguito con altre operazioni di rifinanziamento di più lunga durata.

Nell'ottobre del 2008 però, successivamente al fallimento dell'istituzione finanziaria Lehman Brothers, le turbolenze dei mercati finanziari si sono trasformate in una crisi globale e, a causa della trasmissione degli shock all'economia reale e dell'indebolimento delle prospettive di crescita di tutte le economie avanzate, sono venute meno le spinte inflazionistiche che avevano indotto la Banca Centrale Europea ad innalzare i tassi di interesse nei mesi precedenti. Inoltre, i differenziali dei tassi di interesse a breve termine sono aumentati di molto, spingendo le banche a costituire riserve di liquidità e ad inasprire le condizioni di concessione dei prestiti. Per questo motivo la Banca Centrale ha reagito abbassando i tassi di interesse di riferimento inizialmente di 50 punti base e poi ancora nei mesi successivi fino all'1%, per un totale di 325 punti base.

Figura 2.9: I tassi di riferimento della BCE

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: Galeazzi 2010

Oltre ad abbassare i tassi di interesse, la Banca Centrale ha anche dovuto porre in essere alcune strategie di politica monetaria non convenzionale – definite poi come “misure di

maggior sostegno al credito” - perché, come spiegato in precedenza, in situazioni in cui vi sono turbolenze nel mercato finanziario e in quello monetario tanto gravi da limitarne il funzionamento, c'è il rischio che le operazioni di politica monetaria non si riflettano nelle condizioni effettive di questi mercati. Inoltre, eliminato il pericolo inflazionistico che minacciava la stabilità dei prezzi, le istituzioni europee avevano la necessità di garantire finanziamenti alle banche, in modo che esse non restringessero ulteriormente l'offerta di credito al settore privato, che stava iniziando ad avvertire gli effetti degli shock macroeconomici globali. Innanzitutto la Banca Centrale ha continuato a fornire liquidità alle altre banche europee che stavano incontrando problemi di finanziamento a causa della scarsità di fiducia nel mercato interbancario attraverso procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi, il che vuol dire che alle banche veniva aggiudicato, al tasso di interesse fissato e a fronte di garanzie, l'intero ammontare di liquidità richiesta. La Banca Centrale ha poi ampliato la lista di suddette garanzie e ha esteso le controparti ammissibili nelle operazioni di regolamentazione puntuale da 140 a circa 2000 . La risposta ai fabbisogni del mercato tramite la massiccia immissione di liquidità e le operazioni di rifinanziamento ha causato l'abbassamento dei livelli dei tassi di interesse nominali a breve e dei rendimenti nominali a lungo termine, mentre i tassi di interesse reali sono addirittura diventati negativi, favorendo il rallentamento della contrazione della crescita e la stabilizzazione dei mercati (Galeazzi 2010).

Tuttavia, oltre ai problemi causati dalle turbolenze finanziarie dei primi anni di crisi originatesi negli Stati Uniti, la Banca Centrale Europea ha dovuto affrontare anche un problema specifico per l'Eurozona, ossia la crisi del debito sovrano. Come evidenziato nel paragrafo 2.3, i debiti pubblici di alcuni Stati europei erano aumentati di molto e con questi anche i tassi di interesse sui titoli usati per finanziarli, rendendo perciò insostenibile per questi Paesi riuscire a venderli sui mercati internazionali. Inoltre, il settore bancario europeo aveva investito molto nei titoli degli Stati in questione e il rischio di default multipli in un'area di Stati così finanziariamente dipendenti ha indotto la Banca Centrale a lanciare un piano di riacquisto dei titoli di Stato sul mercato secondario, denominato “Security Market Programme”, per un totale di 209 miliardi euro, che ha aiutato i Paesi colpiti dalla crisi del debito sovrano ad arginare i propri costi di rifinanziamento e le banche che non riuscivano a recuperare liquidità a ricapitalizzarsi. Va evidenziato però che il problema dell'esposizione bancaria non riguardava l'Europa in generale, perché le banche dell'eurozona nel loro insieme non possedevano una quantità troppo elevata del debito dei Paesi periferici, ma si trattava piuttosto di un problema che riguardava le banche dei Paesi periferici stessi, che erano molto esposte in quanto possedevano grandi porzioni del debito dei loro Stati. Gli unici Paesi il cui

debito era posseduto per una parte sostanziale dall'Europa nel suo insieme (rispettivamente 19% e 25%) erano Spagna e Italia e questo ha creato un forte rischio di ampliamento dello spread anche per quei Paesi, ossia Germania, Belgio, Lussemburgo, Francia e la stessa Italia che, nello specifico, detenevano le maggiori percentuali di questi debiti (Blundell-Wignall 2012).

Figura 2.10: Percentuale del debito di sei Paesi posseduta dalle banche europee²

Sovereign Exposure to Greece				Sovereign Exposure to Ireland			
Banks	Sov. Exp.€m	Core_Tier_1 €m	%Core Tier 1	Banks	Sov. Exp.€m	Core_Tier_1 €m	%Core Tier 1
GR	48376	22819	212%	IE	12,844	30,626	42%
CY	4,926	3,804	129%	CY	361	3,804	9%
BE	4,267	20,460	21%	PT	547	17,386	3%
PT	1,020	17,386	6%	BE	376	20,460	2%
LU	82	1,480	6%	FI	41	4,945	1%
DE	6,450	120,092	5%	FR	1,144	172,357	1%
FR	7,053	172,357	4%	DE	751	120,092	1%
IT	1,459	93,410	2%	SI	9	1,447	1%
Other	2,659	558,205	0%	Other	1,124	616,078	0%
Total	76,292	1,010,014	8%	Total	17,197	987,196	2%

Sovereign Exposure to Portugal				Sovereign Exposure to Spain			
Banks	Sov. Exp.€m	Core_Tier_1 €m	%Core Tier 1	Banks	Sov. Exp.€m	Core_Tier_1 €m	%Core Tier 1
PT	22,680	17,386	130%	ES	155,175	102,066	152%
BE	1,993	20,460	10%	DE	16,895	120,092	14%
LU	143	1,480	10%	BE	2,605	20,460	13%
DE	3,760	120,092	3%	LU	173	1,480	12%
ES	3,177	102,066	3%	IT	3,529	93,410	4%
FR	2,938	172,357	2%	FR	5,610	172,357	3%
NL	659	73,609	1%	NL	1,238	73,609	2%
GB	1,288	235,367	1%	GB	3,371	235,367	1%
Other	464	213,752	0%	Other	345	168,354	0%
Total	37,113	987,196	4%	Total	188,941	987,196	19%

Sovereign Exposure to Italy				Sovereign Exposure to France			
Banks	Sov. Exp.€m	Core_Tier_1 €m	%Core Tier 1	Banks	Sov. Exp.€m	Core_Tier_1 €m	%Core Tier 1
IT	150,636	93,410	161%	FR	84,207	172,357	49%
LU	1,396	1,480	94%	NL	21,683	73,609	29%
BE	17,409	20,460	85%	SI	268	1,447	19%
DE	26,259	120,092	22%	CY	493	3,804	13%
FR	30,775	172,357	18%	DE	15,471	120,092	13%
PT	959	17,386	6%	BE	2,194	20,460	11%
AT	1,050	19,402	5%	GB	20,251	235,367	9%
ES	5,344	102,066	5%	SE	2,379	46,290	5%
Other	9,886	440,542	2%	Other	3,190	313,769	1%
Total	243,715	987,196	25%	Total	150,136	987,196	15%

Fonte: Blundell-Wignall 2012

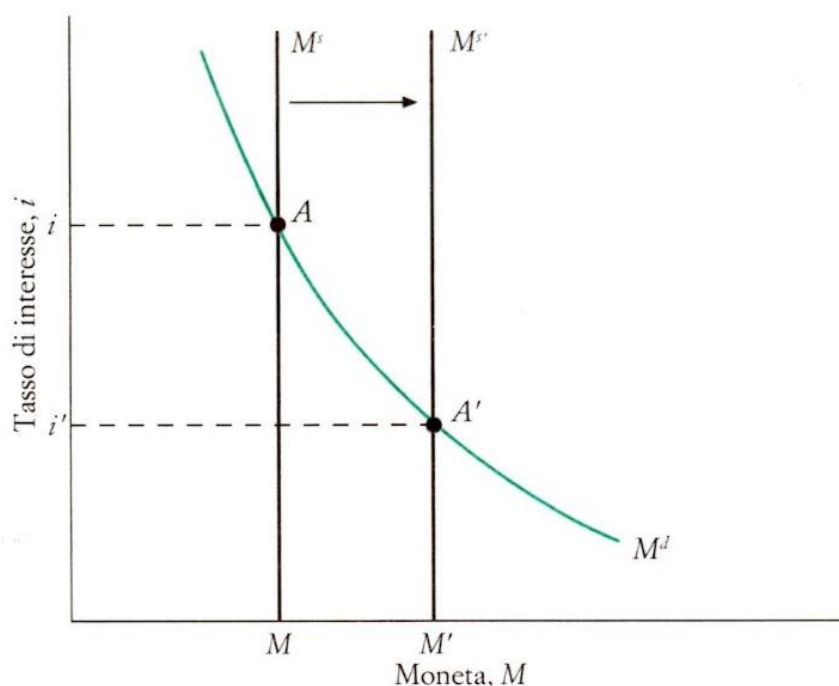
Tuttavia, il “Security Market Programme” era un programma temporaneo con risorse limitate, così, nel settembre del 2012, la Banca Centrale Europea ha annunciato e poi attuato

² I dati sono espressi in milioni di euro e sono aggiornati a dicembre 2011. I dati dell'esposizione greca per il debito greco si basano invece sullo stress test di agosto 2011.

un nuovo programma, denominato “Outright Monetary Transactions”, che prevedeva lo stanziamento di risorse illimitate per acquistare i titoli di Stato dei Paesi che avevano difficoltà a rifinanziarsi sul mercato internazionale e che già avevano preso parte al precedente piano di acquisto, a fronte di garanzie quali l’impegno dei governi degli Stati beneficiari ad attuare programmi di riforme di aggiustamento dei fondamentali macroeconomici. (Direzione Generale Comunicazione della BCE 2012). Il principale obiettivo di questo programma era quello di permettere la corretta trasmissione della politica monetaria, fortemente influenzata dalla circolazione dei titoli di Stato, ma era retto anche dalla consapevolezza che la crisi del debito sovrano era stata aggravata anche dalla mancanza di una politica di bilancio comune a tutta l’Eurozona (Galeazzi 2010). Inoltre va evidenziato che l’attuazione di questo piano di acquisto ha comportato alcuni rischi per la Banca Centrale, la quale, per evitare di scoraggiare gli investimenti di altri acquirenti, ha deciso di acquistare i titoli di Stato alle stesse condizioni degli investitori privati, vincolo che avrebbe potuto procurare ingenti perdite in caso di default di uno o più Stati facenti parte del programma (Bardy 2012). Tuttavia va sottolineato anche che inizialmente non è stato specificato quali dovessero essere esattamente le misure di aggiustamento sopracitate che gli Stati dovevano fornire come garanzia e che, quando poi sono state definite e messe in atto, non sempre hanno favorito la ripresa delle economie coinvolte (Bagnai 2012 e Moschella 2017).

Oltre a queste misure, il 22 gennaio 2015, la Banca Centrale ha annunciato un nuovo programma, denominato “Quantitative Easing”, che consisteva nell’acquisto di titoli di Stato e di altre attività finanziarie per un totale di 60 miliardi di euro da marzo 2015 a settembre 2016 (Kojien 2017). La necessità che ha fatto scaturire la decisione di varare questo nuovo piano di acquisto era quella di fronteggiare la stagnazione e la deflazione che rischiavano di innescare una nuova recessione nei Paesi dell’area dell’euro. Gli acquisti della Banca Centrale e quindi l’immissione di liquidità nel mercato monetario, avrebbero infatti dovuto abbassare ulteriormente i tassi di interesse, in modo da incoraggiare gli investimenti da parte di famiglie e imprese e quindi i consumi, spingendo così al rialzo i prezzi. Ciò si verifica perché, secondo la relazione di equilibrio dei mercati finanziari, il tasso di interesse deve essere tale da indurre gli individui a detenere una quantità di moneta pari all’offerta di moneta, perciò, quando la Banca Centrale aumenta l’offerta di moneta tramite un intervento espansivo di mercato aperto – qual è l’acquisto di titoli – il tasso di interesse deve diminuire, in modo da far aumentare la domanda di moneta.

Figura 2.11: Effetti dell'aumento dell'offerta di moneta sul tasso di interesse



Fonte: Blanchard 2014

Questo si verifica a patto che non ci si trovi nella cosiddetta “trappola della liquidità”, ossia la situazione in cui i tassi di interesse nominali sono prossimi allo zero: in questa circostanza un'espansione monetaria può risultare inefficace. Nell'area dell'euro i tassi di interesse sono ai minimi storici ed è forse per questo che non è ancora stato raggiunto il livello di inflazione obiettivo, ossia di poco inferiore al 2%, anche se è molto difficile stabilire l'effettiva efficacia di politiche monetarie come il Quantitative Easing perché anche altri fattori influenzano l'economia reale (Thornton 2017). Comunque il programma, che inizialmente doveva durare solo fino a settembre 2016, è stato esteso fino a marzo 2017 per un totale di 80 miliardi e successivamente per altri 60 miliardi fino a dicembre dello stesso anno (Kojen 2017). Lo stesso Presidente della Banca Centrale Europea Mario Draghi ha confermato in un'intervista a Carlo Musilli del 20 luglio 2017 che l'inflazione non è ancora al livello desiderato e che, nonostante ci siano segni di ripresa della crescita del Pil, degli investimenti e dei consumi, sono ancora presenti rischi per quanto riguarda la redditività e l'occupazione, per questo la BCE è pronta ad estendere le operazioni di acquisto anche oltre la fine dell'anno se necessario.

3.2. Un confronto con la Federal Reserve e gli Stati Uniti d'America

Anche la Federal Reserve, come la Banca Centrale Europea, per rispondere agli shock della recente crisi economico-finanziaria, ha attuato politiche monetarie non convenzionali, tra le quali il Quantitative Easing. Il programma riguardava l'acquisto su larga scala di titoli di debito governativi e di altre istituzioni finanziarie e di titoli garantiti da ipoteca, con l'obiettivo di ridurre i tassi di interesse di lungo termine per incrementare la domanda, la produzione industriale e l'occupazione. A differenza della BCE però, che ha annunciato l'attuazione di misure di Quantitative Easing solo a gennaio 2015, la Banca Centrale Statunitense le ha poste in essere sin dall'inizio della crisi, tanto che già a marzo 2009 si parlava di estendere ulteriormente il programma con l'acquisto di 1,75 trilioni di titoli di debito, titoli garantiti da ipoteca e titoli del Tesoro a lunga scadenza (Thornton 2017).

Stimare gli effetti delle politiche di Quantitative Easing e capire se hanno effettivamente ridotto i tassi di interesse di lungo termine non è semplice, perché, come in Europa, anche negli Stati Uniti ci sono altri fattori che possono influenzare i loro valori. Per superare questo problema alcuni ricercatori hanno preso in considerazione un elevato numero di dati sui tassi di interesse durante un breve lasso di tempo precedente e successivo ai momenti in cui la Federal Reserve ha annunciato l'attuazione delle politiche di mercato. Anche se questi studi non hanno preso in considerazione la natura permanente o meno degli annunci fatti dalla Banca Centrale, che è un elemento importante per quanto riguarda la reazione dell'economia reale alle politiche di Quantitative Easing, hanno comunque contribuito a creare un ampio consenso sul fatto che queste politiche abbiano effettivamente ridotto i tassi di interesse di lungo termine. Uno di questi però, condotto da Daniel L. Thornton e pubblicato sul "Journal of Macroeconomics", si discosta dall'interpretazione generale dei dati riguardante la riduzione o l'aumento dei tassi di interesse di lungo termine dopo gli annunci delle operazioni di mercato aperto. Lo studio di Thornton prende in considerazione gli effetti di alcuni dei 53 comunicati fatti dalla Federal Reserve da novembre 2008 a settembre 2011 - comprendenti anche annunci dell'attuazione di politiche di Quantitative Easing - sui tassi di interesse dei titoli del Tesoro con scadenza a dieci anni e su alcuni tipi di obbligazioni societarie.

Tabella 3.1: Cambiamenti dei tassi di interesse sulle obbligazioni e i titoli del Tesoro nei giorni degli annunci della Federal Reserve

Annunci			
Date	T10	Aaa	Baa
25/11/2008	-0.24	-0.17	-0.09
01/12/2008	-0.21	-0.25	-0.19
16/12/2008	-0.16	-0.13	-0.15
28/01/2009	0.12	0.15	0.14
18/03/2009	-0.51	-0.24	-0.23
29/04/2009	0.07	-0.04	0
24/06/2009	0.07	0.06	0.06
12/08/2009	0.01	0.09	0.1
23/09/2009	-0.02	-0.01	-0.02
04/11/2009	0.07	0.08	0.09
16/12/2009	0.01	-0.03	-0.02
27/01/2010	0.01	-0.02	-0.01
16/03/2010	-0.05	-0.05	-0.06
28/04/2010	0.09	0.09	0.08
23/06/2010	-0.05	0	-0.04
10/08/2010	-0.07	0.02	0.03
27/08/2010	0.16	0.17	0.17
21/09/2010	-0.11	-0.02	-0.08
15/10/2010	0.07	0.09	0.1
03/11/2010	0.04	0.12	0.12
14/12/2010	0.2	0.16	0.15
26/01/2011	0.1	0.14	0.12
15/03/2011	-0.03	-0.02	0
27/04/2011	0.05	0.07	0.05
02/06/2011	0.08	0.11	0.1
09/08/2011	-0.2	-0.09	-0.07
26/08/2011	-0.04	-0.06	-0.04
21/09/2011	-0.07	-0.01	-0.16

Fonte: Thornton 2017

I dati riportati nella tabella si riferiscono sia ad annunci di acquisto sia ad annunci di vendita di titoli ed obbligazioni da parte della Banca Centrale Statunitense (i dati sulle operazioni di vendita sono riportati in carattere italics). L'acquisto di titoli, essendo un'operazione espansiva di mercato aperto, dovrebbe far diminuire i tassi di interesse, mentre la vendita dovrebbe farli aumentare. Non solo non tutti i dati ottenuti da Thornton sono congruenti con questa ipotesi, ma, secondo il ricercatore, anche seguendo la metodologia di stimare le reazioni dei tassi di interesse nei momenti di poco precedenti e di poco successivi agli annunci di politica monetaria, non possono essere eliminate alcune distorsioni nei risultati per due motivi: il primo è che inizialmente il mercato potrebbe reagire in maniera esagerata e poi correggere l'andamento nel resto della giornata e il secondo è che nei comunicati della Federal Reserve sono rilasciate anche altre informazioni che potrebbero influenzare l'andamento dei parametri considerati. Quindi, per poter essere annoverato tra le prove dell'efficacia delle misure di Quantitative Easing, l'effetto sui tassi di interesse dovuto ad un annuncio di politica monetaria non solo deve essere statisticamente significativo, ma deve anche essere causato da un comunicato che contiene esclusivamente notizie su questo tipo di misure. Nello studio sopracitato solo gli effetti causati dall'annuncio del 18 marzo 2009 hanno queste caratteristiche, perciò, secondo Thornton, non solo questa tipologia di studi non può essere citata come prova dell'efficacia del Quantitative Easing, ma la sua stessa efficacia nei recenti anni di crisi economico-finanziaria rimane una questione aperta.

Attualmente la Federal Reserve ha annunciato di voler ridurre le operazioni di acquisto dei titoli di Stato e dei titoli garantiti da ipoteca per un totale di dieci miliardi, ma sembra anche che nel medio periodo sia comunque intenzionata ad allentare la stretta monetaria. Per questo motivo è molto probabile un aumento dei tassi di interesse nell'immediato futuro, ma nel lungo periodo è previsto un nuovo minimo, perché, secondo il presidente Janet Yellen, bisognerà affrontare un nuovo indebolimento della domanda aggregata mondiale, causato dalla bassa crescita della produttività e dall'invecchiamento della popolazione. Non è comunque da escludere che in futuro, anche in considerazione delle stime di bassa inflazione, le cui previsioni rimangono immutate all'1,6% per fine anno ma si modificano al ribasso – dal 2% all'1.9% - per l'anno prossimo, la Federal Reserve ricomincerà ad attuare una politica più accomodante anche nel breve periodo. La Yellen ha infatti annunciato anche che la Federal Reserve è pronta ad abbassare i tetti appena introdotti sulla riduzione degli acquisti dei titoli qualora la situazione economica richiedesse di riportare nuovamente i tassi di interesse ad un livello vicino allo zero. C'è infatti la probabilità che la bassa dinamica dei prezzi non sia un fenomeno temporaneo e per questo la Banca Centrale Statunitense, come quella Europea, non vuole rischiare di non riuscire ad affrontare l'inatteso rallentamento dell'inflazione a causa di

una politica monetaria non abbastanza accomodante o addirittura troppo restrittiva (Sorrentino 2017).

3.3. Il futuro dell'Unione Monetaria Europea e le ipotesi in campo

Durante gli ultimi anni di crisi, molti economisti e uomini politici hanno parlato dei possibili scenari futuri che si potrebbero realizzare nell'Eurozona nei prossimi anni. Anche se già prima degli avvenimenti di quest'ultimo decennio erano state mosse delle critiche nei confronti della moneta unica, ultimamente si è assistito ad un intensificarsi delle voci contrarie al disegno europeo, anche se, in risposta, sono pervenute altrettante dichiarazioni di sostegno all'euro, sia dal punto di vista economico, sia dal punto di vista prettamente politico, in considerazione del fatto che esso non sia un fine, ma uno strumento utile per raggiungere altri scopi, come ad esempio l'integrazione degli Stati. Impossibile non menzionare a tal proposito il famoso discorso del Cancelliere tedesco Angela Merkel, che, davanti al Bundestag, ha affermato: "L'euro è il garante dell'Europa unita, se cade l'euro, cade tutta l'Unione" aggiungendo che la crisi, in particolare quella del debito sovrano, è il risultato di decenni di politiche sbagliate. Queste dichiarazioni non sono però condivise dall'unanimità degli economisti, ce ne sono alcuni infatti, che nel muovere critiche verso il disegno della moneta unica, non considerano solo i recenti fatti e la crisi economico-finanziaria, ma chiamano in causa lo stesso trattato costitutivo dell'Eurozona e gli assetti istituzionali che la definiscono e la regolano:

“Il difettoso assetto istituzionale è stato inserito nel Trattato di Maastricht del 1992 con le sue restrizioni sul deficit del governo e un tetto sul rapporto tra il debito pubblico e il Pil. Sottolineare questo esprimeva la convinzione che la stabilità economica significasse bassa inflazione e che la chiave per la bassa inflazione fossero i bassi prestiti governativi. Il difetto in questo disegno istituzionale è il divieto per la Banca Centrale di comprare i titoli governativi sul mercato primario (l'articolo 123 del Trattato proibisce l'acquisto da parte della Banca Centrale dei titoli direttamente dai governi). (...) L'inadeguatezza dell'assetto istituzionale è ormai abbastanza ovvia e ampiamente nota. L'Eurozona ha una Banca Centrale senza un governo, un governo senza banche centrali e delle banche senza un effettivo prestatore di ultima istanza (per i motivi sopracitati ndr). (...) Le inefficienze dell'assetto di Maastricht sono evidenti nella presente situazione nella richiesta di mantenere il rapporto debito/Pil entro il tetto stabilito. Questo significa che tutti i governi sono costretti a gestire eccedenze fiscali fino a che il loro rapporto debito/Pil non rientri sotto il tetto. Le eccedenze fiscali sicuramente causeranno una riduzione del prodotto interno lordo, a meno che non siano compensate da eccedenze nel

commercio o investimenti privati. Nel frattempo gli investimenti del settore privato stanno crollando, aggravando la deflazione dell'Eurozona.” (Toporowski 2013)

Queste parole sono state scritte nel 2013, all'interno di uno studio che analizzava le problematiche economiche dell'Eurozona e ipotizzava delle strategie di dissoluzione o di sopravvivenza della stessa, ma, ancora oggi, in una situazione in cui - sebbene la disoccupazione e il debito sovrano di molti Paesi si siano ridotti - l'inflazione attesa è più bassa delle aspettative e la crescita non è ancora tornata ai livelli pre-crisi (FMI Data Mapper), sono utili per comprendere un possibile punto di partenza per riflettere sui probabili prossimi passi da compiere. Attualmente infatti, il percorso che si prospetta per l'Eurozona può essere metaforicamente ed efficacemente rappresentato da una strada, quella percorsa finora, che conduce ad un bivio bidirezionale: una direzione porta ad una maggiore o addirittura completa integrazione economica e politica, l'altra alla dissoluzione della moneta unica. Entrambe le vie sono state ampiamente vagliate dagli economisti negli ultimi anni: alcuni si sono concentrati su cosa la Banca Centrale potrebbe fare per salvaguardare l'unità della moneta unica e sulle possibili soluzioni al disallineamento tra la politica monetaria, che è sovranazionale, e quella fiscale, che rimane ancora in mano ai governi degli Stati; altri si sono focalizzati sulle possibili strategie di exit che interessano particolarmente i Paesi periferici che sembrano essere stati svantaggiati maggiormente dall'introduzione di un'unica valuta (Bagnai 2012).

Adrian Blundell-Wignall, nel suo studio intitolato “Solving the Financial and Sovereign Debt Crisis in Europe”, dopo aver analizzato alcune fasi della crisi economico-finanziaria europea e le politiche che la Banca Centrale ha messo in atto per risolverla, si è concentrato sulle possibili strategie da realizzare per evitare la frammentazione dell'Eurozona. Blundell infatti ipotizza che i Paesi periferici, soprattutto a causa della difficile solvibilità della recente crisi, aggravata da quella del debito sovrano che li ha interessati maggiormente, potrebbero essere costretti a ritornare alle loro valute o che i Paesi più grandi, come la Germania, potrebbero scegliere volontariamente di lasciare l'Eurozona. Se questo accadesse le diverse Nazioni avrebbero nuovamente il vantaggio di poter sfruttare il tasso di cambio come strumento di aggiustamento per ritrovare la competitività e i governi potrebbero monetizzare il proprio debito, trasformando il rischio di credito sui titoli di Stato in rischio di inflazione, che può essere meglio gestito dal mercato (Blundell-Wignall 2012) o almeno potrebbero ricominciare ad attuare politiche monetarie adatte alle proprie peculiari esigenze in termini di struttura finanziaria, posizione creditoria/debitoria, e altri parametri come i tassi di interesse e il livello di inflazione, cosa che attualmente non è possibile a causa della natura indipendente e sovranazionale della Banca Centrale Europea (Wolf 2016). Le eventuali uscite

però causerebbero il rischio di una troppo elevata inflazione in alcuni Paesi e creerebbero incertezza sulla continuità e la soluzione dei contratti stipulati in euro e il rischio di abbandono a catena del resto dei Paesi eventualmente ancora facenti parte dell'Unione Monetaria, che amplificherebbe gli effetti negativi appena citati (Blundell-Wignall 2012). Per questo l'economista australiano suggerisce alcune possibili riforme strutturali necessarie per mantenere l'unità dell'Eurozona, come ad esempio delle strategie per implementare la crescita e per risolvere le incompatibilità croniche che affliggono i diversi Paesi. Innanzitutto, per favorire la crescita sono necessarie riforme del mercato del lavoro per incrementarne la flessibilità e ridurre il costo del fattore di produzione umano in modo da aumentare la competitività dell'economia, ma queste riforme sono rischiose sia dal punto di vista politico, in quanto incontrano l'ostilità delle classi lavoratrici, sia dal punto di vista economico, perché, com'è stato evidenziato nel paragrafo 2.3, rischiano di aumentare le disuguaglianze tra le diverse fasce di reddito e di danneggiare la domanda interna e la stessa crescita nel lungo periodo. Inoltre le istituzioni europee dovrebbero tenere in considerazione il fatto che attualmente l'inflazione non è il rischio maggiore, ma che invece lo è la deflazione, e quindi la Banca Centrale dovrebbe continuare a supportare la ripresa con politiche monetarie espansive, come quelle di Quantitative Easing. Infine, si dovrebbe valutare la possibilità di cancellare una parte del debito sovrano di alcuni Paesi, come la Grecia, per i quali è irragionevole pensare che possano ridurlo semplicemente attraverso il taglio della spesa pubblica e le riforme fiscali (Blundell-Wignall 2012).

Jordi Galí e Tommaso Monacelli hanno affrontato il problema della politica fiscale in un'unione monetaria in cui, in presenza di shock idiosincratichi, non essendoci la possibilità di ricorrere ad aggiustamenti del cambio nominale, dovrebbe essere giustificato l'uso della politica fiscale come strumento di stabilizzazione che permetta ai governi di spendere non solo secondo criteri di efficienza nella fornitura di beni pubblici, ma anche secondo criteri di efficacia nel sostentamento del settore privato (Galí 2008). Un'altra funzione che potrebbe assumere la politica fiscale è quella di essere usata come strumento di assicurazione, anche se questo genererebbe un conflitto tra quest'ultimo ruolo e quello di aggiustamento sopradescritto (Galí 2008). Infatti, com'è già stato evidenziato nel paragrafo 1.2, per formare un sistema assicurativo pubblico che permetta la redistribuzione delle risorse dalle regioni in espansione a quelle in recessione e che quindi aiuti a distribuire i costi degli shock asimmetrici e a stabilizzare i livelli di consumo in tutta l'area valutaria, occorrerebbe centralizzare quote consistenti se non l'intero ammontare dei bilanci nazionali a livello europeo (De grauwe 2016).

Altri economisti invece, come il professore e ricercatore Alberto Bagnai e il professore Luigi Zingales, si sono focalizzati sulle possibili strategie di uscita di alcuni Paesi dall'Unione Monetaria Europea, in quanto fortemente convinti dell'inesistenza dei presupposti strutturali necessari all'introduzione di una moneta unica in Europa. In particolare Alberto Bagnai, nel suo libro "Il tramonto dell'euro" pubblicato da Imprimatur editore prima nel 2012 e poi nel 2014, ha ripreso il lavoro dell'economista argentino Roberto Frenkel sulle conseguenze per i Paesi "deboli" che ancorano la loro valuta ad una più forte, riadattandolo al caso europeo e in particolare a quello italiano ed elaborando alcune possibili strategie di abbandono dell'Unione Monetaria Europea per alcune Nazioni. Nonostante sarebbe opportuno trattare separatamente la questione, a causa della sua complessità e della molteplicità degli ambiti e delle complicazioni che chiama in causa, è interessante riportare almeno le considerazioni fatte sulla solvibilità dei debiti, sul mantenimento del potere d'acquisto e sui tassi di interesse per il caso relativo alla possibilità dello Stato Italiano di recuperare la propria sovranità monetaria. In quanto Stato sovrano, l'Italia applica ai rapporti contrattuali il principio della "lex monetae", le cui conseguenze sono regolate da alcuni articoli del Codice Civile. L'articolo 1277, che si applicherebbe nel caso in cui l'euro non avesse più corso legale in nessuno dei Paesi dell'Eurozona al momento della soluzione dei contratti, stabilisce che i pagamenti andrebbero fatti con la nuova moneta avente corso legale, in base al tasso di cambio stabilito con l'euro al momento dell'uscita. L'articolo 1278 regola invece i rapporti nel caso in cui solamente lo Stato Italiano decidesse di adottare una nuova valuta. In questo caso sarebbe il debitore a decidere se pagare in euro o nella nuova valuta avente corso legale in Italia, al tasso di cambio corrente alla scadenza. Questi due articoli però, si applicano solamente in assenza di Leggi Speciali, previste dall'articolo 1281, che potrebbero stabilire anche per il caso di applicazione dell'articolo 1278, che i rapporti di debito e di credito che ricadono sotto la giurisdizione italiana vengano regolati al tasso di cambio fissato al momento dell'uscita e non a quello vigente al momento della scadenza del rapporto. Questa deroga eviterebbe ai debitori italiani, ad esempio ai detentori di mutui verso banche nazionali o filiali di banche estere sul territorio nazionale, di venire danneggiati dalla svalutazione in cui molto probabilmente incorrerebbe la nuova moneta. Queste disposizioni si applicano non solo ai debiti del settore privato, ma anche al debito pubblico, governato anch'esso dalle leggi nazionali. In questo caso però bisogna prendere in considerazione il fatto che una parte del debito sovrano italiano sia detenuta da cittadini e istituzioni estere, che verrebbero danneggiate da un'eventuale svalutazione della nuova valuta. Una situazione simile si è però già verificata nel 2008, in seguito alla svalutazione della Sterlina del 13% in termini effettivi, ma ciò non ha causato né un aumento eccessivo dei tassi di interesse, né una successiva difficoltà per il Governo inglese

di finanziare il proprio debito. Così è stato perché i creditori si aspettano sempre la possibilità di una svalutazione, che viene incorporata sotto forma di premio al rischio all'interno del tasso di interesse, operazione che viene già ragionevolmente messa in atto anche per quanto riguarda i tassi di interesse sui titoli di Stato italiani, in previsione anche dell'eventualità che l'Italia esca dall'Unione Monetaria Europea. Inoltre, tornando a considerare i debiti del settore privato, è lecito aspettarsi che i tassi di interesse sui mutui non aumenterebbero di molto in seguito ad un abbandono unilaterale dall'Eurozona, perché essi sono agganciati all'indice Euribor, riferito alla media di un elevato numero di tassi interbancari europei. Per concludere, è giusto considerare anche la possibile perdita di potere d'acquisto nella quale incorrerebbero i consumatori italiani, che però, in riferimento al mercato nazionale, sarebbe rappresentata non dalla svalutazione del nuovo conio rispetto alle valute estere, ma dall'inflazione, che, secondo la maggior parte degli studi, tra i quali quelli condotti da Bank Of America, dovrebbe essere piuttosto contenuta (Bagnai 2012).

Conclusioni

In questo testo si è partiti da un'analisi generale dei costi e dei benefici in cui può incorrere qualsiasi Paese che decida, insieme ad altri, di formare un'unione monetaria. È stata poi esposta la Teoria delle Aree Valutarie di Robert Mundell che elenca le caratteristiche che un'economia dovrebbe avere affinché i costi della sua entrata in un'unione monetaria risultino minimi. Questi concetti sono stati poi applicati, analizzando anche studi e dati empirici raccolti prima e dopo l'introduzione dell'euro, al caso particolare dell'Eurozona. Innanzitutto è stato mostrato come, nella stima dei benefici principali della moneta unica, l'evidenza empirica sia piuttosto controversa. Se infatti c'è stato un risparmio sulle commissioni sulle operazioni di cambio stimato tra i 13 e 20 miliardi di euro l'anno, la convergenza dei prezzi non si è verificata. Secondo De Grauwe e Alberto Bagnai le differenze tra i vari Stati sono ancora piuttosto ampie e questo ha provocato anche uno squilibrio finanziario, in particolare nei Paesi periferici che hanno visto aumentare, nel decennio pre-crisi, il proprio debito privato con l'estero. Inoltre, questi Stati sono quelli che hanno percepito maggiormente lo svantaggio principale dell'adozione di una moneta comune, cioè la perdita della possibilità di attuare politiche monetarie nazionali, perché, secondo Nick Chamie e Valentyna Ozimkovska, essi vengono colpiti da shock macroeconomici asimmetrici rispetto a quelli che colpiscono i Paesi centrali e per questo sopportano un costo maggiore per l'impossibilità di utilizzare il tasso di cambio come strumento di aggiustamento. Infine non vi è evidenza che, dopo l'introduzione dell'euro, ci sia stata una crescita maggiore del PIL in seguito alla diminuzione dei tassi di interesse.

Nel secondo capitolo, dopo la descrizione dell'origine della crisi economico-finanziaria dell'ultimo decennio e della sua diffusione a tutti gli altri mercati finanziari del resto del mondo, è stato descritto l'impatto che essa ha avuto sulle economie dell'area dell'euro. In Europa, come nel resto dei Paesi colpiti dalla crisi, il crollo delle transazioni interbancarie e il restringimento del credito hanno fortemente danneggiato l'economia reale, determinando un calo importante degli investimenti privati e della produzione e un aumento della disoccupazione. L'Eurozona però, ha dovuto affrontare anche un ulteriore problema, cioè la crisi del debito sovrano, causata dall'eccessivo indebitamento pubblico di alcuni Paesi, cresciuto durante i primi anni di crisi per sostenere famiglie e imprese in difficoltà. Inoltre, è stato evidenziato come, nonostante la crisi abbia avuto la stessa origine e inizialmente abbia colpito in modo analogo tutti i Paesi dell'area dell'euro, alcuni di essi abbiano mostrato andamenti diversi anche per altri indicatori, come la disoccupazione. In particolare sono stati

esaminati i dati di Spagna, Grecia, Italia e Germania, ma, mentre i primi tre Paesi si sono distinti per un più elevato livello del debito pubblico e/o della disoccupazione, l'ultima ha mostrato un calo di entrambi i parametri. Secondo alcuni studiosi, come il professor Christian Dustmann, la Germania è infatti riuscita ad affrontare la crisi anche grazie alle riforme strutturali fatte nei decenni precedenti e volte ad incrementare la flessibilità del mercato del lavoro al fine di mantenere competitività sul mercato internazionale. Ma, secondo altri, tra cui Marcel Fratzscher, consigliere del Ministro tedesco dell'Economia Sigmar Gabriel, questo fatto dev'essere anche analizzato criticamente, in quanto non solo la flessibilità al ribasso dei salari rischia di creare disuguaglianze tra le fasce sociali e di inficiare le possibilità di crescita di lungo periodo, ma evidenzia anche ulteriormente uno degli svantaggi principali di appartenere ad un'unione monetaria, ossia quello di non disporre più della flessibilità del cambio come strumento di aggiustamento.

Infine, sono state descritte le operazioni di politica monetaria convenzionali e non convenzionali messe in atto dalla Banca Centrale Europea durante la crisi, quali le operazioni di rifinanziamento degli istituti finanziari per evitare un ulteriore restringimento dell'offerta di credito e per abbassare i tassi di interesse, l'estensione delle garanzie che essi potevano fornire in cambio della liquidità richiesta, i programmi di acquisto dei titoli di Stato dei Paesi che avevano difficoltà a rifinanziarsi sul mercato internazionale e le misure di Quantitative Easing, ossia di acquisto di titoli di Stato e di attività finanziarie del settore bancario. Anche la Federal Reserve, già nei primi anni di crisi, aveva posto in essere tali misure per acquistare titoli del Tesoro e titoli garantiti da ipoteca. È emerso però che in entrambi i casi è difficile stabilire se il Quantitative Easing sia stato effettivamente efficace. Nell'Eurozona infatti nel 2015 i tassi di interesse erano già a livelli molto bassi e non è stato raggiunto il livello di inflazione desiderato; negli Stati Uniti invece, come mostra Thornton in uno studio sul *Journal of Macroeconomics*, i tassi si sono effettivamente abbassati, ma è difficile capire se ciò sia avvenuto solo a causa delle misure di Quantitative Easing. Va evidenziato però che, in entrambi i casi, dall'inizio delle politiche di allentamento è stato registrato un aumento della domanda reale.

Per concludere, sono state esposte le riflessioni e le proposte di diversi economisti sul futuro dell'Eurozona, sia nell'ipotesi che essa rimanga unita, sia nell'ipotesi che alcuni Stati decidano di uscire. Albert Blundell-Wignall ha suggerito alcune riforme strutturali che i Paesi e la Banca Centrale dovrebbero mettere in atto per mantenere intatta l'unione, come quelle per favorire la crescita tramite politiche monetarie espansive e la cancellazione di una parte del debito dei Paesi per i quali le condizioni economiche non permettono di ridurlo unicamente attraverso tagli alla spesa pubblica e maggiori entrate fiscali. Galí e Monacelli si sono invece

concentrati sul disallineamento tra politica fiscale e monetaria, ma non hanno trovato una soluzione univoca al problema, in quanto, affinché la politica fiscale venga usata come strumento di assicurazione che permetta la redistribuzione delle risorse tra le regioni dell'Unione, i bilanci nazionali dovrebbero essere centralizzati a livello europeo, cosa che non permetterebbe ai governi di usare la politica fiscale come strumento di stabilizzazione nazionale non solo secondo criteri di efficienza nella fornitura di beni e servizi, ma anche per sostenere il settore privato. Infine, Bagnai e Zingales si sono focalizzati sulle strategie di exit per alcuni Paesi. Fortemente convinto dell'inesistenza dei presupposti strutturali necessari per minimizzare i costi di un'unione monetaria in Europa, Alberto Bagnai ha infatti analizzato le criticità e le opportunità che incontrerebbe l'Italia in un eventuale processo di uscita. A fine del terzo capitolo di questo testo ne è stata ripresa la parte riguardante l'estinzione dei debiti pubblici e privati italiani ed è stato mostrato come, nonostante sia indubbio che la nuova moneta si potrebbe svalutare nei confronti dell'euro, sia comunque possibile estinguere i debiti in valuta nazionale al tasso di cambio accordato all'uscita dall'Unione e non alla scadenza del prestito, evitando così di dover sopportare una perdita causata dal minor valore del nuovo conio.

Bibliografia

- ABBASSI, P., e LINZERT, T., 2012. The effectiveness of monetary policy in steering money market rates during the financial crisis. *Journal of Macroeconomics* 34 (2012) 945–954.
- BAGNAI, A., 2012. *Il Tramonto dell'Euro*. Nona Ristampa. Reggio Emilia: Imprimatur Editore.
- BARDY, R., 27 marzo 2012. Le Mécanisme européen de stabilité. *Ministero dell'Economia e Finanza, dell'Azione e delle Competenze Pubbliche del Governo Francese* (online). Disponibile su: <https://www.economie.gouv.fr/mecanisme-europeen-stabilite>
- BINI SMAGHI, L., 16 ottobre 2009. *La crisi finanziaria: sfide e risposte* (online). Banca Centrale Europea. Disponibile su: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp091016_2.it.html
- BLANCHARD, O., AMIGHINI, A., e GIAVAZZI, F., 2014. *Macroeconomia, una prospettiva europea*. Nuova Edizione. Milano: Il Mulino.
- BLUNDELL-WIGNALL, A., 2012. Solving the financial and sovereign debt crisis in Europe. *OECD Journal: Financial Market Trends*. 2001(2), 201-224.
- CHAMIE, N., DESERRES, A., e LALONDE, R., 1994. *Optimum currency areas and shock asymmetry. A comparison of Europe and the United States* (online). International Department Bank of Canada. Working Paper 94-1.
- DE GRAWUE, P., 2016. *Economia dell'unione monetaria*. Ottava Edizione. Bologna: Il Mulino.
- DIREZIONE GENERALE COMUNICAZIONI, 2016. Euro area economic and financial developments by institutional sector: 3rd Quarter 2015. *Bollettino mensile BCE*. 1-8
- DIREZIONE GENERALE COMUNICAZIONI. 2012. Technical features of Outright Monetary Transactions. *Comunicato Stampa Banca Centrale Europea*. Disponibile su: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html
- DUSTMANN, C., FITZENBERGER, B., SCHONBERG, U., e SPITZ-OENER, A., 2014. From Sick Man of Europe to Economic Superstar: Germany's Resurgent Economy. *Journal of Economic Perspectives*. 28(1), 167-188
- FIASCHI, D., GIANMOENA, L., e PARENTI, A., 2017. Asymmetric macroeconomic volatility in European regions. *Spatial Economic Analysis*. 12(2-3), 251-278.
- FRATZSCHER, M., 2014. *Verteilungskampf*. Prima edizione. Monaco di Baviera: Hanser.
- GALEAZZI, G., 2010. La risposta della BCE alla crisi finanziaria. *Bollettino mensile BCE*.

- 61-78.
- GALÌ, G., e MONACELLI, T., 2008. Optimal monetary and fiscal policy in a currency union. *Journal of International Economics* 76 (2008) 116–132.
- KOIJEN, R. S. J., KOULISCHER, F., NGUYEN, B., e YOGO, M., 2017. Euro-Area Quantitative Easing and Portfolio Rebalancing. *American Economic Review: Papers & Proceedings*. 107(5), 621–627.
- MOORE T. e MIRZAEI A., 2016. The impact of the global financial crisis on industry growth. *The Manchester School* 84(2), 159-180
- MORANA, C., 2016. *Macroeconomic and Financial Effects of Oil Price Shocks: Evidence for the Euro Area* (online). Department of Economics, Management and Statistics, University of Milan – Bicocca. No. 330. Disponibile su:
<http://dems.unimib.it/repec/pdf/mibwpaper330.pdf>
- MOSCHELLA, M., 2017. Italy and the Fiscal Compact: Why does a country commit to permanent austerity?. *Rivista Italiana di Scienza Politica*. 47(2), 205-225.
- MUSILLI, C., 20 luglio 2017. Draghi: "Qe oltre il 2017 se serve. La crescita è solida, ma l'inflazione non basta". *First online*. Disponibile su:
<http://firstonline.info/News/2017/07/20/draghi-qe-oltre-il-2017-se-serve-la-crescita-e-solida-ma-linflazione-non-basta-/NjFfMjAxNy0wNy0yMF9GT0w>
- OZIMKOVSKA, V., 2016. Volatility of industrial production growth and characteristics of optimal currency areas in EU-12 countries. *International Economics and Economic Policy*. 13(4), 563–591.
- SORRENTINO, R., 20 settembre 2017. La Fed inizia a smontare il Qe e cambia traguardo sui tassi. *Il Sole 24 Ore* (online). Disponibile su:
<http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2017-09-20/la-fed-riduce-bilancio-e-cambia-traguardo-tassi-193105.shtml?uuid=AEEBvmWC>
- THORNTON, D. L., 2017. Effectiveness of QE: An assessment of event-study evidence. *Journal of Macroeconomics*. 52, 56-74.
- TOPOROWSKI, J., 2013. International credit, financial integration and the euro. *Cambridge Journal of Economics*. 37(3), 571-584.
- WOLF, M., 12 maggio 2016. È la Germania il più grande problema dell'Eurozona. *Il Sole 24 Ore* (online). Disponibile su:
<http://www.ilsole24ore.com/art/economia/2016-05-11/e-germania-piu-grande-problema-eurozona-175512.shtml?uuid=ADaFUtF>

Ringraziamenti

Innanzitutto vorrei ringraziare la mia relatrice, la Professoressa Donata Favaro, per l'assistenza che mi ha gentilmente offerto durante la fase di ricerca delle fonti e durante la stesura di questa tesi, per il tempo che ha dedicato a correggerla e per suggerire i vari miglioramenti e per la disponibilità che ha sempre dimostrato nel rispondere alle mie domande, ma soprattutto perché mi ha aiutato a sviluppare e ad approfondire un argomento e le sue implicazioni a cui da tempo ero interessata.

Poi vorrei ringraziare la mia famiglia, in particolare i miei genitori che mi hanno sempre spinto ad andare avanti negli studi, mia sorella con la quale ho un rapporto speciale e che mi ha sempre aiutato quando ne ho avuto bisogno, i miei nonni materni, che, come secondi angeli custodi, non mi hanno mai fatto mancare il loro sostegno, e i miei nonni paterni, che, anche da lontano, si sono sempre interessati al mio percorso di studi.

Inoltre vorrei ringraziare il mio fidanzato, che in quest'ultimo anno ha sempre ascoltato le preoccupazioni e gioito per i successi del mio percorso universitario, e tutti coloro che mi hanno permesso di intraprendere questo percorso di studi, non da ultime tutte quelle persone che nel nostro Paese si adoperano per far sì che esso possa continuare a vantare le più antiche, e a mio avviso valide, Università.

Infine vorrei ringraziare Colui che più di tutti ha reso possibile il raggiungimento di questo traguardo, perché ha completato e ha dato senso all'impegno che ho sempre messo in tutte le tappe del mio percorso universitario.