

Dipartimento: Impresa e Management.

Cattedra: Prospettive macroeconomiche globali.

## **Crisi nell'Eurozona, politiche e regole per la stabilità di un'unione monetaria.**

RELATORE:

Prof. Giovanni Ferri.

CANDIDATO:

Daniele Lozzi

Matricola 645121

CORRELATORE:

Prof.ssa Gloria Bartoli.

ANNO ACCADEMICO 2012/2013

# INDICE

## INTRODUZIONE

### **CAP 1 Origini e cause della crisi dell'Eurozona.**

#### **1.1 La Teoria delle aree valutarie ottimali, presupposti per la stabilità dell'euro.**

- 1.1.1 Shock asimmetrici, meccanismi di riequilibrio ed efficacia delle politiche monetarie.
- 1.1.2 L'assicurazione contro gli shock asimmetrici.
- 1.1.3 Relazione tra unione monetaria e andamento economico dei paesi.
- 1.1.4 Differenze tra le nazioni di un'unione monetaria e loro impatto nel sistema.
- 1.1.5 Conclusioni: Sostenibilità di un'unione monetaria.

#### **1.2 La recessione del 2009, lo shock che ha messo in discussione l'euro.**

- 1.2.1 Il contagio della crisi sub-prime.
- 1.2.2 Effetti sull'economia reale europea, l'input per la crisi del debito sovrano.
- 1.2.3 Conclusioni: il rischio sovrano dell'area euro.

### **CAP 2 La crisi sovrana e le risposte delle istituzioni europee.**

#### **2.1 L'evoluzione della crisi nei Paesi "periferici" europei.**

- 2.1.1 Il deficit di *current account* in Grecia e Portogallo.
- 2.1.2 La bolla immobiliare in Irlanda e Spagna.
- 2.1.3 La crisi del debito pubblico italiano.
- 2.1.4 Il caso Cipro.

#### **2.2 L'Europa e la risoluzione della crisi.**

- 2.2.1 Il piano di salvataggio e la creazione di fondi europei per la stabilità.
- 2.2.2 Meccanismi di ristrutturazione del debito in Europa: "l'*haircut*" greco.
- 2.2.3 Il ruolo della BCE nella risoluzione della crisi: le politiche monetarie non convenzionali

### **CAP 3 Unione bancaria e vigilanza del sistema finanziario.**

#### **3.1 L'unione bancaria.**

- 3.1.1 Il legame tra stato e banche all'interno di un'unione monetaria.
- 3.1.2 I requisiti fondamentali di un'unione bancaria.
- 3.1.3 Il trasferimento della funzione di vigilanza bancaria alla BCE.
- 3.1.4 Alcune considerazioni ed evidenze empiriche riguardo alla vigilanza finanziaria.

## CONCLUSIONI

## BIBLIOGRAFIA

## INTRODUZIONE

L'obiettivo di questo lavoro da un lato è quello di analizzare i motivi e le cause della recente crisi del debito sovrano nell'Eurozona, dall'altro è quello di definire le azioni migliori che i policy maker europei, soprattutto in ambito di regolamentazione, dovranno effettuare in relazione alla risoluzione e prevenzione di crisi sistemiche. Per quanto riguarda il primo obiettivo, esso viene perseguito

adottando due approcci: uno più teorico, e l'altro legato ad evidenze empiriche. In particolare il primo approccio è adottato nel 1° Capitolo, dove si utilizza la Teoria delle Aree Valutarie Ottimali per identificare ex-ante i problemi dell'euro, dalla sua adozione. Il secondo approccio che viene adottato nel 2° capitolo, utilizza invece dei dati analitici per estrapolare i motivi macroeconomici che hanno scatenato la crisi. Vedremo come questi siano effettivamente legati alle problematiche sollevate dall' O.C.A. In particolare si è cercato di dimostrare che, se degli stati formano un'unione monetaria, la moneta unica diviene vantaggiosa per gli stessi solo se quest'ultima è accompagnata anche dalla convergenza di tutte le altre politiche economiche nazionali. Se così non fosse, eventuali shock esterni potrebbero colpire gli stati membri dell'unione in maniera diversa, generando squilibri. Il secondo obiettivo, ossia quello di valutare l'impatto delle risposte di politica economica, anche qui, viene affrontato principalmente nell'ottica della necessità di meccanismi credibili di integrazione, con la convinzione che soluzioni di breve periodo, abbiano solo l'effetto di “mitigare” gli shock negativi ma non di eliminarli. Perciò l'ultima parte, il cap 3, cerca di confermare il bisogno dell'adozione di un processo di convergenza (soprattutto in ambito finanziario e fiscale), argomentando i modi migliori per effettuare questo processo.

In particolare, l'unione bancaria, rappresenta un passo importante verso questo cammino, ma affinché espliciti efficacemente la sua finalità è importante che la sua costruzione tenga conto delle più recenti problematiche sollevate dalla crisi finanziaria globale.

# CAP 1

## Origine e cause della crisi dell'Eurozona.

### 1.1 La teoria delle aree valutarie ottimali, presupposti per la stabilità dell'euro.

La teoria economica delle aree valutarie ottimali di Mundell (1961), McKinnon (1963) e Kenen (1969) fondamentalmente, cerca di rispondere al seguente quesito: una nazione, aumenta il proprio benessere quando abolisce l'uso della propria valuta e adotta quella di un'area valutaria?

Dei 17 paesi facenti parte dell'eurozona, prima della crisi, quasi la totalità di questi ultimi poteva rispondere positivamente alla domanda posta da Mundell e dai suoi colleghi.

La crisi attuale dell'Eurozona ha però introdotto un nuovo quesito: la crescita e lo sviluppo sperimentato dalle nazioni che hanno aderito all'euro è sostenibile dalla sola moneta unica e per un lungo periodo?

Per rispondere a queste domande dobbiamo analizzare sistematicamente i costi e i benefici economici di avere una moneta unica.

L'analisi fin qui svolta riguardo alla teoria delle aree valutarie ottimali, porta a delle conclusioni meno pessimistiche riguardo alla sostenibilità di un'unione monetaria. In particolare, il rischio implicito che una nazione assume per la partecipazione in un'unione monetaria sembra meno rilevante rispetto a quanto sostenuto dalla teoria di Mundell e McKinnon. Questo fondamentalmente per due ragioni. Primo: l'abilità del tasso di cambio nominale nell'assorbire shock asimmetrici, è più debole rispetto a quanto la teoria delle aree valutarie ottimali di ispirazione Keynesiana vuol far credere. Infatti movimenti del tasso di cambio nominale, non hanno effetti permanenti sul reddito nazionale e sull'occupazione. Secondo, i paesi che mantengono la politica monetaria indipendente, hanno spesso sperimentato che, movimenti del tasso di cambio, possono diventare una fonte di disturbi macroeconomici, invece che essere strumenti per la stabilizzazione dell'economia.

Contrariamente, a quanto sostenuto in passato, il tasso di cambio, non è uno strumento che le

autorità possono usare frequentemente e senza costi.

Nonostante questa critica, il cuore della teoria delle aree valutarie ottimali, è tutt' altro che confutato. Ci sono importanti differenze tra le nazioni che non scompaiono in un' unione monetaria.

La maggior parte di queste, hanno un' origine politica e istituzionale. Le nazioni che ad oggi fanno parte dell' Eurozona, mantengono le loro peculiarità nazionali. Il mercato del lavoro continua ad essere caratterizzato da un diverso sistema nazionale di contrattazione del lavoro. Il sistema legale non è identico, questo crea differenze nel funzionamento del mercato finanziario. Ma soprattutto, i governi degli stati membri dell' unione, usano differenti sistemi fiscali e seguono una diversa politica di spesa pubblica. L' Unione Europea, ha cancellato alcune di queste differenze ma certamente non tutte. Le rimanenti, come vedremo nel prossimo paragrafo, hanno portato all' amplificazione degli effetti della crisi finanziaria globale del 2007, minando la sostenibilità dell' euro. Perciò è necessario che il processo di unificazione politica sia completato al più presto. Questo ridurrebbe le idiosincrasie nazionali, e quindi, il verificarsi di shock asimmetrici che hanno origine politica o istituzionale.

## **1.2 La recessione del 2009, lo shock che ha messo in discussione**

### **l'Unione Monetaria Europea.**

Nel paragrafo precedente, abbiamo analizzato come, in caso di shock asimmetrici, l' impossibilità di operare manovre sul tasso di cambio o di attuare politiche di credito espansive e di monetizzazione, possa minare le finanze pubbliche di un paese, con conseguenze pesanti sul debito sovrano. La teoria delle aree valutarie ottimali spesso fa riferimento, agli shock negativi, come a cambiamenti nelle preferenze dei consumatori, che generano riduzione della domanda aggregata, provocando una riduzione del prodotto interno lordo. Quello che si è verificato in Europa e nel resto del mondo nel 2009 (fig. 2.1) è proprio questo, ossia una contrazione economica di grandi proporzioni che come vedremo in seguito ha gettato la base per il verificarsi di futuri squilibri che hanno poi portato alla più recente crisi dell' euro. In particolare proprio le differenze viste riguardo ai diversi sistemi bancari, tassi di crescita, competitività e diversi livelli di debito pubblico, hanno fatto sì che, uno stesso input negativo,

si propagasse in maniera differente nei diversi paesi della zona euro.

Ma prima di analizzare nello specifico come i vari paesi siano stati colpiti dalla contrazione economica, spiegheremo brevemente le cause che l' hanno determinata.

Cercheremo adesso di capire come perdite relativamente contenute sul mercato dei sub-prime abbiano provocato una crisi così severa e globale, che si è propagata in tutto il mondo gettando le basi per l' attuale crisi della zona euro. Innanzitutto è necessario identificare le condizioni iniziali a causa delle quali è maturata la crisi.

A mio avviso sono due:

1. L' instabilità del modello OTD e il boom creditizio “irresponsabile”.
2. Leva finanziaria troppo alta dovuta ad una sottostima del rischio e l' opacità di alcuni strumenti derivati contenuti fuori bilancio.

Vediamo il primo punto. Il presupposto per una bolla immobiliare, è sempre un clima euforico di grande aspettative di crescita, coadiuvato da un basso tasso di interesse per stimolare gli investimenti. Consumatori e imprese aumentano l' indebitamento, la richiesta di beni mobili e immobili cresce facendo aumentare i prezzi, che tramite il meccanismo del “Balance sheet channel”<sup>1</sup> porta ad un aumento ancora maggiore dell' indebitamento.

Le banche commerciali avrebbero comunque dovuto razionalizzare la crescente domanda di credito a secondo delle reali possibilità di insolvenza e dei rischi impliciti, a prescindere dalla garanzia. La possibilità di cedere il rischio a prezzi sbagliati<sup>2</sup> ha incentivato la creazione di un modello nel quale i mutui erano erogati per poi essere subito ceduti. In un modello stabile come quello “Originate To Hold” (OTH) la banca commerciale ha incentivo ad effettuare operazione di screening (ex ante seleziona i suoi debitori in base alla loro solvibilità) e di monitoring (ex post controlla che il prestito venga utilizzato per l' investimento concordato), poiché il credito che detiene verso imprese e/o famiglie rimane nel suo attivo fino a scadenza.

---

<sup>1</sup> Questo meccanismo collega l' ampiezza del premio per il rischio al patrimonio netto del debitore, con la conseguenza che maggiore diventa il P.N del debitore maggiore sarà la possibilità di indebitamento.

<sup>2</sup> R.Bookstaber (2009). Alcuni autori sostengono che la complessità di alcuni strumenti finanziari, di per se non è causa della crisi, piuttosto la complessità porta ad una più difficile determinazione dei prezzi efficienti, dovuta a comportamenti non razionali di alcuni operatori economici inesperti.

Il rischio di insolvenza viene sostenuto per intero.

Nel caso in cui, grazie ai processi di cartolarizzazione e alla presenza di altri operatori specializzati, la banca commerciale che emette il mutuo decide di cederlo, trasferendo il rischio, gli incentivi ad effettuare operazioni di screening e di monitoring scompaiono, alimentando anzi la possibilità che la banca contragga più mutui ma di bassa qualità.

Era quindi chiaro a tutti l'esistenza di mutui erogati a soggetti insolventi. Ma allora perché gli operatori hanno continuato a comprarli, contribuendo alla loro diffusione nel sistema?

Risponderemo a questa domanda durante l'analisi dei successivi punti, ma sicuramente l'aspettativa di crescita del prezzo della garanzia collaterale è stata determinante. In particolare il "B.S.C" gioca un ruolo perverso nell'alimentare questo circolo vizioso. Infatti generalmente la concessione di credito, dovrebbe guardare principalmente alla capacità di rimborso (in termini di flussi reddituali)

e solo in un secondo momento alla garanzia (in termini di patrimonio, in questo caso immobiliare), cosicché nel caso in cui i flussi reddituali manchino anche se coperto da una buona garanzia patrimoniale, il credito comunque non dovrebbe essere concesso. Il diverso grado di liquidità di questi due fattori (reddito/immobili) è stato determinante nel momento in cui i prezzi delle case sono scesi ed il loro smobilizzo da parte delle banche ha causato comunque perdite elevatissime. Per questo, a mio avviso, la crescente offerta di credito delle banche commerciali, giustificata dall'aumento del prezzo della garanzia collaterale rappresentata dagli immobili è stata a dir poco "irresponsabile".

La seconda condizione iniziale che ha contribuito allo scoppio della crisi riguarda l'errata stima del rischio di alcuni strumenti come i C.D.O. Nel processo di cartolarizzazione gli Special Purpose Vehicle (S.P.V), emettono obbligazioni Mortgage Backed Securities (M.B.S) garantite da un pool di mutui acquistati dalle banche commerciali che li hanno emessi. I cash flow delle M.B.S dipendono direttamente dai cash flow dei mutui originali.

Le M.B.S a sua volta possono essere vendute ad un'altra società veicolo che le scompone in tranche, finanziando il loro acquisto dell'MBS emettendo obbligazioni C.D.O (Collateralized Debt Obligation) il cui cash flow è proprio una tranche del M.B.S primario. Tranche di classe *High grade* percepiscono rendimenti inferiori rispetto alle tranche *mezzanine* ma vengono aggredite solo quando i default sulle garanzie collaterali superano il valore delle tranche

*mezzanine*. Queste ultime al contrario, sono le prime ad essere colpite in caso di default ma percepiscono rendimenti superiori.

Attraverso l'attività di *tranching* è possibile quindi creare prodotti finanziari strutturati, la cui rischiosità è inferiore alla media degli assets cartolarizzati (vedi area rossa). Perciò tranche mezzanine AAA sono percepite (erroneamente) dagli investitori come titoli *risk free* ma garantiscono rendimenti più alti rispetto ad altri titoli *risk free* come i *Treasury bond* americani. In questo le agenzie di rating hanno avuto un ruolo determinante. Ci sono molte teorie<sup>3</sup> che attribuiscono l'errata attribuzione del rischio (e quindi del prezzo) di questi strumenti alle agenzie di rating. Secondo la mia opinione l'ipotesi ottimistica di bassa correlazione tra i subprime è stata quella più rilevante. Infatti come già dimostrato in passato, con il fallimento di LTCM, i modelli matematico-finanziari non sono costruiti per essere utilizzati in momenti di crisi, ma per il monitoraggio dei rischi in condizioni di mercato normali. La corsa al ribasso provocata dalle *fire sales* durante lo tsunami finanziario, rompe qualsiasi relazione che si è manifestata nei mercati fino a quel momento. In tempi di crisi le correlazioni tra titoli differenti mutano e possono diventare addirittura positive. Così che scompare quella che è l'assunzione base sulla quale sono costruiti i principali meccanismi di differenziazione del rischio nella gestione di portafogli: la stabilità delle correlazioni. Conseguentemente la stabilità della stima del rischio è compromessa. Inoltre la stima del rischio risulta compromessa anche quando la complessità di alcuni strumenti si trasforma in "opacità". Con questo intendo dire che, molti istituti finanziari, per detenere un minor patrimonio di vigilanza imposto dalla regolamentazione, creavano degli artifici contabili, in modo da iscrivere la loro esposizione a strumenti finanziari molto rischiosi, come i C.D.S, fuori bilancio<sup>4</sup>.

In questo modo il mercato, da un lato non riusciva a stimare il rischio di alcuni strumenti dall'altro non riusciva più a distinguere quali fossero le banche prive di *assets* "tossici" dalle altre, generando un clima di panico e sfiducia senza precedenti.

In generale comunque le condizioni iniziali, di eccessiva e "irresponsabile" offerta di credito, e di sottostima del rischio, non avrebbero avuto delle ripercussioni mondiali se non ci fossero stati dei meccanismi amplificatori.

I principali meccanismi amplificatori sono stati:

---

<sup>3</sup> P.Bolton, X.Freixas e J.Shapiro (2009) e E.Benmelech, J.Dlugosz (2009).

<sup>4</sup> Le banche potevano ridurre il capitale richiesto spostando le attività nei



### 1. *Funding and Market liquidity*

### 2. *Liquidity crunch.*

### 3. *Effetto network*

La *funding liquidity* esprime la facilità con cui è possibile raccogliere fondi sul mercato finanziario. La *market liquidity* invece esprime la facilità con cui è possibile vendere un asset al suo valore nominale. L'incremento dei default sui mutui subprime, il loro successivo downgrade, nonché le asimmetrie informative tra investitori esperti ed inesperti (questi ultimi non avendo conoscenza degli strumenti finanziari decidono di venderli alle prime preoccupazioni), contribuiscono a svalutare l'attivo delle banche. Con la svalutazione dell'attivo la capacità di raccogliere fondi si riduce (*Funding liquidity*↓); perciò le banche non possono più finanziare parte dell'attivo e sono costrette a dismetterlo sottocosto (*firesales*) questo però contribuisce solamente a far scendere ancora di più i prezzi di tutte le azioni e obbligazioni in circolazione sul mercato (*Market Liquidity*↓) innescando una spirale che porta al crash del mercato azionario.

Il *liquidity crunch* riguarda la riluttanza delle banche a concedere liquidità agli altri intermediari. Anche le banche non colpite dalla crisi, non prestano liquidità alle altre banche in difficoltà, oltre che per sfiducia generale nella solvibilità della controparte, anche perché il costo della liquidità in quel momento era in crescita, e perciò ricomprarla in un secondo tempo era sconveniente. (vedi andamento ted spread in fig.2.4). L'ultimo meccanismo amplificatore è sicuramente l'interconnessione dei sistemi bancari e la globalizzazione della finanza. Se da un lato questo accresce l'efficienza del sistema in momenti di stabilità, è ovvio che rotture nel sistema in piccoli segmenti, possono essere rapidamente divulgate anche ad altri tramite l'"effetto network". Oltre che a contagiare il sistema bancario con *assets* "tossici" (V. Northern rock) l'interconnessione del sistema bancario, soprattutto dopo il fallimento di Lehman Brothers, costrinse infatti gli intermediari a detenere sempre più liquidità nel timore che i loro debitori fallissero.

Analizzate le condizioni iniziali che hanno provocato i primi effetti negativi, e i suddetti meccanismi che li hanno amplificati, è utile capire come evitare tramite alcune politiche

---

"structured investment vehicles" (SIVs). Nel 2006, per esempio, il valore delle attività detenute fuori bilancio di Citigroup eccedevano di 18 miliardi di dollari rispetto a quelle iscritte in bilancio.

economiche, il riverificarsi nel futuro di queste condizioni. Questo perché, anche se le politiche di risoluzione della crisi bancaria hanno assicurato che i meccanismi amplificatori limitassero il loro effetto tramite iniezioni di liquidità, allargamento della garanzia sui prestiti dello stato anche ad asset non convenzionali, credit easing e ricapitalizzazione, tutto ciò ha portato perdite per il sistema fiscale. Perciò è necessario che l' utilizzo della cartolarizzazione e degli strumenti derivati che ne scaturiscono, sia regolamentati in un duplice senso. Da un lato e' necessario che le esposizioni a questi tipi di strumenti siano limitati in una certa percentuale dell' attivo e siano obbligatoriamente inseriti in bilancio per tutti gli operatori finanziari. Dall' altro lato è necessario che la regolamentazione, tramite il patrimonio di vigilanza, sia meno stringente, in modo da non incentivare artifici contabili che spostino attività fuori bilancio. Anche il livello di leva finanziaria dovrebbe essere regolato con la fissazione di soglie massime.

Il problema è che anche se viene introdotta una nuova regolamentazione, non dobbiamo illuderci che il rischio sistematico sia comunque eliminato.

La regolamentazione non sarà perfetta e rincorrerà sempre l' innovazione finanziaria. Nel tempo ci saranno sempre cicli in cui il rischio sarà sottostimato. Il compito maggiore della regolamentazione è quello di monitorare e reagire nel momento in cui questo rischio sistematico aumenta in maniera ciclica. Questo può essere fatto in due modi: raccogliendo informazioni sul livello della rischiosità del sistema<sup>5</sup> e implementando delle procedure automatiche di controllo che ristabiliscano dei livelli minimi di capitalizzazione, quando gli indici del rischio superano delle soglie predeterminate.

---

<sup>5</sup> Determinando per esempio la distribuzione delle posizioni di C.D.S tra investitori e tra paesi.

## **CAP 2**

### **La crisi sovrana e le risposte delle istituzioni europee.**

#### **2.1 L'evoluzione della crisi nei paesi "periferici" europei.**

E' ormai chiaro che la crisi europea può essere spiegata come una crisi di bilancia dei pagamenti (BdP). Perciò, come detto nel capitolo precedente, la causa della crisi può essere trovata nei diversi livelli di competitività e nel più facile accesso ai mercati finanziari a bassi tassi d'interesse per un certo numero di paesi periferici dell' unione monetaria europea. Questo a causa dalla liberalizzazione finanziaria e della rimozione del rischio del tasso di cambio, che ha incoraggiato notevoli flussi di capitali dai paesi centrali verso i paesi della "periferia". Lo shock della crisi subprime del 2007 e il suo contagio all' economia reale, ha causato un improvviso arresto dei flussi di capitali che ha generato ripercussioni negative sul debito pubblico. Il fatto che l' eurozona sia un ibrido tra un'unione monetaria completa (che implica anche un'unione fiscale) e un tradizionale accordo di tassi di cambio fissi, permette appunto il verificarsi di squilibri tra i vari paesi che ne fanno parte.

L' instabilità europea raggiunge il suo apice nel Gennaio 2010, quando i mercati iniziano a dubitare della capacità del governo greco di adempiere agli obblighi sul debito pubblico. Dieci mesi dopo le preoccupazioni si spostano sull' Irlanda, anche qui l' elevato debito pubblico accumulato per salvare il sistema bancario nazionale spaventa i mercati finanziari. Nel 2011 le banche portoghesi danno l' annuncio di non essere in grado di acquistare in asta i titoli di stato destando la sorpresa del mercato. Nel novembre dello stesso anno, dopo una fase di progressività crescente, il differenziale tra i titoli italiani e tedeschi arriva a toccare i 500 punti base, il massimo nella storia del paese dall' adozione della moneta unica. Ormai la fiducia sull' euro è compromessa e i mercati finanziari sanno che il futuro della sopravvivenza dell' Europa è incerto. A darne conferma è la più recente crisi bancaria di Cipro; ancora una volta la periferia europea è vittima di un sistema bancario fuori controllo (come Islanda e Irlanda), che mette a rischio la sostenibilità dell' intera unione monetaria.

In tutto ciò l' intervento delle principali istituzioni europee e non, FMI, Commissione Europea,

e BCE (la troika) non è mai risultato preventivo e correttivo. In questo senso le misure "lacrime e sangue" applicate nella vita economica e sociale degli stati "salvati" hanno comportato solo ulteriore recessione e sovraindebitamento, attirando le ire dei governi e dell'opinione pubblica, convinti dell'inefficacia della Troika.

Nel corso di questo capitolo analizzeremo, caso per caso, i problemi macroeconomici che affliggono l' Europa. Vedremo da un lato i problemi strutturali interni di alcuni paesi periferici che ne hanno determinato il rischio di insolvenza, dall' altro la mancanza di politiche economiche che ne garantiscono la loro risoluzione.

## **2.2 L'Europa e la risoluzione della crisi.**

A testimoniare quanto detto in precedenza, nel corso di questo paragrafo, vedremo come solo dopo lo scoppio della crisi Greca, l' Europa si sia attivata per implementare un meccanismo che consentisse di difendere i propri membri. Ancora una volta l' Europa reagisce agli eventi e non li anticipa, evidenziando la mancanza di un framework normativo che racchiude i consensi degli stati membri, circa i processi di risoluzione delle crisi (sia a livello bancario che a livello sovrano) e le loro modalità di attuazione. Solamente le misure non convenzionali adottate dalla BCE dal 2012 fino ad oggi, sembra abbiano riscosso successo nei mercati. Esse hanno dato respiro alle banche e tempo agli stati in difficoltà, in modo da allentare la morsa degli *spread* per poter effettuare le manovre correttive. Perciò anche se in ritardo, perché non previsto esplicitamente nel suo mandato, la BCE è sostanzialmente riuscita a riportare la stabilità finanziaria nella zona euro. L' uscita dalla crisi, nel senso di crescita economica, diminuzione della disoccupazione e sviluppo però è altra cosa. La BCE ha fatto tutto quello che poteva, adesso tocca ai governi, spingere verso nuovi traguardi, iniziando per esempio con l' unione bancaria. D'altronde se questo fosse stato fatto prima, situazioni come quella di Cipro forse non si sarebbero verificate. Parleremo nel terzo capitolo dei futuri processi di integrazione, non solo a livello bancario, ma fiscale e politico che andranno effettuati, per adesso cercheremo di valutare le risposte che le istituzioni europee hanno intrapreso per arginare, contenere (e difficilmente risolvere) la crisi dei debiti sovrani. Inizieremo dal piano di salvataggio per la Grecia, piano che, visto il default selettivo avvenuto nel marzo del 2012,

definire fallimentare è quasi ironico.

## CAP 3

### La necessità di politiche di integrazione per uscire dalla crisi.

Nel corso della nostra trattazione, abbiamo visto come la crisi attuale della zona euro confermi, in un certo senso, le problematiche sollevate dalla Teoria delle Aree Valutarie Ottimali. Perciò è chiaro che la crisi del debito sovrano sia il “sintomo” delle divergenze negli andamenti dei vari paesi, divergenze che possono essere ricondotte ai diversi livelli di competitività, negli squilibri del sistema bancario e in generale alle diverse politiche di crescita, di sviluppo e del lavoro. Queste asimmetrie, sono la vera “malattia” dell'euro. Esse hanno generato squilibri di *current account* che sono stati compensati da flussi di capitale a favore dei “paesi periferici”. Questi capitali, nel caso di Italia, Grecia e Portogallo hanno incrementato la spesa pubblica e il debito senza essere convogliati in investimenti produttivi con benefici per l'economia reale, nel caso di Spagna, Irlanda e Cipro hanno contribuito all'instabilità del sistema bancario, rispettivamente con delle bolle immobiliari o semplicemente (nel caso di Cipro) con una insostenibile proporzionalità nel rapporto Attività bancarie/PIL nazionale. Una volta che la crisi globale ha colpito, questi capitali sono fuggiti verso la qualità, provocando crisi di liquidità e insolvenza per questi stati.

E' quindi importante, ai fini di poter produrre proposte di soluzioni per uscire dalla crisi, distinguere le cause della “malattia”, dagli effetti. Se così non fosse si potrebbe ritenere sufficiente l' introduzione di controlli rigidi sui conti pubblici come il Patto di Stabilità e crescita e il *Fiscal Compact*. Affinchè invece la cura risulti efficace, è necessario un “Political Compact”, ovvero una serie di azioni che mirino al cuore della malattia attraverso una integrazione e una centralizzazione a livello comunitario di **tutte** le politiche economiche di competenza dei vari paesi membri e non solo quelle di bilancio (come il Fiscal compact invece fa). Con questo, non si vuole sostenere l' inutilità di un coordinamento fiscale dei saldi di bilancio, ma semplicemente si vuole evidenziare che questo rappresenti solo una risposta

parziale, un primo passo verso la convergenza delle politiche economiche idonee ad influenzare il potenziale di crescita dei paesi membri. Perciò oltre allo stretto coordinamento fiscale (che sta tanto a cuore alla Germania)<sup>6</sup>, è quanto mai necessario continuare con un coordinamento di politiche industriali, del lavoro, e del welfare. A tutto ciò vanno aggiunti due interventi di particolare importanza.

Il primo, che è in atto e dovrebbe concludersi a fine 2014, va nella direzione di creare un sistema che, tramite nuove istituzioni e nuove funzioni, permetta la gestione integrata del sistema bancario dell'eurozona. Il secondo mira, almeno parzialmente, ad un concreto meccanismo redistributivo credibile ed efficace che permetta la gestione dell'urgenza in casi di gravi squilibri all'interno dell'unione. Questo capitolo si propone di analizzare le principali proposte avanzate in relazione a questi due passaggi fondamentali per il processo di integrazione politica europea. Inizieremo con l' esaminare i motivi della necessità di un'unione bancaria e la sua stretta correlazione con un bilancio federale, i recentissimi accordi in materia di vigilanza bancaria e quali sono le principali problematiche e criticità riguardo all'implementazione pratica e al completamento di questa fase. Nel fare ciò ho utilizzato evidenze e risultati statistici derivanti da studi empirici condotti nell'ambito dell'intermediazione bancaria. La seconda parte di questo capitolo riguarda, invece, l' analisi delle principali proposte e idee riguardanti l'unione fiscale, che come anticipato in precedenza risulta essere condizione necessaria per una vera unione bancaria.

---

<sup>6</sup> In questo senso è opinione comune che la Germania stia giocando una particolare partita politica. Infatti va ricordato che l' unione bancaria, (la possibilità che il MES intervenga direttamente nella ricapitalizzazione delle banche in difficoltà) è stata accettata dalla Germania a patto che il fiscal compact fosse introdotto all'interno delle costituzioni dei paesi dell'Eurozona. Adesso che l'unione bancaria è in fase di implementazione, pare che la Germania, (che ha oramai ottenuto la severa norma costituzionale vincolante e severa sul defici) abbia tentato di rinegoziare le concessioni fatte precedentemente. In materia di unione bancaria per esempio è nota l' avversità del parlamento tedesco, all'inclusione delle banche commerciali federali (Landersbanks) all'interno del campo di applicazione della vigilanza e regolamentazione svolta dalla BCE.

### **3.1 L'unione bancaria.**

Esistono fondamentalmente due motivi principali per procedere ad un'unione bancaria: il primo riguarda ragioni strutturali legati ad una sostenibilità di lungo periodo della moneta unica. Il secondo è legato alle modalità di uscita dalla crisi.

Il primo punto è sostenuto dall'ipotesi che una vigilanza e supervisione omogenea, a livello comunitario, eviterebbe la formazione di posizioni troppo rischiose da parte delle banche (Spagna e Irlanda), e squilibri di *financial account* derivanti da discrepanze nella regolamentazione degli intermediari (Cipro). Inoltre la supervisione europea del sistema bancario, rappresenta una condizione necessaria affinché si possa procedere con l'integrazione dei mercati finanziari.

Il secondo punto è invece sostenuto da tre ipotesi:

1. L'unione bancaria potrebbe gestire il deflusso di capitali che si sta verificando nei vari paesi membri (in Spagna e Cipro in primis). Questo deflusso, abbiamo visto, contribuisce allo stallo del mercato interbancario e obbliga la BCE ad un continuo intervento per fornire la liquidità necessaria. Inoltre la fuga dei capitali contribuisce all'incremento del costo del finanziamento per le banche, le quali sono restie a prestarsi denaro per la crescente sfiducia reciproca. Uno schema di gestione della crisi bancaria che preveda un framework formalizzato contenente il giusto mix di procedure (*haircuts* e ricapitalizzazioni), darebbe credibilità all'intero sistema e risulterebbe comunque meno costoso del *bail-out* a livello nazionale. Le regole chiare in materia di *bail in* avrebbero anche l'effetto di frenare la speculazione derivante dall'incertezza di chi dovrà subire le perdite.

2. Collegata all'ultima considerazione, lo scopo dell'unione bancaria sarebbe proprio quello di “spezzare il legame tra indebitamento sovrano e andamento negativo del sistema bancario nazionale”. Se le banche diventano europee (e non più nazionali) si rende più labile il legame di queste ultime con i conti pubblici.

Il default delle banche non è la sola paura degli investitori. Anche l'ipotesi di uscita dall'euro di alcuni paesi periferici, farebbe scattare il rischio di cambio, con conseguente deprezzamento dei depositi bancari. Perciò il modo migliore di affrontare questa problematica è quello di prevedere un'assicurazione dei depositi. Anche questa misura ristabilizzerebbe il clima di

fiducia dei depositanti, cosicchè non sarebbe necessario ricorrere materialmente al rimborso dei depositi.

Questi sono i motivi per cui il 29 giugno del 2012 i vertici dell'Ecofin, hanno invitato la Commissione Europea a presentare una proposta di regolamento che affidi la supervisione del sistema bancario europeo alla BCE.

Prima di passare all'analisi delle nuove istituzioni e delle nuove funzioni create in merito al processo di unione bancaria, esamineremo alcune evidenze empiriche che dimostrano come in un'unione monetaria la trasmissione della politica monetaria (attuabile principalmente attraverso l'offerta di credito),

possa essere migliorata attraverso la convergenza della gestione del sistema bancario a livello comunitario.

## **CONCLUSIONI:**

Dallo scoppio della crisi l'azione delle politiche economiche è stato quello di contenimento degli effetti negativi dell'espansione del debito sovrano, tramite politiche monetarie espansive e miglioramento dei meccanismi di supervisione e regolamentazione, con l'obiettivo di limitare i problemi di contagio e di azzardo morale. Per quanto ciò sia importante, abbiamo più volte ripetuto nel corso della trattazione, la necessità di intraprendere un percorso di integrazione, al fine di risolvere all'origine gli squilibri che portano all'instabilità dell'intera unione monetaria.

In particolare abbiamo visto come si siano mossi i primi passi verso l'integrazione della funzione di trasferimento della vigilanza alla BCE, mentre sul fronte dell'unione fiscale e politica il cammino appare ancora lungo.

Per quanto riguarda l' unione fiscale è importante risolvere 3 punti:

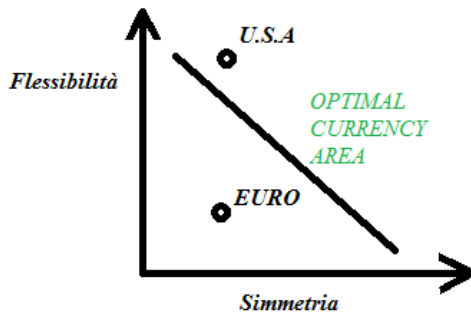
1. Effettuare una riforma dei patti di bilancio europei.
2. Introdurre dei meccanismi di stabilizzazione, come gli Eurobonds
3. Uniformare delle politiche fiscali per lo sviluppo.

Per quanto riguarda l' unione politica invece, nella precedente trattazione eravamo arrivati alla conclusione che per la sostenibilità di lungo periodo di un unione monetaria è necessario che i paesi membri sperimentino cicli economici correlati. Nel caso in cui questa simmetria nei



principali fondamentali macroeconomici (debito pubblico, competitività, sistema bancario ecc) non ci sia, è necessario che i paesi aderenti abbiano almeno un mercato del lavoro flessibile in termini di elasticità elevata dei salari e mobilità del lavoro.

Tutto ciò può essere rappresentato dalla fig 5.2.



**FIG 5.2** "Optimal currency area, relazione tra flessibilità e simmetria".  
Fonte: "Rielaborazione da DeGrow 2010".

In questo senso maggiore è il grado di asimmetria tra gli stati maggiore è il grado di flessibilità che questi stati devono avere affinché possano formare un' unione monetaria sostenibile nel lungo periodo. La linea di demarcazione rappresenta il livello minimo di queste 2 variabili affinché ci si possa collocare nella zona ottimale di un' area valutaria. Notiamo come gli U.S.A siano, ovviamente un' area valutaria ottimale ma nonostante ciò, siano collocati allo stesso livello dell' unione europea poiché "il livello di simmetria tra gli stati americani non è poi così diverso da quello tra gli stati dell' Europa".

Certamente il fatto che il mercato del lavoro sia (anche se solo in parte) coordinato centralmente da un sistema politico unitario, fa sì che il livello della flessibilità sia molto più alto rispetto a quello dell' eurozona, facendo rientrare comunque gli Stati Uniti d'America dentro l' area delle unioni monetarie ottimali.

Sicuramente infatti, l' integrazione politica porta dei vantaggi per l' equilibrio di un' unione monetaria in vari modi. Innanzitutto l' unione politica rende possibile centralizzare parte del budget nazionale a livello dell' unione. Di conseguenza si possono organizzare sistemi di trasferimento fiscale automatico che siano utilizzati come sistema di assicurazione contro gli shock asimmetrici. Perciò quando un paese sperimenta perdite di competitività o crisi bancarie, il budget centralizzato dell' unione trasferisce reddito dagli stati che sperimentano condizioni

economiche buone a quelli in difficoltà.

In secondo luogo, l' unione politica riduce il rischio di shock asimmetrici che hanno un'origine politica.

Infatti ad oggi in Europa, la spesa pubblica e la tassazione rimangono nelle mani dei governi nazionali.

Come risultato la decisione unilaterale di alzare o abbassare le tasse, di variare la spesa pubblica o il livello dei salari, può creare andamenti divergenti nei cicli economici dei paesi dell' unione. Come visto nel cap 2 , proprio il diverso andamento dei salari reali è stata una delle cause della diversa competitività nei vari paesi dell' eurozona. Il diverso andamento del livello di competitività a sua volta ha generato squilibri che nel lungo periodo sono stati compensati con l' aumento del debito pubblico.

E' chiaro quindi come l' integrazione politica debba essere raggiunta almeno sotto due livelli: un sistema fiscale che permetta la redistribuzione tra i paesi membri e il coordinamento di alcune riforme politiche strutturali. Il primo livello può essere raggiunto dotando un'istituzione europea di potere discrezionale di spesa e di tassazione. Il trasferimento di questo potere non deve però essere tale da creare altri problemi, di *moral hazard*, che incentivino i paesi in difficoltà a non attuare politiche di aggiustamento, sicuri del fatto che sono assicurati. Perciò la dimensione del budget a livello europeo non potrà essere significativa rispetto ai singoli budget nazionali. Molto probabilmente però dovrà superare il livello attuale che si aggira intorno al 1% dei PIL.

L' altro livello può essere raggiunto anche senza operare il trasferimento di alcuna sovranità nazionale in merito a decisioni sull' economia reale di ogni paese. L' importante è che durante il processo di formazione di queste decisioni siano internalizzati gli effetti che queste decisioni comportano a livello di economia complessiva dell' unione. Questo vuol dire che le politiche nazionali sullo sviluppo, mercato del lavoro e industria, non dovrebbero essere prese senza il preventivo coinvolgimento di tutti i paesi.

Non c'è dubbio che un tale sistema viene raggiunto come risultato del perseguimento di uno scopo comune e per un forte desiderio di appartenere alla stessa entità nazionale. Questi due elementi non sono molto sviluppati a livello europeo. E' proprio la mancanza di uno scopo comune reciprocamente vantaggioso che rende il processo di integrazione politica così lento. L'

Europa nel suo processo di unificazione ha iniziato con la moneta unica poiché considerata come parte più facile ma al tempo stesso, senza la parte più difficile di unione politica, tutto il processo viene messo a rischio. E senza uno scopo comune è difficile che l'unione politica possa venire a crearsi. Alla luce di ciò è chiaro che l'allargamento oggi dell'euro ad altri paesi potrebbe indebolire ancora di più il perseguimento di uno scopo comune rispetto a quanto già non lo sia.

## **BIBLIOGRAFIA:**

- Acocella, N. *Politiche economiche e strategie aziendali*, Roma, Carocci editore, 2009.
- Barro, R.J. e Gordon, D.B, *Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy* in “journal of Monetary Economics” a. IV n. 101, dicembre 1983.
- Berger, H e Nitsch, V *The Euro's Effect on Trade Imbalances* in “IMF working paper” n. 226, ottobre 2010.
- Bruno, M. *Aggregate supply and demand factors in OECD unemployment* in “NBER working paper series”, a. II, n. 1696, Settembre 1985.
- Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria, *Meccanismi di ristrutturazione del debito e unione bancaria in Europa*, in “Osservatorio Monetario”, n. 3/2011 e n. 3/2012.
- DeGraw, P., *Economics of monetary union*, Oxford, Oxford University Press, 2012.
- Ferri, G. e D'Apice, V., *Crisi finanziaria e regolamentazione*, Roma, Carrocci editore, 2011.
- Ingram, J.C. *The case for European Monetary Integration* in “International Finance” n.98, 1973.
- International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report” 2013*.
- Kyland, F.E e Prescott, E.C *Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plan* in “The journal of Political Economy” a. III, n. 83, giugno 1977.
- Mojon, B. *Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy* in “ECB working paper series” n. 40, novembre 2000.

Rose, K. e Van Wincoop, E. *National money as a Barrier to International Trade: The Real Case for Currency Union*, in "American Economic Association" n. 15, gennaio 2001.