

Facoltà di Economia
Dipartimento di Impresa e Management

**USCITA DA UN'UNIONE MONETARIA,
QUALI PROSPETTIVE NELL'AREA
EURO?**

Analisi della dimensione europea alla luce delle
realtà più comparabili

Relatore

Prof. Stefano Marzioni

Laureando

Carlotta Galasso

Sommario

INTRODUZIONE.....	4
1. CAPITOLO 1 – AREE VALUTARIE OTTIMALI	5
1.1. TEORIE DELLE AREE VALUTARIE OTTIMALI	5
1.1.1. SOLUZIONE AL VERIFICARSI DI SHOCK ASIMMETRICI	8
1.2. REGIME DI TASSI DI CAMBIO FISSI	13
2. CAPITOLO 2 – DIVERGENZE TRA PAESI MEMBRI DAL 1999 AD OGGI.....	16
2.1. LE EVIDENZE NELLA DIVERGENZA DEI TRENDS ALL’INIZIO DELL’ESPERIENZA EUROPEA	16
2.1.1. BAROMETRO DI CONVERGENZA	18
2.1.2. TERMOMETRO MONETARIO	20
2.2. SQUILIBRI MACROECONOMICI DAL 1999 AL 2007.....	22
2.2.1. ANALISI DELLE VARIABILI NEL TEMPO	24
2.2.2. RISPARMIO ED INVESTIMENTO	26
2.2.3. ANALISI DI REDDITO NETTO, BILANCIA COMMERCIALE E TRASFERIMENTI	29
2.2.4. ULTERIORI VARIABILI	31
2.2.5. RAGIONI A SUPPORTO DELLA NON CONVERGENZA	33
2.3. SITUAZIONE ATTUALE.....	35
3. CAPITOLO 3 – USCITA DALL’UNIONE MONETARIA.....	38
3.1. INTRODUZIONE	38
3.1.1. ESEMPI STORICI DI USCITA DA UN SISTEMA MONETARIO	39
3.1.2. IL CASO DELL’UNIONE EUROPEA	42
3.1.3. SOLUZIONI POSSIBILI E CONTROVERSIE	46
3.2. PIANO D’AZIONE PER L’USCITA.....	49
3.2.1. MISURE ESSENZIALI DA IMPLEMENTARE	50
3.3. VINCITORI E VINTI.....	52
CONCLUSIONI	55
APPENDICE.....	56
BIBLIOGRAFIA.....	60

Introduzione

A partire dal 2008, anno che vide l'esplosione della crisi a livello mondiale ed il contagio dell'economia europea, si è fatta sempre più realistica l'idea che alcuni paesi membri dell'Unione Europea potesse decidere di compiere il passo verso l'indipendenza monetaria. L'esistenza di profonde divergenze strutturali esistenti tra paesi, ha fatto sì che nel lungo periodo, ma soprattutto nel periodo di crisi, emergessero le difficoltà della BCE di trovare una politica economica e monetaria che potesse soddisfare a pieno tutte le realtà, garantendo l'agognata convergenza verso i parametri fissati. Lo scopo di questa tesi è di analizzare le possibili conseguenze sui paesi uscenti e sull'unione monetaria nel suo complesso, di un'eventuale abbandono di uno stato membro, la sostenibilità di questa scelta e le manovre da compiere, con uno sguardo alla dottrina e alla storia economica.

Il primo capitolo si occupa di trattare a livello teorico le aree valutarie e di descrivere i criteri di ottimalità, nonché elencare le caratteristiche di un sistema di tassi di cambio fissi. Il secondo capitolo, invece, si concentra sull'analisi e la comparazione dei paesi membri europei alla ricerca delle origini delle divergenze identificate come causa dell'inconformità ai criteri di ottimalità. Il terzo capitolo, ha come scopo quello di fornire esempi storici dell'uscita di un paese da un sistema monetario, elencare le varie teorie relative alla formulazione di un piano concreto da seguire e fornire un elenco di vantaggi e svantaggi legati al compimento di tale azione.

1. Capitolo 1 – Aree valutarie ottimali

1.1. Teoria delle aree valutarie ottimali

La nascita dell'UEM risale alla fine degli anni 90, quando un insieme di paesi europei decisero di abbandonare le rispettive monete correnti ed abbracciare un sistema monetario unico, l'Euro.

Con questo passo si è segnata la rinuncia da parte di questi paesi, le cui valute erano da sempre legate alla loro moneta, al controllo sulla propria politica monetaria, a favore di un' unione che fosse non solo economica ma anche politica.

I motivi per i quali un insieme di paesi sia motivato a compiere una simile scelta, favorendo la costituzione di unioni monetarie, sono stati ampiamente analizzati e discussi all'inizio degli anni '60 dal premio Nobel Robert Mundell(1961), con la sua elaborazione della 'teoria delle aree valutarie ottimali'.

Egli pose l'accento su quali dovessero essere le condizioni necessariamente soddisfatte affinché per un paese non risultasse eccessivamente dispendiosa la rinuncia alla propria indipendenza monetaria e valutaria e quali misure dovessero essere poste in essere al fine di stimolare domanda aggregata e produzione.

Un'area valutaria si definisce come l'area geografica entro la quale circola e viene accettata come mezzo di scambio e pagamento una moneta unica. Tra gli esempi più noti spicca l'Unione economica e monetaria europea, composta dai 15 paesi che compongono l'area euro. Dal momento in cui la moneta unica è entrata in circolazione, il 1 gennaio 1999, sono stati fissati i tassi di cambio tra valute ed in pochi giorni sono iniziati gli scambi di attività finanziarie denominate in euro. Tra i cambiamenti più significativi va sottolineato l'inizio di una politica monetaria unica messa in atto da un'autorità incaricata, per tutti i paesi dell'eurozona: la Banca centrale europea (BCE). E' opportuno però compiere una attenta analisi rispetto a costi e benefici derivanti da un simile passo per i paesi aderenti.

Tra i benefici direttamente connessi all'utilizzo della moneta unica, stimati dalla Commissione europea tra lo 0,25% e lo 0,50% del PIL dell'area euro, figurano in primo piano la riduzione dei costi di transazione legati agli scambi commerciali tra paesi membri. Nonostante questo comporti alcune perdite per il settore bancario legate alle commissioni sui cambi, questo beneficio continua ad accumularsi nel tempo anno dopo anno.

In secondo luogo, ulteriore benefit derivante dalla partecipazione ad un'unione monetaria è riscontrabile nella riduzione della discriminazione di prezzo conseguente l'adozione della moneta unica; risulterebbe perciò più difficile, dal momento che i prezzi sono espressi nella stessa valuta, praticare prezzi diversi in paesi diversi. Si tratta di un principio teorico che si è riscontrato non essere del tutto pertinente alla realtà europea dove, nonostante la moneta unica, le differenze di prezzo dei beni primari e durevoli sono tuttora più marcate tra paesi differenti che tra le regioni di uno stesso paese.

Un terzo beneficio individuato a sostegno della creazione di unioni monetarie è la riduzione della variabilità del tasso di cambio e, conseguentemente, una diminuzione dell'incertezza generale che può avere ripercussioni importanti sulle decisioni di investimento. Minore è l'incertezza connessa ai tassi di cambio, maggiore è la propensione all'investimento degli agenti presenti sul mercato, minore è il rischio: un aumento dell'investimento apporta beneficio in quanto stimola un aumento della crescita economica.

Come sopra citato, se l'adesione ad un sistema monetario apporta importanti benefici all'economia di un paese, comporta però la rinuncia in primis alla propria moneta nazionale ma soprattutto alla possibilità di determinare autonomamente la propria politica monetaria, utilizzando svalutazioni e altri meccanismi di politica economica per favorire aggiustamenti macroeconomici. In un regime di tassi fluttuanti infatti è possibile che un'economia aperta, al verificarsi di uno shock asimmetrico della domanda aggregata, si isoli tramite l'apprezzamento/ deprezzamento del tasso di cambio. In un'unione monetaria, invece, questo meccanismo di aggiustamento non può avvenire in maniera automatica, lasciando spazio ad un adeguamento spontaneo di salari e prezzi allo shock verificatosi. Agli inizi degli anni Sessanta del XX secolo Robert Mundell formulò la 'teoria delle aree valutarie ottimali' (Mundell, 1961). Egli si pose la questione di quali dovessero essere le condizioni necessariamente soddisfatte affinché per un paese non risultasse costoso rinunciare all'indipendenza monetaria e valutaria quali mezzi per stimolare la domanda aggregata e la produzione. L'aggettivo 'ottimale' si riferisce quindi in questo caso alla capacità di ogni paese di minimizzare i costi legati all'appartenenza all'unione e massimizzarne i benefici. Ancor prima che la teoria fosse sviluppata da Mundell, un altro economista, Milton Friedman (1953), nel criticare il sistema di cambi fissi, sosteneva che in un'area valutaria unica, in caso di shock asimmetrici, ovvero eventi che colpiscono una regione dell'area in maniera diversa rispetto alle altre, la flessibilità di prezzi e salari avrebbe consentito un rapido riequilibrio economico. Secondo Friedman però, risultava molto più efficace e

rapida la decisione di far scendere il tasso di cambio piuttosto che far scendere i prezzi ed i salari monetari. L'opera seminariale di Friedman ha indotto Mundell a studiare come e a quali condizioni un'area valutaria ottimale potesse sostenere il verificarsi di shock asimmetrici tra paesi membri.

Come già stabilito, dal momento in cui si costituisce un'unione monetaria cessa il bisogno di impiegare risorse per convertire le diverse monete dei paesi prima indipendenti, si evita la quotazione dei prezzi in diverse unità di conto ed infine non si avrà più la necessità dei mercati valutari a termine nell'unione e si svilupperanno economie di scale nel detenere riserve valutarie. Se da una parte l'analisi dei benefici è largamente accettata, quella dei costi rimane controversa. Ciò che è certo è che i paesi aderenti ad un'unione monetaria dovranno necessariamente rinunciare alla determinazione della propria politica monetaria e vedranno venire meno la possibilità di compiere aggiustamenti macroeconomici arbitrari utilizzando fluttuazioni del tasso di cambio. Nel caso in cui si verifichi uno shock, tutti i paesi dell'unione tenderanno di tornare il prima possibile ad una condizione di equilibrio di lungo periodo. Quanto più rapidamente si perviene ad un equilibrio di lungo periodo quanto prima si torna al livello naturale di prodotto aggregato ed al tasso naturale di disoccupazione. Questa velocità di aggiustamento dipenderà però dal grado di flessibilità dei salari nell'area valutaria e/o da quanto maggiore è la mobilità del lavoro.

Le tensioni nell'area euro per esempio, sarebbero più facilmente contenibili se tutti i paesi fossero toccati da shock della domanda di simile entità e natura, così che fosse possibile per la BCE adottare una politica monetaria unica e valida per aiutare tutti i paesi. Se uno shock negativo colpisce un solo paese, quest'ultimo dovrà necessariamente adottare politiche monetarie di natura controciclica, mentre gli altri paesi non presenteranno la stessa esigenza. Nel caso in cui non esistesse un'unione monetaria, le diverse banche centrali adotterebbero decisioni di politica economica divergenti; nel caso di un'unione, invece, la BCE si troverebbe nel dilemma di dover scegliere fra politiche monetarie espansive, auspiccate dal paese colpito dallo shock, e tra politiche monetarie restrittive, desiderate dagli altri paesi.

La probabilità che paesi diversi vengano affetti da shock simili è tanto maggiore quanto più simili sono le loro economie. Tanto più queste sono diverse tra loro, ovvero specializzate, tanto maggiore sarà la probabilità che gli shock si distribuiscano in maniera non omogenea tra i paesi membri. Fleming(1971), per esempio, individua l'andamento simile dei tassi di inflazione come condizione necessaria per l'adesione ad un'area valutaria. Tassi di inflazione diversi, infatti, comportano

necessariamente variazioni di competitività di un paese rispetto all'altro, che a lungo termine impedirebbero a questi di tener fede agli impegni assunti reciprocamente.

1.1.1. Soluzione al verificarsi di shock asimmetrici

Ammettendo che un paese venga colpito da uno shock asimmetrico, la 'teoria delle aree valutarie ottimali' si domanda se esistano delle soluzioni alternative a manovre politiche espansionistiche o svalutative che permettano di neutralizzare le conseguenze negative derivanti da esso.

Al fine di rendere l'analisi più chiara, supponiamo che l'area valutaria consista di due soli paesi, Italia e Germania. Nel momento in cui si dovesse verificare un cambiamento delle preferenze dei consumatori dai beni italiani a quelli tedeschi, i beni prodotti dall'Italia diventeranno meno appetibili di quelli prodotti in Germania dove si attesterà un aumento della produzione, dell'occupazione e dell'inflazione. In Italia al contrario questa situazione condurrà ad un minore livello della produzione e dell'occupazione. Per far fronte al verificarsi di condizioni simili Mundell individua perciò una serie di criteri che dovrebbero essere soddisfatti affinché un'area valutaria ottimale possa essere definita tale e risulti possibile far fronte facilmente al verificarsi di shock asimmetrici.

- Flessibilità di prezzi e salari reali

Nel caso in cui i paesi membri siano caratterizzati da un alto grado di flessibilità dei salari, questi sarebbero in grado di reagire con decisione ad eventuali variazioni attese o meno del tasso di disoccupazione. Ciò comporta una maggiore rapidità nel ripristinarsi delle condizioni di equilibrio di lungo periodo. Considerando l'esempio sopracitato, ed osservando il grafico sottostante (Figura 1), lo spostamento della curva di domanda aggregata dell'Italia determina una diminuzione dei salari: per ogni dato livello di prezzo, le imprese realizzano più profitti e la curva di offerta si sposta verso destra così che l'Italia torni al livello naturale di prodotto aggregato. In Germania, la domanda aggregata subirà uno spostamento verso destra e un conseguente rapido aumento dei salari e una diminuzione dei profitti per le imprese: l'offerta aggregata si sposterà rapidamente verso sinistra, determinando un nuovo livello di equilibrio di lungo periodo.

Determinante in questa analisi è la considerazione della variabile salario reale, la quale dovrà aggiustarsi per influenzare movimenti della curva di offerta aggregata.

Riassumendo, al verificarsi di shock asimmetrici che causano un calo di occupazione e produzione, la flessibilità di prezzi e salari reali favorisce una diminuzione dei prezzi, un aumento delle esportazioni della regione colpita e dunque una maggiore occupazione e produzione.

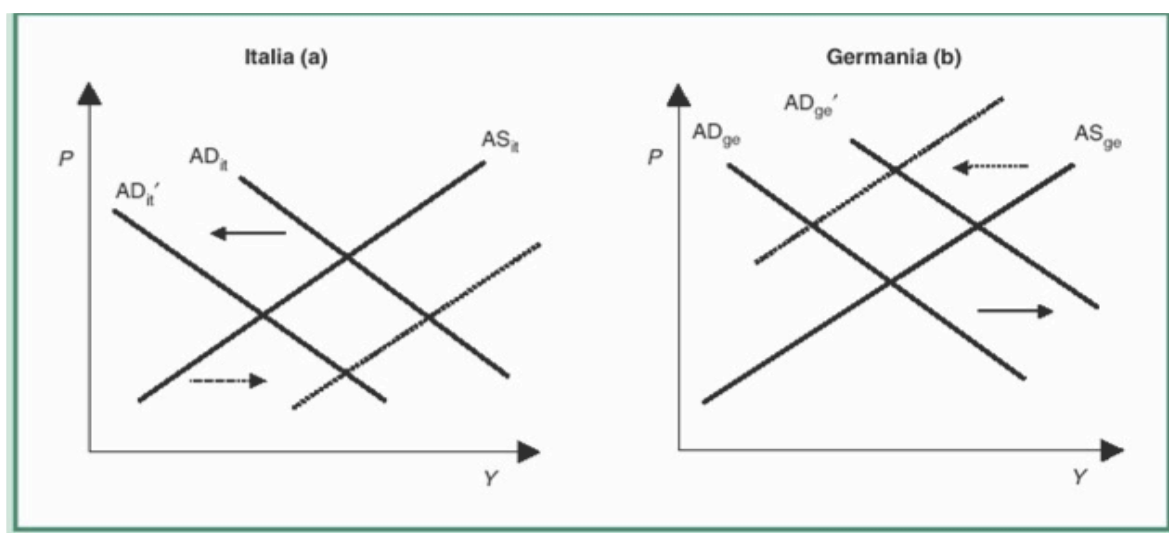


Figura 1.1: shocks asimmetrici della domanda di beni in Italia e Germania

- Mobilità del lavoro

Supponendo che il fattore lavoro risulti molto mobile tra i paesi dell'unione monetaria, i disoccupati italiani potrebbero emigrare collocandosi tra la forza lavoro tedesca. In questo modo la disoccupazione in Italia diminuirebbe così come le pressioni inflazionistiche in Germania grazie all'espansione dell'offerta di lavoro dovuta all'afflusso dall'Italia. Risulta perciò evidente come, secondo questa ipotesi, la mobilità del lavoro possa ammortizzare uno shock asimmetrico verificatosi.

- Mobilità del capitale

Nella visione di Mundell, la mobilità del fattore capitale viene considerata una risorsa importante per compensare sia la perdita di autonomia nella determinazione della politica monetaria che il venir meno degli aggiustamenti del tasso di cambio tra i paesi membri in espansione. Per quanto riguarda il capitale fisico, i movimenti di quest'ultimo possono favorire la protezione dell'unione da shock asimmetrici tramite l'incremento della capacità produttiva dei paesi in espansione, grazie alla realizzazione di impianti produttivi. L'aumento dello stock di capitale, infatti, renderebbe il lavoro più produttivo, incrementando il livello naturale del prodotto aggregato. La mobilità del capitale finanziario potrebbe invece rivelarsi uno strumento più consono ed efficiente per contenere gli effetti di shock asimmetrici. I cittadini italiani potrebbero, per esempio, aver bisogno di liquidità ed essere spinti a ricercarla su mercati più floridi quale quello tedesco. Chiaramente, per fare questo, i cittadini italiani devono poter avere libero accesso ai mercati finanziari tedeschi presso i quali richiedere il prestito; la mobilità del capitale risulta perciò tanto maggiore quanto più integrati sono i mercati dei capitali dei paesi considerati. Oltre ai prestiti bancari esistono forme alternative di finanziamento utili quali i titoli azionari e obbligazionari che risultano quindi degli strumenti utili per permettere ai nuclei familiari di diversi paesi dell'unione di soccorrersi reciprocamente all'avvicinarsi di shock asimmetrici.

Oltre ai criteri sopracitati, ve ne sono altri che vengono considerati nella valutazione di un'area monetaria ottimale quali:

- integrazione finanziaria nel mercato dei capitali
- libera mobilità delle merci prodotte
- integrazione fiscale

Perché un'unione monetaria venga considerata ottimale infatti, è opportuna la presenza di un bilancio pubblico comune nell'area valutaria così che gli shock possano essere assorbiti dai così detti 'stabilizzatori automatici', ossia trasferimenti fiscali in favore delle regioni che mostrano una perdita nel livello di produzione ed occupazione. Nello specifico dell'Eurozona non è presente un'unione fiscale, a differenza della realtà statunitense. La politica europea è nelle mani di un organismo unico, la BCE, ma nello specifico, le decisioni di politica fiscale vengono delegate all'autorità dei singoli paesi membri. Una volta definiti quelli che sono i criteri necessari per

delineare un'area valutaria ottimale, è il momento di analizzare nello specifico il caso dell'unione europea e verificarne l'aderenza.

Molti studi si sono occupati di analizzare la flessibilità dei salari reali nella dimensione europea e hanno attestato come il mercato del lavoro dell'Europa continentale risulti tra i più rigidi al mondo. Le ragioni di questa rigidità sono da attribuire in primis all'elevata copertura sindacale garantita ai lavoratori e ai sussidi alla disoccupazione parte delle politiche di welfare, in combinazione con i pressanti ordinamenti giuridici tesi a delimitare la flessibilità del lavoro. A causa degli ingenti costi non salariali del lavoro inoltre, per le imprese risulterebbe complessa o comunque non immediata la decisione di espandere o contrarre la produzione in relazione alle

variazioni dei salari reali, il che inciderebbe sulla lentezza di adattamento della curva di offerta aggregata. E' dunque da considerare improbabile che le variazioni dei salari reali nella realtà considerata, possano costituire uno strumento macroeconomico idoneo al fine di contrastare il verificarsi di shock asimmetrici. All'interno dell'unione europea inoltre, è stato possibile attestare una scarsa mobilità del lavoro da attribuire soprattutto all'esistenza di profonde differenze linguistiche e culturali, nonché ad altre istituzioni sociali, che rendono complesso e non immediatamente realizzabile l'abbandono del proprio paese di origine. Il grado di mobilità è quindi basso all'interno di ogni paese membro ma lo è ancora di più considerando l'area euro. L'Europa, quindi, non rispetta questo criterio necessario a far sì che l'unione monetaria possa considerarsi ottimale.

Nel trattare la conformità esistente o meno al criterio di mobilità del capitale finanziario è opportuno distinguere tra i diversi mercati in cui questo è scambiato: mercati finanziari all'ingrosso e al dettaglio. Mentre sui mercati all'ingrosso effettuano transazioni solo grandi istituti quali banche, società finanziarie e grandi investitori, i mercati al dettaglio sono aperti anche ai singoli individui e a piccole e medie imprese. L'unificazione monetaria ha portato, da una parte, ad un aumento importante dell'integrazione dei mercati all'ingrosso, determinando il costituirsi di un mercato monetario molto liquido caratterizzato dall'uso di un solo tasso interbancario, mentre dall'altra risulta in ritardo l'integrazione dei mercati al dettaglio. Analizzando il grafico sottostante (Figura 1.2) si può facilmente identificare come i cicli economici dei paesi dell'area euro correlati positivamente: fasi di espansione e recessione provocano ripercussioni più o meno simili in termini di PIL reale. Dal grafico risulta anche evidente come, in prossimità del 2009, anno in cui l'interno

sistema economico mondiale iniziò a vacillare, il tasso di crescita di tutti i paesi europei abbia subito una inversione negativa.

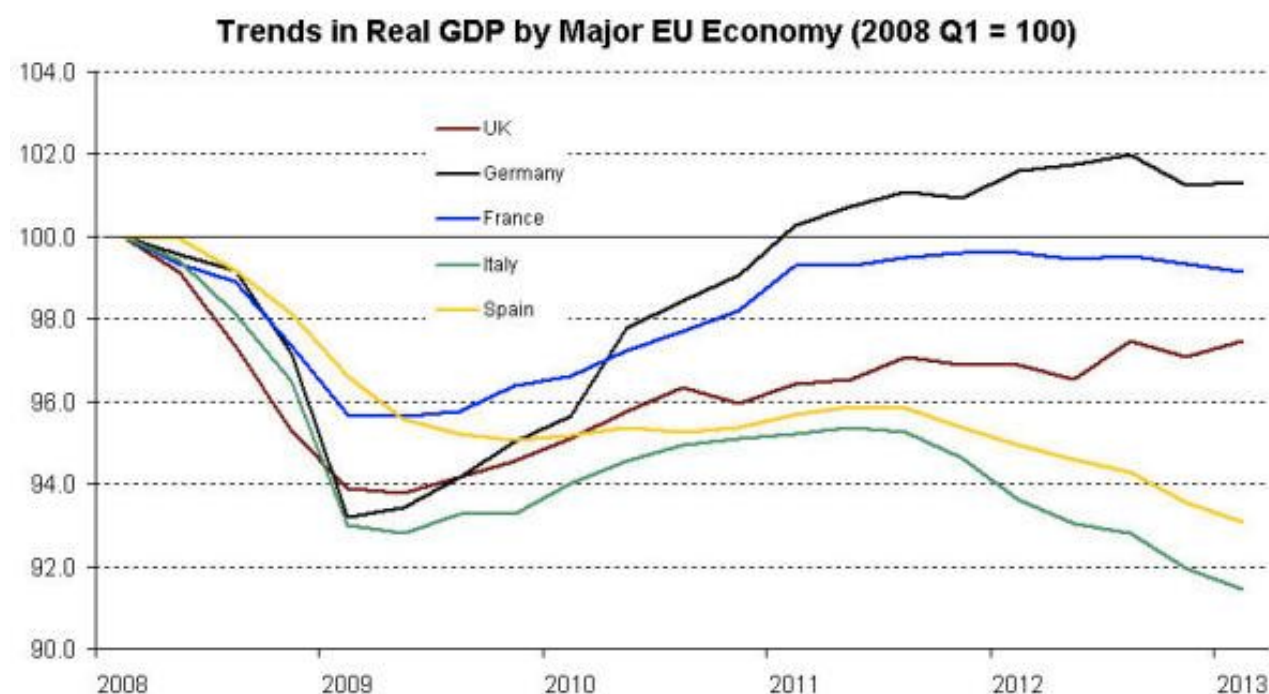


Figura 1.2 :Andamento del PIL reale nei maggiori paesi europei. Fonte: Eurostat

La diversità dei singoli stati ,però, fa anche sì che gli shock si ripercuotano diversamente da paese a paese e che spesso le misure adottate dalla BCE non risultino idonee alle esigenze di tutti. I dati empirici suggeriscono che il problema del verificarsi di shock asimmetrici della domanda non sia particolarmente acuto per i paesi dell'UEM. Questi non vengono intesi come una minaccia dal momento che, se anche un paese subisse uno shock in una delle sue regioni, non sarebbe comunque in grado di farvi fronte attraverso lo strumento della politica monetaria o a manovre sul tasso di cambio, senza generare un qualche tipo di squilibrio interno.

Riassumendo, quindi, nonostante sia evidente come molti paesi dell'UE abbiano raggiunto un elevato livello di apertura commerciale e abbiamo cicli economici simili nell'andamento, la mobilità del fattore lavoro e la flessibilità dei salari reali risultano ancora bassi; così come ancora è da migliorare l'integrazione dei mercati finanziari al dettaglio, ancora segregati a livello nazionale.

Il verificarsi di condizioni economiche che determinano mutamenti divergenti nell'andamento dei cicli economici dei paesi membri, ha evidenziato come una politica monetaria unica da parte della BCE risulti fallimentare nel riequilibrare le condizioni dei paesi colpiti dalla crisi. Per le ragioni sopraelencate, si tende ad affermare che l'Europa non possa essere considerata un'area valutaria ottimale. L'ingresso nell'unione monetaria europea ha fatto sì che i paesi membri rinunciassero alla possibilità di controllare il proprio tasso di cambio, affidando questa decisione alla Banca Centrale Europea ed entrando a far parte di un regime di tassi di cambio fissi. E' opportuno, perciò, procedere alla trattazione delle caratteristiche fondamentali di questo sistema e delle conseguenze derivanti per i paesi aderenti.

1.2. Regime di tassi di cambio fissi

In un sistema monetario internazionale di questo genere, la banca centrale è disposta a vendere o acquistare valuta nazionale in cambio di valuta estera ad un tasso predefinito. L'essenza di un regime di tassi di cambio fissi è l'esistenza di un tasso di cambio che vincola l'intera politica monetaria del paese al mantenimento del tasso preannunciato; alla BCE spetta il compito di far variare l'offerta di moneta così da spingere il tasso di cambio di equilibrio verso quello predefinito. Nell'ipotesi in cui il tasso di cambio sia superiore al livello prefissato, gli arbitraggisti acquistano valuta straniera sul mercato, rivendendola alla banca centrale, premio un profitto. Acquistano la moneta straniera, pagando in valuta nazionale, così che la banca centrale determinerà un aumento dell'offerta di moneta e un deprezzamento del tasso di cambio fino al livello di equilibrio. Nel caso in cui, invece, il tasso di cambio risulti ad un livello inferiore dell'ottimo desiderato, gli arbitraggisti acquistano moneta nazionale nel mercato dei cambi, da utilizzare poi per acquistare valuta straniera dalla banca centrale; in questo modo si realizza una diminuzione dell'offerta di moneta ed un conseguente apprezzamento del tasso di cambio tale da raggiungere il livello desiderato.

Politiche fiscali

Nel caso in cui il governo volesse stimolare la spesa interna tramite un incremento della spesa pubblica o una diminuzione delle imposte, si verificherà uno spostamento della curva IS verso destra, determinando a sua volta pressioni al rialzo sui tassi di cambio. Per mantenere il livello del tasso di cambio al livello predefinito, la banca centrale deve aumentare l'offerta di moneta,

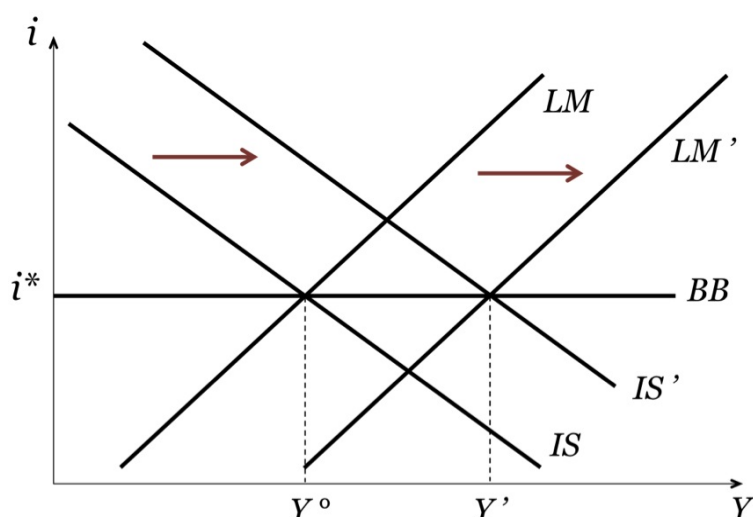


Figura 1.3: effetti espansione fiscale in regime di cambi fissi

spostando verso destra la curva LM, determinando un'espansione monetaria. In un sistema di cambi fissi, quindi, una politica fiscale espansiva determina un aumento del reddito aggregato.

Politica monetaria

Quando la banca centrale persegue l'obiettivo di aumentare l'offerta di moneta, per esempio tramite l'acquisto di titoli di Stato, l'effetto immediato del provvedimento sarà uno spostamento della curva LM verso destra e una pressione al ribasso del tasso di cambio. La reazione degli arbitraggisti sarà di vendere valuta nazionale alla banca centrale in cambio di valuta estera, determinando una contrazione dell'offerta di moneta tale da ripristinare le condizioni iniziali. In un regime di tassi di cambio fissi, quindi, gli interventi di politica monetaria solitamente posti in essere non risulteranno efficaci; la banca centrale rinuncia al controllo sull'offerta di moneta. Gli strumenti a disposizione delle autorità per effettuare queste manovre di politica monetaria sono aggiustamenti del tasso di cambio prefissato ovvero procedimenti di svalutazione e rivalutazione: riduzione o aumento del valore della valuta nazionale rispetto alla valuta estera. Una svalutazione comporta spostamenti della curva LM verso destra, equivalente ad espansioni monetarie, che a loro volta generano espansioni delle esportazioni nette e del reddito aggregato. Allo stesso modo, una rivalutazione genera uno spostamento della curva LM verso sinistra, riducendo il livello di esportazioni nette e contraendo il reddito aggregato.

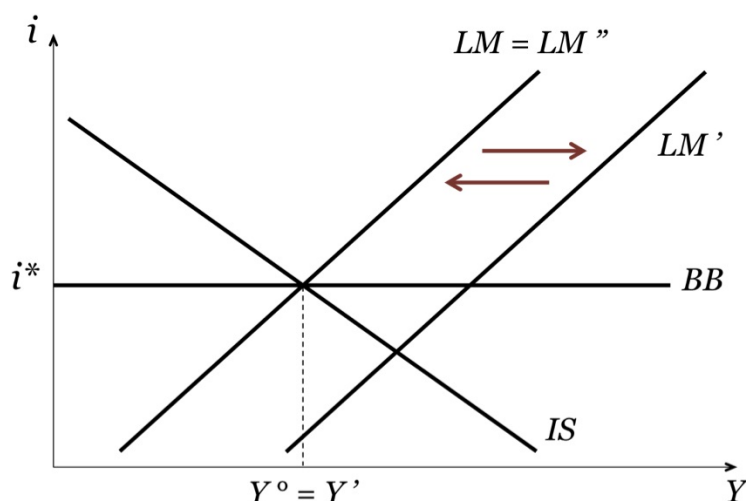


Figura 1.4: effetti espansione monetaria nel regime di cambi fissi

Politiche commerciali

Nell'eventualità che il governo desideri contrarre le importazioni, per esempio imponendo un dazio o un contingentamento, questo provocherebbe uno spostamento verso destra della curva IS, creando una pressione al rialzo sui tassi di cambio. Il governo non avrà altra scelta che accomodare un aumento dell'offerta di moneta, tramite uno spostamento verso destra della LM, con conseguente aumento del reddito aggregato. Le conseguenze derivanti da simili decisioni di restrizione commerciale, variano a seconda ci si trovi in un regime di tassi fissi piuttosto che flessibili. In entrambi in casi la curva IS si sposta verso destra, ma in un regime di tassi di cambio fissi, queste restrizioni generano un'espansione monetaria, anziché un apprezzamento del tasso di cambio. Questa, a sua volta, fa aumentare il reddito aggregato e di conseguenza risparmio ed esportazioni nette. Il modello di Mundell-Fleming ci illustra come gli interventi di politica monetaria sortiscano effetti differenti a seconda del regime di tassi di cambio adottato. Con tassi di cambio fluttuanti soltanto la politica monetaria riesce ad avere effetti sul reddito; con tassi di cambio fissi, invece, soltanto la politica fiscale riuscirà in questo intento.

2. Capitolo 2 – Divergenze tra paesi membri dal 1999 ad oggi

2.1 Le evidenze nella divergenza dei trends all'inizio dell'esperienza europea.

In seguito alla definizione di quelli che sono i criteri di ottimalità, illustrate nel Capitolo 1, è opportuno procedere all'analisi delle differenze esistenti tra i paesi membri ieri ed oggi, al fine di comprendere quanto questa realtà sia consona all'UE. L'obiettivo del secondo capitolo è proprio quello di identificare quelle che sono le divergenze caratterizzanti le diverse realtà europee e la loro evoluzione nel tempo, tramite una triplice analisi. In particolare nella prima parte si farà riferimento allo studio di Nils Bjorkesten e Miika Syrjanen. I dati raccolti da essi in questo ambito, suggeriscono come, dopo un periodo di convergenza all'inizio del 1990, le economie dei paesi dell'area euro abbiano iniziato a divergere nell'andamento dei loro cicli. Di conseguenza, una politica monetaria comune, prevista dall'Unione Europea, ha iniziato ad essere sempre meno opportuna per alcuni dei paesi membri. Nella seconda parte, analizziamo dati più recenti, in particolare presentando evidenze empiriche fino all'anno 2007, grazie al riferimento all'opera di Nils Holinski, Clemens Kool e Joan Muysken circa i persistenti squilibri presenti nell'area euro. In ultima istanza verranno presentate tabelle aggiornate al 2015 fornite dall'Eurostat, con il fine ultimo di presentare la situazione odierna delle realtà europee ed evidenziare eventuali similitudini con le condizioni di partenza. Nelle Figura 1 viene mostrato come mentre la media pesata dei tassi di inflazione sia gradualmente diminuita, negli anni immediatamente successivi al 1997, si è verificato un aumento dello spread tra il tasso di inflazione minimo e massimo registrato tra i singoli paesi membri. Tra il 1992 e il 1997, le politiche economiche dei paesi interessati risultavano prettamente orientate verso il rispetto dei criteri di convergenza e ad una maggiore integrazione, richiesti dal Trattato di Maastricht, necessari per l'adesione all'unione. Diversi studi però, evidenziano come dopo il 1997, questo meccanismo di sia interrotto, giungendo anzi ad un procedimento di inverso di disgregazione.

Figure 1. **HICP inflation rates in the euro area**

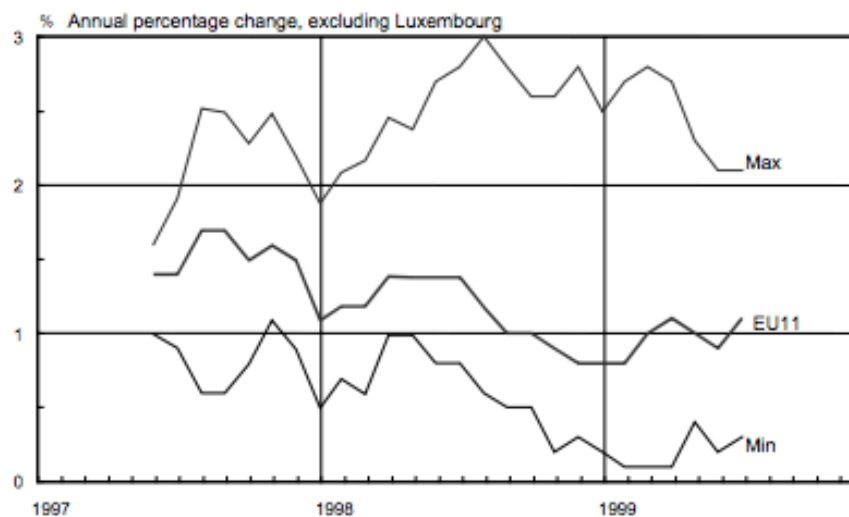


Figure 2. **GDP growth**

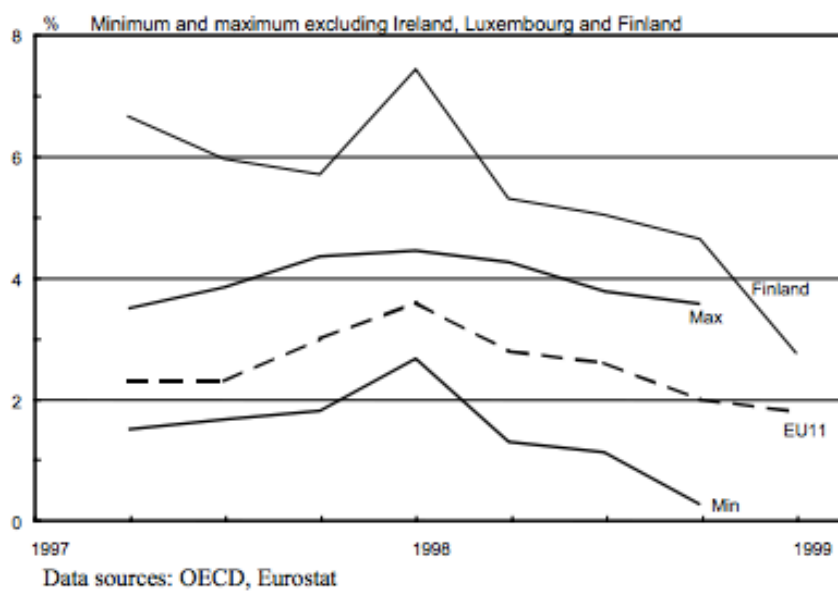


Figura 1: Andamento tasso di inflazione. Fonte: OECD, Eurostat.

Figura 2: Crescita del PIL. Fonte: OECD, Eurostat.

Nella Figura 2 si nota come la crescita complessiva del PIL abbia subito una dura inflessione, fatta eccezione per la forte crescita di paesi come Irlanda e Finlandia, ma soprattutto come sia complesso identificare qualche sorta di convergenza nell'andamento della crescita del PIL dei singoli stati membri. Per concludere l'analisi dei suddetti grafici si può affermare come le divergenze registrate nella crescita siano attribuibili maggiormente ad una desincronizzazione dei cicli economici; se da una parte Italia e Germania hanno subito un rallentamento, Irlanda, Spagna e Portogallo hanno invece beneficiato di un'accelerazione nell'espansione, mentre la Finlandia ha continuato la sua crescita in seguito ad un periodo di recessione. Come già asserito, l'uniformità dei cicli economici viene considerata una prerogativa essenziale al funzionamento di un'unione monetaria. Alla luce di questo, le inversioni di tendenza, anche temporanee, nei cicli dei singoli paesi, possono rivelarsi pericolose se la politica monetaria comune adottata riflette un ambiente diametralmente opposto a quello del paese in questione. Nella Tabella 1, invece, vengono classificati i livelli del PIL pro capite dei paesi dell'UE insieme con il tasso di crescita dell'area euro nel periodo compreso tra il 1998 e il 2000. Fissando il benchmark di riferimento pari a 100 per ogni anno, alcuni paesi come Austria, Finlandia, Irlanda, Lussemburgo ed Olanda, dimostrano una ricchezza ed un benessere maggiore della media del resto dei paesi. Il fatto che questi siano dei paesi per lo più di modeste dimensioni e collocati alla periferia, dimostra come siano stati proprio questi a beneficiare maggiormente dell'aumento della stabilità dei prezzi e di una minore suscettibilità agli shocks, che ha avuto come diretta conseguenza un aumento nella confidenza all'investimento ed al consumo.

2.1.1 Barometro di convergenza

Trattando le divergenze economiche all'interno di un'area valutaria, la mera osservazione delle variabili legate all'inflazione e alla crescita non risulta sufficiente alla comprensione della situazione macroeconomica nel suo complesso e quindi l'indirizzo prioritario che la politica economica comune dovrebbe seguire. Da questa considerazione è nata la necessità per Björstén e Syrjänen di sviluppare un “ barometro di convergenza”, così chiamato il quanto in grado di condensare all'interno di un unico diagramma, un grande quantitativo di informazioni, attraverso le quali comprendere lo stato attuale e la direzione futura dello sviluppo economico. Il barometro rappresentato nella Figura 3 racchiude in un diagramma appunto, lo stato dell'economia di ogni paese membro, al momento dell'osservazione, in sei dimensioni chiave: inflazione, disoccupazione,

Figure 3. **Convergence barometer**

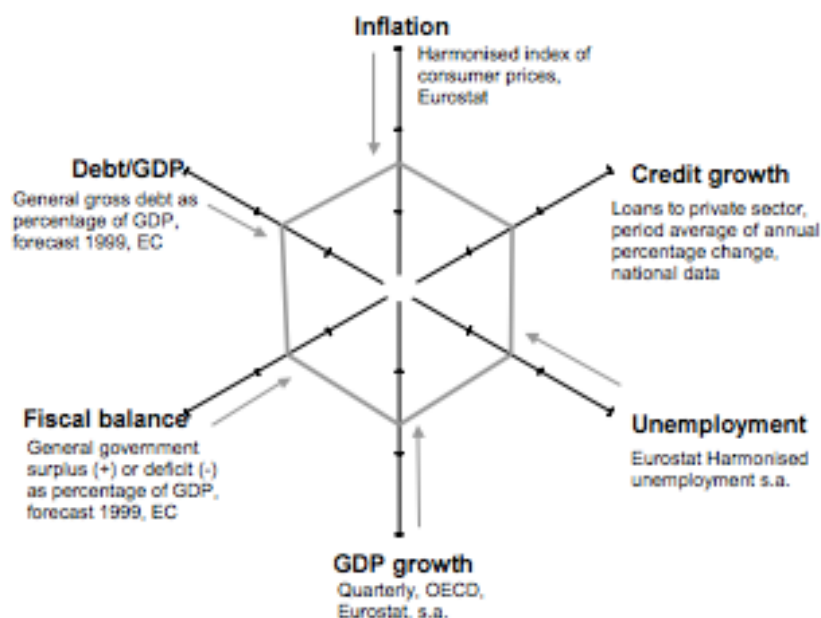


Figura 3: Barometro di convergenza. Fonte: Eurostat

crescita del PIL, espansione del credito domestico, bilancia dei pagamenti e rapporto debito PIL. Le frecce presenti nel grafico indicano la direzione ottima di deviazione dalla media dell'area euro, che è quella di rimanere all'interno dell'esagono rappresentato. Gli autori giustificano la scelta delle variabili utilizzate in quanto corrispondenti agli obiettivi diretti ed indiretti delle politiche economiche. Le figure dei barometri per tutti i paesi europei si trovano nell'Appendice.

L'espansione del credito in un paese, infatti, può, insieme con le variabili legate all'inflazione e alla crescita, dare delle indicazioni significative della direzione degli sviluppi economici e della sostenibilità delle politiche monetarie adottate. Un'ulteriore motivazione è rappresentata dal fatto che lo scopo del barometro è quello di presentare una raffigurazione generale delle divergenze tra paesi dell'area, preoccupazione rilevante nella scelta dei policymakers. A tale scopo, il grafico successivo (Figura 4) raffigura la differenza tra le due realtà rispettivamente più e meno divergenti rispetto all'ottimo desiderabile. Ciò che si evince da questa figura è in primo luogo come molti paesi affetti da un alto tasso di disoccupazione abbiano allo stesso tempo un alto rapporto lordo tra debito e PIL e/o una debole bilancia dei pagamenti, che a sua volta lascia poco spazio a manovre di politica fiscale. Per concludere l'analisi relativa allo strumento del barometro, Björstén e Syrjänen

individuano molte divergenze esistenti tra i paesi dell'area euro, puntualizzando poi come, alla luce di tali differenze, risulti particolarmente complesso adottare una politica economica che si riveli adatta a tutte le esigenze diverse dei paesi membri.

2.1.2 Termometro monetario

Partendo dal presupposto che una politica monetaria comune potrebbe causare tensioni economiche in quei paesi che registrano una deviazione di maggiore portata dalla media del resto dei paesi, Björstén e Syrjänen hanno tentato di identificare quanto gravi potrebbero rivelarsi le conseguenze per questi paesi, analizzando l'ampiezza della deviazione e la flessibilità di altri meccanismi di aggiustamento economico (per esempio le politiche fiscali ed il mercato del lavoro). La domanda alla quale cercano una risposta è appunto se queste difficoltà, provenienti da politiche monetarie comuni, possa divenire con il tempo un serio problema per la permanenza di un paese membro all'interno dell'unione. Per dare una risposta a questo quesito, i due economisti hanno identificato un benchmark di riferimento per la politica economica dell'unione ed incorporando il suddetto in un indicatore definito come "termometro monetario", in quanto tenta di determinare che un'economia risulti troppo "calda" o "fredda" rispetto alla posizione corrente della politica economica. Quando un'economia risulta troppo calda si presenta il rischio di surriscaldamento, in quanto la politica monetaria si definisce troppo blanda per le condizioni locali, al contrario un'economia è fredda quando il controllo delle autorità inibisce la crescita del paese in questione.

Una rappresentazione grafica di quanto appena descritto è presente nella Figura 5; il termometro, in riferimento ai dati raccolti dagli autori per il periodo considerato, suggerisce il valore ottimo che il tasso di interesse a breve termine dovrebbe assumere per soddisfare le esigenze dei paesi membri. Analizzando l'immagine le divergenze risultano in alcuni casi molto evidenti con paesi come l'Irlanda il Portogallo e l'Olanda con il maggior rischio di surriscaldamento, e la Germania tra i paesi più "freddi". Nonostante questa analisi però, i due autori puntualizzano come nonostante sia condizione normale quella di identificare divergenze tra paesi di un'area monetaria unica, queste debbano essere gestite al meglio e minimizzate tramite meccanismi che compensino questi squilibri.

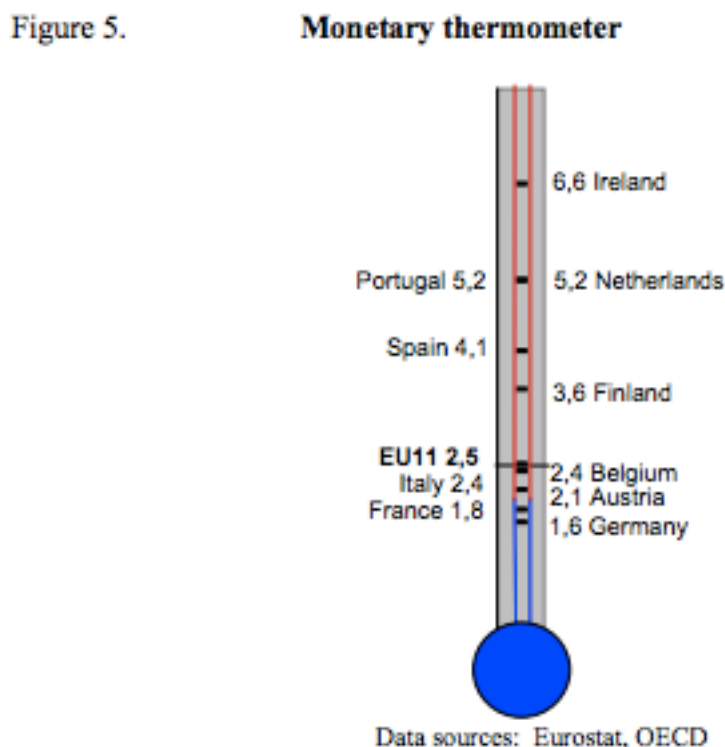


Figura 5: Termometro monetario. Fonte: Eurostat, OECD.

Concludendo il loro studio, Björstén e Syrjänen rimarcano ancora una volta la certezza dell'esistenza di divergenze strutturali esistenti nell'area euro. A loro avviso, una politica monetaria comune, quindi, terminerà per essere sempre o troppo blanda o troppo restrittiva per le realtà nazionali. Questo comporta un aumento della pressione su canali di aggiustamento macroeconomico alternativi, tra cui politiche fiscali o mercato del lavoro, al fine di compensare la rigidità monetaria. Minore è la flessibilità di questi canali, più aumenterà la possibilità che gli shocks temporanei si trasformino in problemi strutturali e permanenti. Le proposte avanzate dai due economisti, per far fronte a tali problemi sono due. In primis, prevedono l'utilizzo del "barometro di convergenza" per illustrare nello stesso momento sei o più dimensioni interdipendenti. In secondo luogo consigliano di fare riferimento al "termometro monetario", in grado di fornire un benchmark che definisca quanto la politica monetaria adottata devii da quello che sarebbe la condizione di ottimo auspicabile per tutti i paesi membri.

2.2 Squilibri macroeconomici nell'area euro dal 1992 al 2007

Nello scritto “Squilibri macroeconomici permanenti nell'area euro: cause e conseguenze”, Nils Holinski, Clemens Kool e Joan Muysken¹ si pongono come obiettivo quello di documentare per iscritto la crescente divergenza tra gli squilibri di bilancio esistenti tra le regioni dell'Europa del Nord e del Sud nel periodo compreso tra il 1992 ed il 2007; aumento della disuguaglianza non seguito però da un corrispondente incremento della produttività e della crescita dei paesi dell'area meridionale. Gli autori affermano come un controllo sistematico delle disuguaglianze, seguito da una implementazione di politiche economiche coordinate, possa rivelarsi di significativa importanza al fine di prevenire il pericolo della creazione di larghi ed insostenibili squilibri tra paesi membri.

Il 1 Gennaio 1999 ha segnato la nascita dell'area euro e l'introduzione dell'euro come moneta unica corrente per gli 11 paesi membri dell'unione. All'epoca questo venne percepito come il passo finale nel processo di integrazione dell'unione economica e monetaria Europea. In contemporanea, venne creata la Banca Centrale Europea, con lo scopo di mantenere la stabilità dei prezzi attraverso l'implementazione di una politica monetaria comune e fu varato il Patto di stabilità e di crescita, con l'obiettivo di indirizzare le politiche fiscali dei singoli paesi, di ridurre il deficit di bilancio e debito pubblico ad un ammontare massimo rispettivamente pari al 3% e al 60% del PIL. In seguito all'adozione di tali riforme, l'opinione comune era quella che il mercato interno europeo, caratterizzato da una libera circolazione di merci, capitali e lavoro, avrebbe garantito una forte crescita sostenibile nelle economie e di conseguenza consentito la convergenza nei cicli economici dei paesi membri, nonostante le differenze strutturali esistenti tra essi. Nonostante le politiche fiscali ed economiche adottate nel corso degli anni, però, queste divergenze non sono andate ad appianarsi ma hanno invece proseguito il loro corso, ampliando le difficoltà da parte delle autorità di adottare politiche comuni. Fino all'inizio della dura crisi finanziaria mondiale del 2008, la BCE è stata in grado di mantenere il tasso di inflazione a livelli bassi, garantendo una certa stabilità. Dal punto di vista fiscale, invece, intorno agli anni 2002-03, è iniziato ad essere evidente come iniziassero a presentarsi numerose difficoltà legate al rispetto dei vincoli imposti. Quando due dei paesi più potenti dell'area euro, Francia e Germania, hanno reso pubblica la loro decisione di non uniformarsi più ai canoni imposti dal Patto di stabilità, hanno generato una perdita di credibilità agli

¹ N. Holinski, C.Kool & J.Muysken,(2012) “Persistent macroeconomics imbalances in the Euro Area:causes and consequences” Federal Reserve Bank of S.Louis , January/February.

occhi del resto dei paesi delle decisioni europee. Ciò che in primis ha generato un cambiamento nelle scelte economiche dei paesi è stato sicuramente l'avvento della crisi economica del 2008. I mercati dei capitali internazionali hanno reagito a ciò richiedendo premi altissimi per detenere titoli del debito pubblico spagnolo, portoghese, irlandese ed italiano. I paesi europei, nella loro totalità, insieme con la BCE ed il fondo monetario internazionale si sono trovati costretti ad intervenire, nel 2010, per aiutare questi paesi in difficoltà, attraverso delle vere e proprie operazioni di salvataggio. Per ritornare al centro della questione, nello scritto i tre economisti sostengono come l'aumento degli squilibri delle partite correnti tra paesi dell'Unione, siano sintomo del verificarsi di un processo di disgregazione piuttosto che di convergenza, imputabile all'introduzione della moneta unica nel 1999, momento in seguito al quale si è andato intensificando il gap tra condizioni economiche del Nord e del Sud. Nel condurre una simili analisi, Holinski, Kool e Muysken², hanno immaginato di suddividere idealmente l'Europa, identificando un gruppo appartenente alla zona settentrionale – Germania, Austria, Finlandia e Olanda- caratterizzati da costanti surplus di bilancio, e un gruppo relativo alla zona meridionale – Grecia, Portogallo, Spagna ed Irlanda- caratterizzati invece da persistenti deficit di bilancio. Nella seconda sezione dell'elaborato, infatti, questi forniscono evidenze empiriche circa l'andamento delle partite correnti nei diversi paesi membri, nel periodo compreso tra il 1992 e il 2007. A sostegno di questa analisi, Essi hanno adoperato dati provenienti in maggior parte dal database messo a disposizione dalla Commissione Europea, che consente una consistente analisi delle differenti variabili da considerare. Al fine di rendere l'elaborazione più semplice, si ipotizza che l'Europa sia un'economia chiusa, considerando quindi, solo i paesi che ne fanno parte. Per identificare i gruppi classificati come “Nord” e “Sud”, gli autori hanno utilizzato un metodo di raggruppamento caratterizzato dall'ausilio dell'analisi dei dati relativi agli 11 paesi membri originari, con l'aggiunta della Grecia, entrata nel 2000. I 5 paesi entrati a far parte dell'Unione solo in seguito sono stati esclusi dall'analisi. Le variabili a cui si fa riferimento in questo studio, in base alla quale vengono comparati i paesi dei due raggruppamenti, sono essenzialmente le partite correnti, il risparmio pubblico e privato, tassi di interesse reali e nominali, investimenti e commercio.

² N. Holinski, C.Kool & J.Muysken,(2012) “Persistent macroeconomics imbalances in the Euro Area:causes and consequences” Federal Reserve Bank of S.Louis , January/February.

2.2.1 Analisi delle variabili nel tempo

La Figura 1 presenta prove evidenti del persistente aumento degli squilibri tra partite correnti verificatosi dal 1992 al 2007 tra i paesi dell'euro zona. Sin dal momento della firma del Trattato di

Current Account (1992-2007)

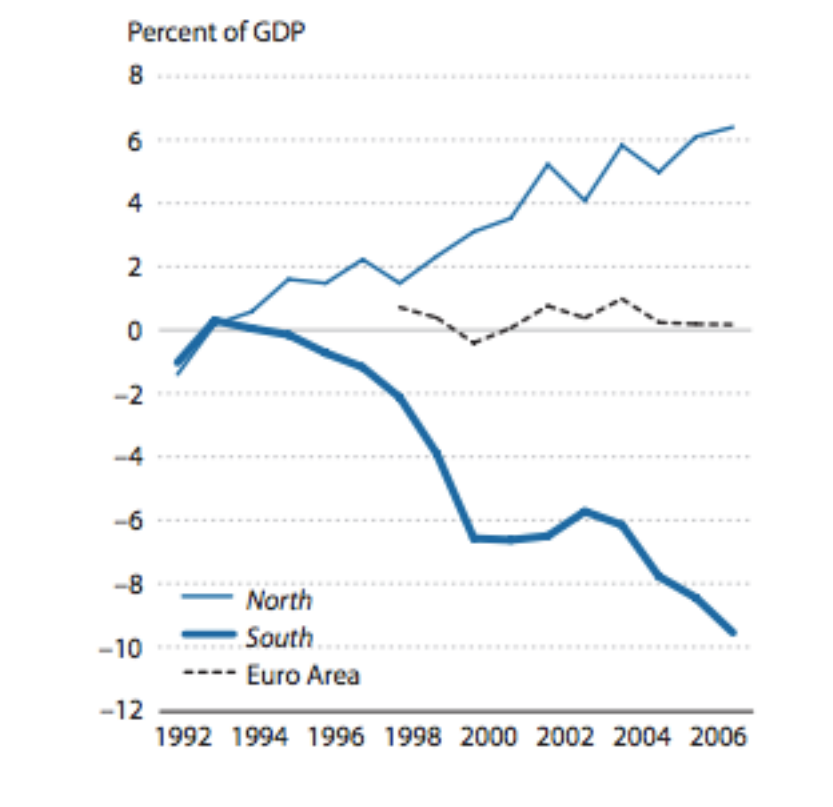


Figura1: Rappresentazione dell'evoluzione delle partite correnti. Fonte: Database Commissione Europea

Maastricht nel 1991, la media relativa alle partite correnti dei paesi del “Nord” ha iniziato a crescere, partendo da un piccolo deficit nel 1992, fino ad arrivare ad un livello pari a più del 6% del PIL nel 2007; d'altra parte è chiaro come la media delle partite correnti relativa al “Sud” sia crollata fino a raggiungere un livello prossimo allo zero agli inizi degli anni '90, per poi risalire, raggiungendo un livello di deficit ragionevole, pari a circa il 10% del PIL nel 2007.³

Nonostante non si possa effettuare un'interpretazione letterale degli squilibri bilaterali esistenti riferendosi esclusivamente alla Figura 1, a causa delle relazioni commerciali di entrambe le aree considerate con altri paesi, questo fornisce comunque una forte prova dell'ingente flusso di capitali dal Nord al Sud. Il grafico mostra come la maggior parte delle divergenze esistenti possano essere attribuite al periodo relativo agli anni 1998-99, corrispondente all'introduzione della moneta unica. Per questa ragione i tre autori hanno scelto di dividere il periodo complessivo considerato in due sotto periodi : il primo, approssimativamente dal 1992 al 1998, ed il secondo da 1999 al 2007. La prima colonna della Tabella 1, sembrerebbe confermare quanto già identificato nel grafico precedente. Nel periodo immediatamente antecedente l'introduzione della moneta unica, le differenze tra le partite correnti risultavano minori rispetto alla condizione successiva, con un deficit medio pari allo 0,7% del PIL per i paesi del Sud e un surplus medio pari allo 0,9% del PIL per i paesi del Nord. Dal momento in cui la moneta unica è entrata in circolazione, le rispettive medie relative alle divergenze delle partite correnti sono aumentate di un ammontare superiore all'11% del PIL, determinando, tra le conseguenze, l'insorgere di nuove categorie di creditori e debitori.

Table 1
Current Account versus Public and Private Savings

Region	Current account		Net public savings		Net private savings	
	1992-1998	1999-2007	1992-1998	1999-2007	1992-1998	1999-2007
South	-0.7	-6.8	-5.7	-2.1	5.0	-4.7
North	0.9	4.6	-3.3	-0.2	4.2	4.8

NOTE: Values expressed as percent of GDP.

Tabella 1: Partite correnti vs risparmio pubblico e privato. Fonte: Commissione Europea.

2.2.2 Risparmi ed investimenti

Lo stesso studio continua poi procedendo lungo due differenti linee, al fine di identificare ed esplorare quelle che sono le origini delle divergenze tra le partite correnti nell'area euro, rappresentate in primo luogo dall'analisi dei settori pubblici e privati, attraverso le decisioni di risparmio ed investimento. In particolare, le identità utilizzare a tale fine sono: Partite correnti=Risparmio pubblico netto+ Risparmio privato netto (1) e Partite correnti= Bilancia commerciale+ Trasferimenti netti+ Reddito netto (2). La prima equazione come la bilancia delle partite correnti sia il risultato delle decisioni di risparmio ed investimento sia pubbliche che private. Nelle figure riportate in seguito, infatti, vengono riportati gli andamenti dei risparmi netti, pubblici e privati, relativi alle regioni del Nord e del Sud Europa. Ciò che è possibile evincere da tali dati, è che il risparmio netto pubblico, unitamente al Nord ed al Sud, abbiamo subito un aumento tra il 1992 ed il 1998. In seguito al 1999, i deficit medi hanno iniziato a fluttuare intorno allo zero, per quanto riguarda i paesi del Nord, e intorno al 2% per i paesi del Sud. Le conclusioni che suggeriscono questi dati, sono per lo più indirizzare a confermare come, in entrambe le regioni considerate, siano state implementate rigide politiche fiscali al fine di conformarsi ai criteri imposti dal Trattato di Maastricht e dal Patto di stabilità. Le Figure 2 e 3, d'altro canto, sono utili a comprendere come, la forte divergenza riscontrata tra i paesi dei due gruppi evidenziati dal 1999 in poi, sia dovuta maggiormente all'andamento del settore privato. I risparmi pubblici al Sud, infatti, hanno riscontrato una tendenza positiva pari a 3,6 punti percentuali tra il primo ed il secondo sub-periodo. Allo stesso tempo, se da una parte il deficit delle partite correnti del Sud ha subito un aumento dallo 0,7% al 6,8%, il Nord ha registrato un aumento del surplus dallo 0,9% al 4,6%.

Figure 2

Net Public Savings (1992-2007)



Figure 3

Net Private Savings (1992-2007)



Figura 2: Risparmio pubblico netto. Fonte: Commissione Europea.

Figura3: Risparmio privato netto. Fonte: Commissione Europea.

Secondo i tre autori, quindi, da questa analisi è possibile evincere come al Sud si sia verificato un ingente deterioramento dei risparmi privati netti, pari a più del 16% del PIL: da un surplus dell'8% del PIL riscontrabile agli inizi degli anni 90, ad un deficit dello stesso ammontare nel 2007. Fondamentale è anche effettuare un'analisi comparata del comportamento del settore privato tra i due gruppi. Al Nord, il miglioramento delle finanze del governo (indicato dall'aumento di 3,1 punti percentuali nei risparmi pubblici netti), apparentemente non ha avuto una particolare influenza sul livello dei risparmi privati. Al Sud, l'andamento dei risparmi pubblici e privati, invece, hanno seguito un andamento opposto. Se da una parte i criteri fiscali imposti dal Trattato di Maastricht e dal Patto di stabilità sono riusciti a disciplinare i risparmi pubblici, la crescita della spesa netta del settore privato ha più che compensato il miglioramento delle politiche governative, determinando un forte deterioramento delle partite correnti. La Tabella 2, viene inserita nel trattato dai tre economisti, con lo scopo di comparare l'andamento dei tassi di interesse nominali e reali nei due gruppi. Se da una parte al Nord, il tasso di inflazione risulta aver mantenuto un andamento prettamente stabile nel corso dell'intero periodo, la caduta del tasso di inflazione nominale e reale, secondo Holinski, Kool e Muysken, riflette una diminuzione mondiale dei tassi reali avvenuta nello stesso periodo. Nonostante ciò, è importante sottolineare ancora una volta come questa diminuzione sia stata di maggiore entità al Sud piuttosto che al Nord.

Table 2
Nominal and Real Interest Rates

Region	Nominal rates		CPI inflation		Real rates	
	1992-1998	1999-2007	1992-1998	1999-2007	1992-1998	1999-2007
South	9.7	4.6	4.0	3.3	5.7	1.3
North	6.8	4.6	2.2	1.8	4.6	2.6

NOTE: Values expressed as percent of GDP. CPI, consumer price index.

Tabella 2: Tasso di interesse nominale e reale. Fonte: Commissione Europea.

2.2.3 Analisi di reddito netto, bilancia commerciale e trasferimenti

Facendo ancora una volta riferimento all'equazione 2 precedentemente riportata, per analizzare l'andamento delle partite correnti da un punto di vista diverso, si fa riferimento a tre elementi importanti quali: bilancia commerciale, reddito netto e trasferimenti netti.

Figure 6

Net Foreign Assets (1992-2007)

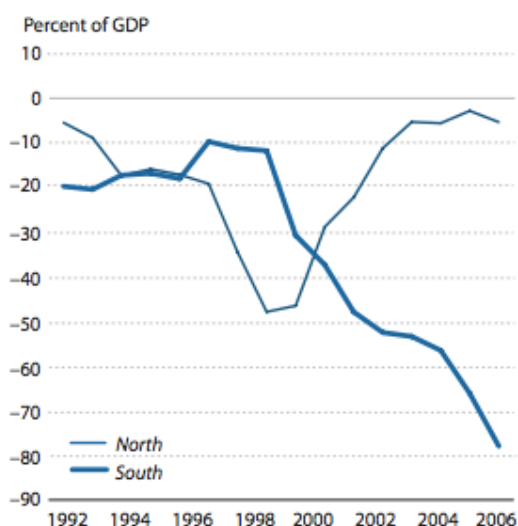


Figure 7

Net Factor Income (1992-2007)



Figura 6: Attività nette con l'estero. Fonte: Commissione Europea, Eurostat.

Figura 7: Reddittività netta dei fattori. Fonte: : Commissione Europea, Eurostat.

La Figura 6 mostra l'evoluzione delle attività nette con l'estero in percentuale del PIL nel periodo compreso tra il 1992 e il 2007. Fino alla fine degli anni 90, le posizioni del Nord e del Sud rispetto a tale variabile risultavano prevalentemente comparabili, con fluttuazioni comprese tra il 10 ed il 20% del PIL. Il costante aumento nelle divergenze tra partite correnti, a partire dal 2000, ha iniziato ad avere delle influenze anche sull'andamento delle attività con l'estero. Mentre la posizione del Nord ha subito un miglioramento continuo negli anni, grazie all'aumento del surplus registrato, il Sud ha fronteggiato una persistente diminuzione di queste attività nette, in risposta all'aumento negli stessi

anni del deficit. La media relativa all'indebitamento estero del 2007 infatti, risultava pari all'80% del PIL per il Sud.

Figure 8

Trade Balance (1992-2007)

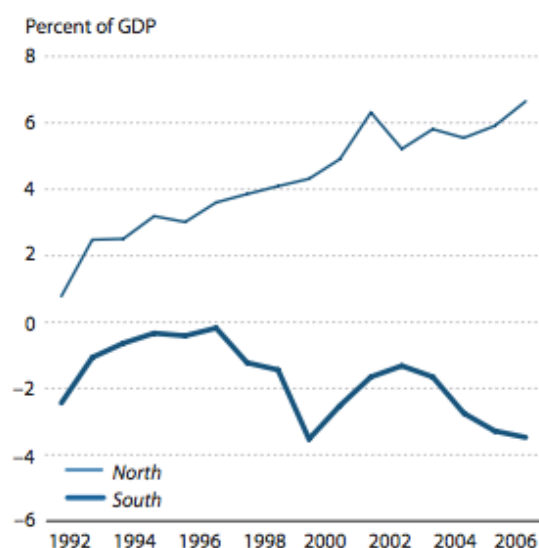


Figure 9

Net Current Transfers (1992-2007)

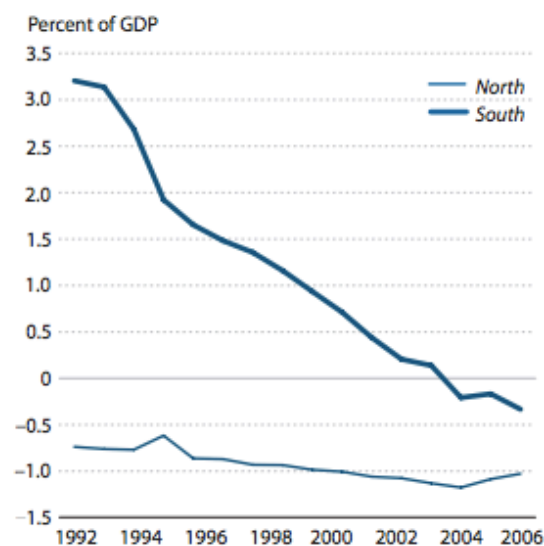


Table 4

Current Account Decomposition as a Percent of GDP

Region	Current account		Trade balance		Net factor income		Transfers	
	1992-1998	1999-2007	1992-1998	1999-2007	1992-1998	1999-2007	1992-1998	1999-2007
South	-0.7	-6.8	-0.9	-2.4	-2.3	-4.8	2.2	0.3
North	0.9	4.6	2.8	5.4	-1.2	0.1	-0.8	-1.1

Figura 8: Bilancia commerciale. Fonte: Commissione Europea, Eurostat.

Figura 9: Traferimenti netti. Fonte: Commissione Europea, Eurostat.

Tabella 4: Composizione partite correnti come percentuale del PIL. Fonte: Commissione Europea, Eurostat.

Le Figure 7,8,9 e la Tabella 4 rappresentano le divergenze tra le partite correnti attraverso le sue tre componenti. In particolare è opportuno soffermarsi sullo sviluppo della bilancia commerciale nei due sottogruppi. Il Nord ha registrato un aumento consistente dall'1% del PIL nel 1992 a più del 6% nel 2007. Le medie relative al Sud, invece, mostrano delle oscillazioni maggiori, con dei picchi di -4% nel 2000 e -1% nel 2003. Da allora, un altro trend negativo ha caratterizzato questa zona fino a raggiungere nuovamente il -4% nel 2007. Per ciò che concerne i trasferimenti, rappresentati nella Figura 9, è possibile evincere come, il netto declino relativo al Sud sia, per ipotesi degli autori, da stato causato dall'entrata di molti nuovi paesi a basso reddito soprattutto dalle zone dell'est europeo dopo la metà del 1990. L'ingresso di questi paesi, caratterizzati per l'appunto da redditi molto inferiori ai paesi dell'area meridionale dell'Europa, abbia causato un cambiamento di direzione nella redistribuzione dal Sud all'Est. La causa dell'aumento del deficit relativo al gruppo più debole, sarebbe quindi da individuare nel declino dell'ammontare dei trasferimenti, e nell'aumento delle spese relative ai fattori di produzione. Minori trasferimenti, non hanno condotto ad aggiustamenti nella bilancia commerciale del Sud; questo ha invece forzato i paesi in questione all'indebitamento affinché potessero mantenere positivo il livello netto di importazioni e allo stesso tempo finanziare il proprio debito di governo. Di conseguenza, l'aumentare dei prestiti ricevuti ha incrementato il debito con l'estero e con esso gli interessi da pagare, determinando inevitabilmente una condizione di indebitamento destinata a crescere con il tempo.

2.2.4 Ulteriori variabili

La teoria neoclassica della massimizzazione dell'utilità intertemporale, suggerisce come l'esistenza di trend divergenti tra partite correnti possa essere considerata una diretta conseguenza di un processo di convergenza tra paesi con diversi livelli di sviluppo economico. Nello specifico, in presenza di mercati finanziari e reali integrati, i paesi con redditi pro capite inferiori, dovrebbero verosimilmente attrarre un ammontare superiore di investimenti interni ed esteri, al fine di stimolare il processo di crescita. Nello stesso momento, questi paesi dovrebbero consumare di più e risparmiare meno, in previsione di redditi più alti in futuro. Ulteriori dati che vengono inseriti nell'elaborato a supporto della tesi di non convergenza tra paesi europei, vi sono quelli relativi al PIL pro capite reale e alla produttività totale dei fattori.

Figure 12

Relative Real GDP per Capita (1992-2007)

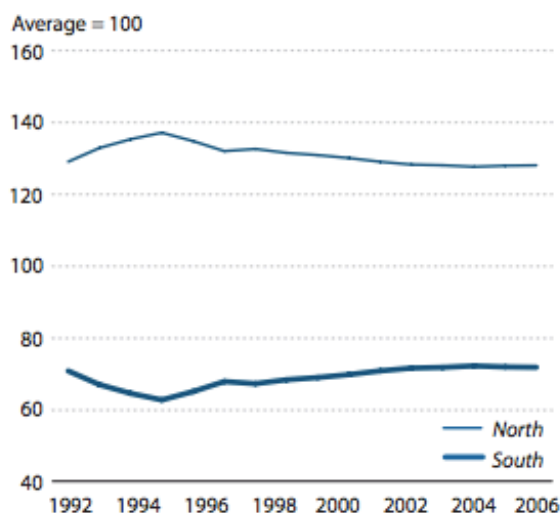


Figure 13

Relative Total Factor Productivity (1992-2007)

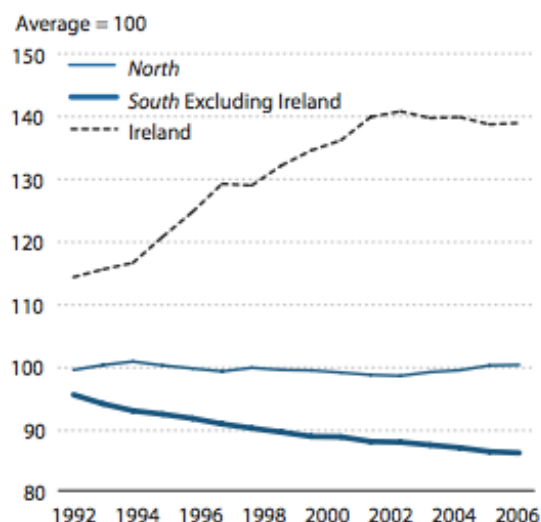


Figura 12: PIL reale pro capite. Fonte: Commissione Europea, Eurostat.

Figura 13: Produttività totale dei fattori. Fonte: Commissione Europea, Eurostat.

La Figura 12 in particolare mostra le differenze nell'andamento del PIL pro capite reale tra Nord e Sud. Gli autori osservano ancora una volta come, i redditi reali pro capite al Nord siano di un ammontare pari a più del doppio di quelli del Sud. Rilevante al fine dell'analisi è sottolineare come si registri una minima convergenza nel corso del tempo, nonostante il processo di integrazione economica e monetaria Europea, l'introduzione di una moneta unica e il sostanziale afflusso di capitali netti al Sud. La Figura 13 invece mostra evidenze importanti a motivazione della mancata convergenza tra reddito pro capite tra paesi: la produttività totale dei fattori al Sud subisce un ribasso rispetto al Nord negli anni compresi tra il 1992 e il 2007, con unica eccezione quella dell'Irlanda, rappresentata singolarmente, in quanto contraddistinta da un forte aumento in particolare durante gli anni 90. Riassumendo, i tre autori sostengono come quanto le prove a sostegno della convergenza risultino deboli. Studi provano come nel periodo compreso tra il 1992 ed il 2007 si sia registrato un ingente flusso di capitali dal Nord al Sud, che sfortunatamente non ha fatto sì che nei paesi più deboli si registrasse un aumento della produttività e del reddito pro capite. Numerose evidenze mostrano inoltre come anche il livello degli investimenti privati al Sud sia

rimasto contenuto, nonostante l'afflusso di denaro. In conclusione, la tesi da Loro sostenuta è proprio che, tenendo presente il quadro generale, sia difficile confermare l'ipotesi di convergenza automatica nell'area euro. Holinski, Kool e Muysken però, sostengono al tempo stesso che la teoria della convergenza possa spiegare solo parzialmente la crescita delle disuguaglianze tra paesi membri. Per esempio, Jaumotte e Sodsriwiboon (2010), forniscono prove convincenti a sostegno del fatto che, l'aumento del debito del Sud sia stato causato anche dall'aumento della disponibilità di credito, conseguenza diretta delle politiche di liberalizzazione finanziaria. La spiegazione che viene fornita dagli autori al significativo aumento dei prestiti richiesti dall' Europa meridionale è l'atteggiamento eccessivamente rischioso delle banche del Nord e del Sud, unitamente al fallimento dei mercati finanziari di che riconoscere la scomparsa del rischio di tasso di cambio e del rischio di inflazione, dovute all'introduzione dell'Euro, non eliminavano di conseguenza anche il rischio sovrano e di paese. L'analisi di queste variabili, sono utili alla comprensione del quadro generale della situazione Europea e a sottolineare come maggiore attenzione dovrebbe essere rivolta alle eterogeneità presenti tra le realtà europee, come differenze nelle preferenze, negli orizzonti di programmazione ed avversione al rischio.

2.2.5 Ragioni a supporto della non convergenza

La natura dello studio di Holinski, Kool e Muysken prettamente qualitativa, non permette di giungere ad una conclusione definitiva circa la non convergenza Europa. Gli stessi però, riportano lavori di altri economisti a sostegno della propria tesi. Tra questi individuiamo Arghyrou e Chortareas (2008) e Jaumotte e Sodsriwiboon (2010) i quali sostengono che le disuguaglianze tra partite correnti evidenziabili tra i paesi membri siano da considerare un serio motivo di preoccupazione, e l'intervento attraverso politiche economiche consone delle autorità predisposte. Le tesi di Holinski, Kool e Muysken a sostegno di questa idea sono tre. Innanzitutto, a Loro avviso, lo sviluppo dell'aggregato europeo nell'ultima decade, prova sufficientemente come le decisioni degli agenti privati rispetto ai risparmi e agli investimenti possano causare un grande deficit senza automaticamente una crescita economica domestica ed un aumento della produttività sufficiente. Il risultato può essere il determinarsi di un insostenibile indebitamento estero netto, che contribuisce ad acuire le difficoltà economiche del paese. In secondo luogo, una volta che emergono gli squilibri già citati, i meccanismi di aggiustamento risultano deboli e costosi nell'area euro. Le politiche ed i

suggerimenti mirati ad aumentare la produttività e la competitività nei paesi del Sud, come sostenuto da Jaumotte e Sodsriwiboon (2010), sono utili ma insufficienti per consentire una veloce riduzione del gap registrato da questi paesi nel breve periodo. In ultimo, Essi ipotizzano l'esistenza di un forte legame bidirezionale esistente tra gli squilibri nelle partite correnti e le politiche fiscali. Il FMI (2011) mostra come gli aggiustamenti fiscali abbiano effettivamente conseguenze sugli equilibri esterni. In media, infatti, le bilance dei pagamenti subiscono un miglioramento in quei paesi caratterizzati da politiche fiscali restrittive, e viceversa per quei paesi con politiche più espansive. Questo implica che ad influire sui disequilibri presenti non siano solo le decisioni di risparmio ed investimento degli agenti privati, ma anche le politiche fiscali correnti e passate attraverso l'impatto che queste possono avere sulle scelte degli agenti stessi. Lo scopo dell'elaborato citato è quindi quello di identificare le divergenze presenti tra l'area meridionale e settentrionale dell'Europa. Soprattutto dal 1999, emerge come il Nord ed il Sud siano stati caratterizzati da un surplus e un deficit rispettivamente pari al 4,6% e al -6,8% del PIL. La crescita dell'area denominata Nord è dovuta da un lato all'adozione di politiche fiscali ben consolidate e dall'altro da decisioni di risparmio ed investimento da parte del settore privato rimaste relativamente stabili. Inoltre il Nord è stato in grado di trasformare una maggiore competitività in un aumento del commercio e del valore netto dei prodotti all'estero. Per quanto concerne il Sud, la diminuzione di circa il 10% del PIL registrata nei risparmi relativi al settore privato tra il 1992 e il 2007 è per ipotesi, identificata come la causa maggiore del grande deficit delle partite correnti. Posto in altri termini, il Sud ha costantemente richiesto prestiti dall'estero per far fronte alla situazione negativa del saldo commerciale e agli interessi sui debiti contratti. Il dato più preoccupante è soprattutto legato al fatto che questi paesi non siano stati in grado di convertire l'ingente flusso di capitali ricevuto, in una maggiore produttività e competitività economica. Il monitoraggio continuo di questi squilibri e l'implementazione di politiche economiche coordinate ed adatte alle diverse esigenze dei paesi, possono considerarsi misure idonee a prevenire l'aumento delle disuguaglianze per i seguenti motivi: primo, l'eterogeneità di questi paesi e l'assenza delle caratteristiche di ottimalità di un'area valutaria, possono portare all'aumento delle divergenze tra partite correnti senza un miglioramento della produttività o una crescita economica a sostegno. Secondo, l'assenza di meccanismi di aggiustamento di mercato sufficienti finisce per aumentare i costi di implementazione di politiche che riescano a contenere tali disuguaglianze. In ultimo, la

presenza di larghi squilibri esterni, posso avere potenziali conseguenze negative sulle politiche fiscali.

2.3 *Situazione attuale*

Dopo aver analizzato a livello teorico e aggregato gli studi che nel corso del tempo si sono preoccupati di analizzare le divergenze tra paesi europei, è opportuno ora passare in rassegna quelli che sono i dati relativi alla condizione odierna dell'aggregato europeo. Per fare ciò è necessario identificare quelle che sono le differenze strutturali e non dei paesi membri, per comprendere a pieno le origini degli squilibri odierni e delle diverse reazioni a shock asimmetrici. Solo in seguito, nel corso del prossimo capitolo, sarà possibile comprendere le conseguenze per il sistema europeo dell'uscita di un paese membro. Il 2015, in particolar modo l'arco di tempo compreso tra Giugno e Luglio, verrà ricordato, almeno finanziariamente, come l'anno della crisi greca, che ha segnato un punto di svolta nella storia dell'Unione Europea. Gli ingenti aiuti economici concessi dai paesi membri, si sono rivelati utili per allentare momentaneamente le tensioni sui mercati, ma non sono state sufficientemente adeguate a far fronte ai significativi problemi strutturali che affliggono il Vecchio Continente. L'insorgere delle problematiche greche, in particolare, ha evidenziato ancora una volta l'inadeguatezza del sistema europeo, ormai instabile e soggetto a continui turbamenti, che si presenta sì come un'unione monetaria, ma non fiscale, economica e politica. Il percorso di integrazione tra le diverse economie dell'unione è ostacolato dalle profonde differenze che contraddistinguono le realtà dei paesi membri, e comprenderle è utile per analizzare la situazione attuale. A questo proposito, risulta utile il supporto di una tabella che riassume i valori di diverse variabili legate ad ogni singolo stato, aggiornata al 2015. Prendendo in considerazione il rapporto debito pubblico/PIL, sono evidenti le prime differenze; questo oscilla tra il 10% dell'Estonia al 132% italiano e il 177% greco, il che sottolinea ancora una volta come l'indebitamento dei paesi mediterranei sia notevolmente più marcato dei paesi continentali della stessa UE. Deficit diversi equivalgono a necessità differenti ed impongono l'adozione di politiche divergenti. All'acuirsi della crisi economica le autorità continentali hanno imposto ai paesi in difficoltà il rispetto delle norme europee finanziarie, affinché sia possibile favorire il rientro del rapporto debito/PIL dei paesi periferici. Nonostante questo, però, nel 2014 otto paesi dell'UE hanno registrato un deficit superiore rispetto a quanto previsto dagli accordi di Maastricht (3%). Se da una parte la Germania si avvia a

concludere l'anno registrando un surplus di bilancio, la Spagna, per esempio, registrerà un deficit del 4,5%.

	Rapporto Debito Pubblico/PIL (Fonte: Eurostat)	Deficit Pubblico		PIL		
		2014 (Eurostat)	Prev. 2015 (Comm. Europea)	2014 (Eurostat)	Q1 2015 (OCSE)	Prev. 2015 (Bloomberg)
Germania	74,7	0,7	0,6	1,6	0,3	1,8
Francia	95	-4	-3,8	0,2	0,6	1,2
Italia	132,1	-3	-2,6	-0,4	0,3	0,7
Spagna	97,7	-5,8	-4,5	1,4	0,9	2,9
Paesi Bassi	68,8	-2,3	-1,7	1	0,6	1,8
Belgio	106,5	-3,2	-2,6	1,1	0,3	1,3
Austria	84,5	-2,4	-2	0,4	0,1	0,7
Grecia	177,1	-3,5	-2,1	0,8	-0,2	-0,7
Finlandia	59,3	-3,2	-3,3	-0,4	-0,2	0,4
Irlanda	109,7	-4,1	-2,8	4,8	2,3	3,7
Portogallo	130,2	-4,5	-3,1	0,9	0,4	1,7
Slovacchia	53,6	-2,9	-2,7	2,4	0,8	3
Lituania	40,9	-0,7	-1,5	2,9	-0,6	2,6
Lussemburgo	23,6	0,6	0	2,9	nd	2,4
Slovenia	80,9	-4,9	-2,9	2,6	0,8	2,2
Lettonia	40	-1,4	-1,4	2,4	0,3	2,4
Estonia	10,6	0,6	-0,2	2,1	-0,3	2,2
Cipro	107,5	-8,8	-1,1	-2,3	1,5	0,8
Malta	68	-2,1	-1,8	3,5	nd	3,2
EUROZONA	91,9	-2,4	-2	0,8	0,4	1,5

Figura 2.4 : Tabella riassuntiva di deficit, PIL e rapporto debito/PIL per i paesi dell'UE

Fonte: Lupotto & Partner.

Le differenze esistenti tra paesi hanno fatto sì che, in risposta alla crisi, alcuni paesi abbiano privilegiato politiche di bilancio restrittive con conseguente rigore dei conti pubblici, mentre altri hanno preferito politiche espansive che hanno aumentato il deficit di bilancio per accelerare la ripresa. Analizzando le differenze nell'andamento del PIL, mentre l'Eurozona nel suo complesso è cresciuta dello 0,8% nel 2014, con previsioni nel 2015 ancora positive, altre realtà al suo interno quali Irlanda, Spagna e Italia, che hanno un ritmo di crescita molto meno sostenuto, colpite dalla recessione del 2014 e nell'anno in corso. Per ciò che concerne il mercato del lavoro, invece, le divergenze si fanno ancora più significative; si oscilla tra il 5% di disoccupazione registrata in Germania e il 24,5% spagnolo, specchio del diverso stato di salute delle due economie. Anche la variabile inflazione subisce un andamento non lineare tra i paesi membri, con alcuni paesi in deflazione e altri, come l'Austria, con un'inflazione già prossima all'obiettivo del 2% imposto dalla BCE. Le situazioni di squilibrio all'interno dell'UE sono molteplici e molto presenti, evidenziato

soprattutto dall'andamento del livello del PIL Pro-Capite, sintomo del grado di sviluppo dei vari paesi.

PIL Pro Capite (2014, in EUR) (Fonte: FMI)	Tasso di Disoccupazione (Eurostat)	Tasso di Inflazione (Eurostat)	Rendimento Governativo 10Y	Quota PIL Eurozona
33.576	5	0,8	0,68	28,2%
32.229	10,2	0,6	0,96	21,6%
25.638	12,7	0,2	1,87	16,0%
22.669	24,5	-0,2	1,89	10,8%
37.521	7,4	0,3	0,83	6,4%
35.111	8,5	0,5	0,97	4,0%
36.112	5,6	1,5	0,92	3,1%
16.969	26,5	-1,4	11,11	2,0%
34.035	8,7	1,2	0,67	1,9%
39.337	11,3	0,3	1,25	1,9%
16.150	14,1	-0,2	2,49	1,7%
13.446	13,2	-0,1	0,97	0,7%
11.140	10,7	0,2	1,35 ¹	0,4%
64.012	6	0,7	0,58 ¹	0,3%
11.864	9,7	0,4	2,11	0,3%
10.496	10,8	0,7	1,08	0,2%
13.105	7,4	0,5	nd	0,2%
16.844	16,1	-0,3	3,46 (7 Y)	0,2%
17.294	5,9	0,8	1,70 ¹	0,1%
28.600	11,6	0,4	nd	100,0%

Figura 2.5 : Tabella riassuntiva di tasso di disoccupazione, tasso di inflazione, rendimento governativo per i paesi dell'UE

Fonte: Lupotto & Partners

E' opportuno anche precisare però, che la presenza di queste disomogeneità in un'unione sono difficilmente evitabili: negli stessi Stati Uniti si registrano importanti squilibri a livello di disoccupazione, PIL e tassi di crescita tra stati. Ciò che manca all'UE è però, un'unione fiscale con un governo forte che sia in grado di far fronte ad una equa distribuzione delle risorse pubbliche in tutti gli stati membri, nonché un mercato del lavoro flessibile e integrato che riduca le disuguaglianze. Puntare ad una eliminazione definitiva di tutte le differenze esistenti non è la strategia ottima per consentire all'UE di ritrovare la sua stabilità, bensì ci si troverà a dover compiere una scelta: se far sì che gli squilibri esistenti siano gestiti da un governo centrale unico e forte, oppure se lasciare che questo rimanga nelle mani dei mercati valutari e delle loro dinamiche.

3. Capitolo 3 – Uscita dall’Unione monetaria

3.1 Introduzione

Negli ultimi 12 anni alcuni paesi dell’Eurozona hanno sperimentato un tasso di inflazione maggiore rispetto alla media dei paesi membri, il che ha determinato la creazione di squilibri nelle loro bilance dei pagamenti. I casi più estremi sono Grecia e Portogallo. Per tasso di cambio intendiamo la misura volta a calcolare il valore relativo dei beni di un paese rispetto a quelli di un suo partner commerciale. Variazioni del tasso di cambio reale avvengono nel caso in cui si verifichino variazioni del tasso di cambio nominale, variazioni dell’inflazione domestica o estera. In particolare, il tasso di cambio aumenta, cioè si apprezza, se si verificano pressioni al rialzo dei prezzi interni in misura maggiore di quelli esteri. Per gli agenti economici del paese in cui si verifica questo aumento, sarà più conveniente l’acquisto di beni esteri, il che causerà una perdita di competitività a livello internazionale. Ora, dal momento che i paesi sopracitati hanno accumulato un consistente deficit interno ed esterno, sarebbe necessario che affrontassero un lungo periodo deflattivo per riequilibrare l’economia. Questo provvedimento, a causa della rigidità strutturale dei salari, determinerebbe un aumento consistente della disoccupazione. Per quei paesi che non sono nelle condizioni di diminuire i prezzi nominali e i salari, potrebbe rivelarsi utile uscire dall’Eurozona e portare avanti un processo di svalutazione del tasso di cambio reale⁴. Ovviamente, l’abbandono di un sistema valutario che prevede l’adozione di una moneta corrente unica e di un tasso di cambio fisso, porta con sé numerosi costi e cambiamenti strutturali per i paesi interessati. In ogni caso, la storia ci fornisce alcuni incoraggianti esempi di come, nel lungo periodo, un’unione valutaria risulti instabile, e di paesi che hanno abbandonato un’unione valutaria proseguendo, dopo un periodo di transazione, la loro crescita economica. Questo può risultare utile nel disegnare un piano di successo per consentire ad un paese di uscire dall’area Euro. All’inizio, la procedura di uscita sarà complessa sia in termini economici che legali; d’altra parte, però, è possibile individuare una strategia senza costi, semplice e di impatto. Il progetto⁵ si focalizza sul tasso di interesse reale e

⁴ Alberto Bagnai(2013), “Il tramonto dell’Euro”, Imprimatur editore.

⁵ Pedro Cosme Costa Vieira(Gennaio 2012), “A plan for a country to exit the Euro Zone”

sui salari reali, le quali variazioni saranno in grado di correggere il deficit di bilancio e diminuire il tasso di disoccupazione. La ridenominazione dei contratti di lavoro locali prima, e la re-indicizzazione dei contratti di credito a lungo termine risulteranno in grado di determinare una diminuzione dei prezzi nominali, dei salari rispetto all'euro ed aumentare al tempo stesso il tasso di interesse reale.

3.1.1 Esempi storici di uscita da un sistema monetario

Prima di analizzare quelle che sarebbero le conseguenze dell'eventuale uscita di un paese dall'euro, è opportuno passare in rassegna evidenze storiche di rottura di un sistema monetario, utili per comprendere costi e benefici da aspettarsi dopo un simile passo. Andrew Rose⁶, per esempio, ha elencato 69 paesi che dopo la seconda guerra mondiale hanno abbandonato un'unione monetaria, comparandoli con altri 61 che hanno deciso invece di proseguirla nello stesso periodo. Sulla base di questa analisi compiuta con il supporto di dati statistici, egli ha individuato come non fossero stati presenti "significativi movimenti macroeconomici prima, durante e dopo l'uscita".

La figura 3.1 illustra il comportamento di alcune variabili macroeconomiche intorno al periodo di uscita, comparandole con quelle dei paesi rimanenti nell'unione monetaria: a questo scopo nei grafici figura una linea orizzontale a rappresentare la media dei redditi reali degli 'stayers'. Il grafico in alto a sinistra mostra come il PIL pro capite sia nettamente inferiore per i paesi uscenti, ma soprattutto mostra come non si siano verificate sostanziali fluttuazioni cicliche dei redditi reali di un paese intorno al periodo di uscita. I paesi uscenti tendono ad avere caratteristiche simili, quali: governi di modeste dimensioni rispetto agli altri membri, scarsa capacità di rispondere al verificarsi di shock asimmetrici, meno benefici derivanti dal commercio internazionale e simili preferenze di investimento. Considerando tutte le variabili insieme, è dimostrato come i paesi più portati all'uscita siano quelli indipendenti, di grandi dimensioni e democratici, ma soprattutto che detengano un sistema di governo stabile, in grado di sostenere un tasso di inflazione e di crescita economica più alto del resto dei paesi ancora aderenti all'unione.

⁶ Andrew Kenan Rose (Maggio 2007), "Checking out: exits from Currency Unions"

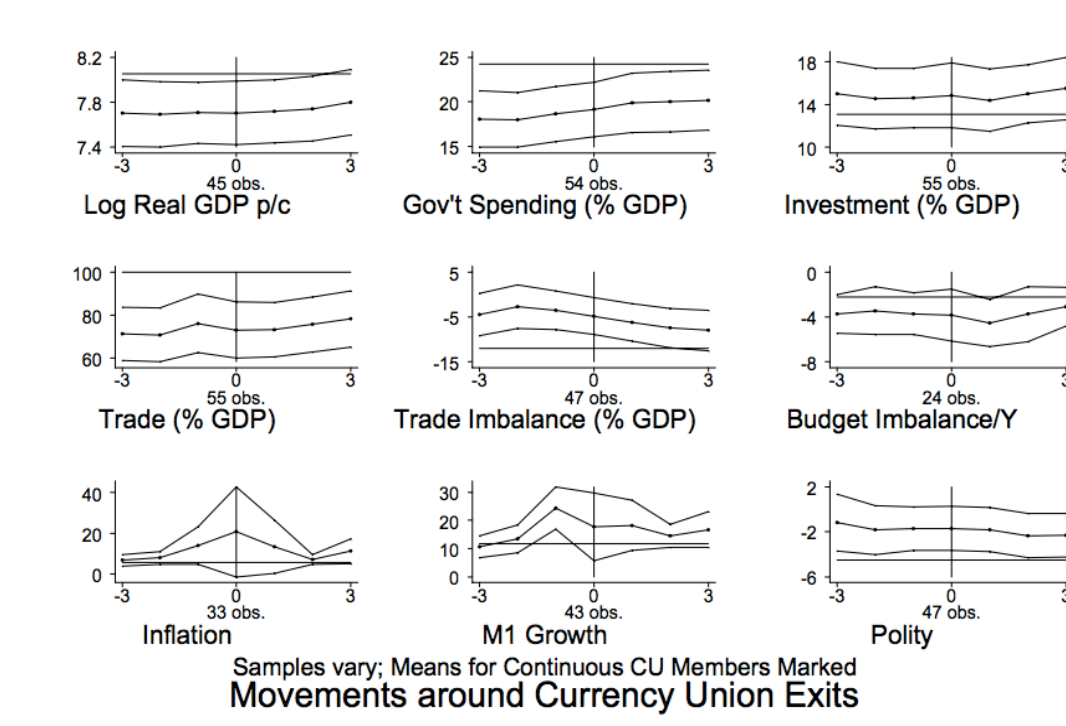


Figura 3.1 : Studio di variabili in seguito all'uscita da un sistema monetari. Fonte: ¹ Andrew Kenan Rose (Maggio 2007), "Checking out: exits from Currency Unions"

La conclusione dell'analisi di Rose è quindi che in seguito all'uscita di un paese da sistema monetario unico, la volatilità delle variabili macroeconomiche registrata sia di modesta entità e che vi sia uno scarso legame tra l'indipendenza monetaria e politica. Questo studio potrebbe essere rassicurante per qualsiasi governo che abbia intenzione di abbandonare l'euro-zona. Uno sguardo più attento, però, mostra come i paesi inclusi nell'analisi abbiano poco in comune con l'UE in quanto per la maggior parte di piccole dimensioni caratterizzati da economie post-coloniali. Data la definizione di unione monetaria come la manifestazione della volontà di paesi indipendenti di istituire una moneta unica controllata da una banca centrale, di accettare un tasso di cambio fisso ed una politica monetaria comune, è chiaro come non ci siano paralleli storici che possano davvero fornire una guida ai paesi intenzionati ad uscire dall'Euro. Rose, infatti, fornisce un esempio di come creare una nuova moneta ma non specifica le tecniche di rottura di un sistema monetario simile. I paesi considerati nella sua analisi, non erano caratterizzati da squilibri nella bilancia dei pagamenti, da mancanza di competitività o da disarmanti livelli di debito pubblico che rendono particolarmente critica la situazione di alcuni paesi europei. In passato tutte le unioni monetaria

costituitesi hanno finito per fallire, ma ci sono quattro casi di rottura che possono avere dei paralleli con l'euro-zona e fornire lezioni importanti circa gli aspetti tecnici della 'divisione' di una moneta unica in tante valute differenti:

1. La dissoluzione dell'Impero Austro-Ungarico nel 1918;
2. La dissoluzione del Rublo dopo il crollo dell'URSS nel 1991;
3. Il crollo dell'unione monetaria Ceca-Slovacca nel 1993;
4. La de-dollarizzazione dell'Argentina e del Brasile in 1999.

Secondo i dati raccolti da Vieira(2012), nel considerare l'andamento del PIL pro capite dei paesi delle unioni sopracitate prima, durante e dopo il break-up, è possibile notare come l'uscita comporti un effetto negativo sulle economie e un periodo di repressione del PIL (-54% in Ucraina, -35% in Russia, -20% in Slovacchia, -10% in Repubblica Ceca), seguito però da un'espansione economica una volta terminato il periodo di transizione.

In ogni caso, gli esempi riportati sono diversi dalla realtà europea in quanto qui, la rottura dell'unione è avvenuta per motivi politici piuttosto che economici. In nessuno di questi paesi era presente un problema di competitività o un eccessivo dislivello di debito tra paesi membri, così come il sistema finanziario non era così sviluppato e interdependente come risulta essere oggi. Questi riferimenti storici possono però rivelarsi esempi importanti di come effettuare una ridenominazione e di come ritornare alla valuta originaria, piuttosto che di argomenti quali default e svalutazione. Diverse sono le lezioni che provengono da questi esempi per l'euro-zona. Tra le più importanti troviamo quella secondo la quale nella zona Rublo e in Cecoslovacchia, l'anticipazione della notizia di break-up abbia comportato ingenti flussi in uscita di capitali. Prima dell'introduzione della nuova moneta corrente, si è verificato questo fenomeno causato in primis dalle aspettative su l'ammontare dell'inevitabile svalutazione della valuta. Anche allo scopo di contenere questo fenomeno le autorità hanno imposto un rigido controllo sui capitali e sui confini nel periodo di transizione. Lo scopo di questi provvedimenti era, ovviamente, quello di limitare il deflusso di capitali e le quantità di liquidi convertibili. Per quanto concerne l'UE, non sarebbe possibile impedire la libera circolazione di capitali e di persone. Sarebbe, inoltre, essenziale da parte del paese uscente, stabilire la credibilità della nuova valuta. La Banca centrale dovrà essere

abile nello stabilire un buon grado di confidenza e credibilità per i cittadini e prevenire un'eccessiva svalutazione della nuova valuta. A questo scopo sono stati adottati provvedimenti volti ad aumentare la fiducia dei cittadini tramite l'aumento di assets stranieri tra le riserve. Un approccio convenzionale è quello di richiedere prestiti al FMI una volta messa in circolazione la nuova moneta; una misura meno convenzionale è stata messa in atto dal Botswana nel 1976, dove la popolazione si prestò allo scambio della moneta in disuso con quella appena introdotta, consentendo alla Banca centrale di registrare un aumento consistente delle riserve. Questo esempio potrebbe essere utile come guida per un eventuale ritorno della Grecia alla Dracma. Le unioni monetarie in passato sono fallite a causa dell'inadeguatezza di discipline monetarie e fiscali in alcuni paesi.

La zona-rublo, in particolare, è l'esempio di ciò che accade ad un'unione monetaria in caso sia assente la coordinazione o la disciplina delle variabili macroeconomiche. Nel periodo tra il 1991 e il 1992, le 15 banche centrali concedettero grandi quantitativi di crediti ai propri governi, senza che vi fosse un'autorità superiore a garantire la stabilità. In un secondo momento, per tentare di controllare l'inflazione, la Banca di Russia decise di tagliare l'offerta di moneta agli altri membri dell'area monetaria, forzando questi paesi a creare una loro moneta surrogata. E' chiaro come il destino delle nuove valute non abbia seguito un percorso unico tra i paesi membri, riflettendo le differenti situazioni macroeconomiche e politiche. Considerando il caso della moneta Austro-Ungarica, per esempio, in seguito alla rottura, sia l'Austria che l'Ungheria subirono un periodo di iperinflazione, mentre ciò non si verificò in Serbia e in Cecoslovacchia, dove la nuova valuta mantenne il potere d'acquisto.

3.1.2 Il caso dell'Unione Europea

L'euro è un caso molto più significativo degli esempi storici citati, rappresenta infatti il 13% del PIL globale, è legato ad implicazioni legali di varia natura ed è un caso unico, in quanto non è dotato di un proprio governo. Inizialmente l'UE risultava un esperimento di successo. Il tasso di inflazione medio dei paesi membri si approssimava per tutti a quel 2%/annuo previsto come obiettivo dalla BCE e il tasso di interesse nominale a lungo termine scese dal 7.5%/annuo al 3.5%/annuo. Sfortunatamente, il successo era solo apparente. In primo luogo, infatti, la diminuzione del tasso di interesse nominale a lungo non era un risultato conseguente al processo di unificazione

ma rifletteva una tendenza mondiale. In secondo luogo poi, la convergenza del tasso di inflazione per i paesi membri non si realizzò ad una velocità adeguatamente elevata, il che comportò andamenti differenti dei tassi di cambio reali e il sorgere di squilibri nella bilancia dei pagamenti.

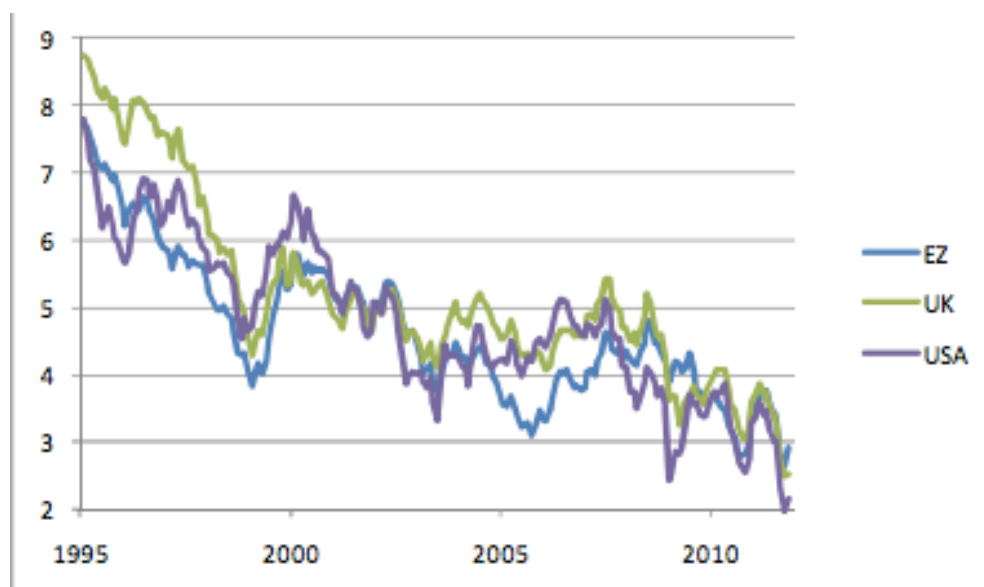


Figura 3.2: Andamento dei tassi di interesse nominali sui Bond a 10 anni. Fonte: Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico, dati mensili.

Nel Trattato di Maastricht il saldo dei pagamenti correnti non è stato considerato una variabile essenziale, perché si pensava che una volta sciolte le barriere tra paesi questo sarebbe diventato un dato trascurabile. Questa disuguaglianza si è sviluppata in un enorme indebitamento dei paesi periferici che ha condotto anche alla Crisi dei Debiti Sovrani nell'euro-zona.

Nel 2008, il tasso di interesse sui debiti iniziò a divergere tra i paesi dell'euro-zona dove i paesi in avanzo fronteggiarono una diminuzione del rischio, e quelli in deficit vennero declassati a paesi più rischiosi. All'inizio del 2010, invece, i tassi di interesse iniziarono a divergere molto più rapidamente al punto che il rendimento dei bond a 10 anni aumentò del 35% annuo in Grecia, del 13% annuo in Portogallo, del 7% annuo in Italia e del 5% annuo in Spagna.

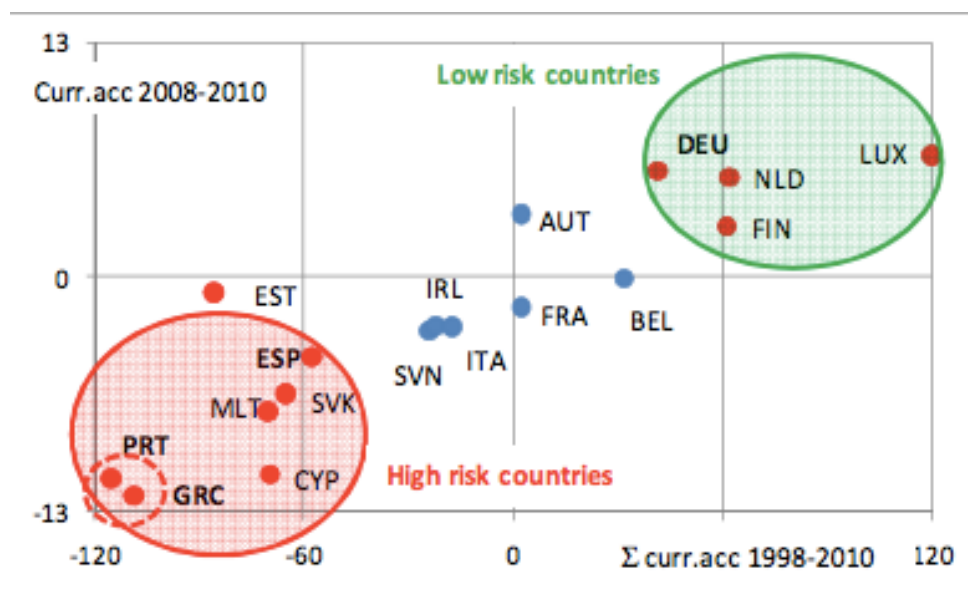


Figura 3.3: andamento divergente bilancia pagamenti in EZ 1998-2010 vs 2008-2010. Fonte: Worldbank

Il problema dell'unione monetaria europea è sia finanziario che economico. L'elemento finanziario è rappresentato dal fatto che diversi paesi sono costretti a fare i conti con un deficit di bilancio insostenibile, che minaccia la stabilità del sistema bancario. Il problema economico invece, consiste nel fatto che, sebbene secondo i piani, paesi dovessero essere tra loro convergenti, in molti paesi dell'area, costi e prezzi continuano a salire rapidamente in relazione agli altri membri, causando una diminuzione della competitività. Questa, a sua volta, comporta che i paesi interessati incappino in una crisi cronaca di domanda aggregata, che ha come diretta conseguenza un aumento del livello di disoccupazione, il peggioramento del deficit pubblico e privato e l'indebolimento delle banche. Inoltre, la posizione favorevole dei paesi in surplus è parzialmente la diretta conseguenza della perdita di competitività dei paesi deboli. Tutti i paesi in difficoltà necessiterebbero una svalutazione del tasso di cambio reale per poter riequilibrare la bilancia commerciale e garantire la piena occupazione con un'inflazione stabile; ciò è possibile tramite il deprezzamento del tasso di cambio o tramite deflazione domestica. Se prezzi nominali e salari fossero perfettamente flessibili, queste misure sortirebbero effetto; d'altra parte se così non fosse, svalutare non sarebbe la decisione ottima. Secondo la storia, questa procedura può comportare rischio di fallimento e vari pericoli come nel caso dell'Argentina (1955, 1959, 1962 e 1970), del Brasile (1967) e di Israele (1971). Anche se è difficile capire con esattezza quali sarebbero le conseguenze dell'uscita da un sistema

per un paese, per alcuni paesi periferici, continuare la strada dell'UE sembrerebbe comunque destinata a determinare difficoltà economiche, rischi significativi e default. Nel lungo periodo, la stabilità di un sistema economico multiculturale è strettamente correlata a variabili per l'appunto culturali e politiche piuttosto che economiche. Quando i paesi membri sono caratterizzati da preferenze eterogenee (per esempio legate alla politiche inflazionistiche), in quei paesi in cui le preferenze medie della popolazione sono più alte dell'inflazione media si può creare disavanzo di bilancio. Quando le politiche economiche sono uniche e le preferenze diverse, quindi, i governi si trovano nella condizione di dover imporre ai cittadini queste misure. Il sistema valutario economico è anche un regime di tassi di cambio fissi, il cui svantaggio principale è l'impossibilità di svalutare la moneta ma solo le variabili nominali (prezzi e salari) per riequilibrare il deficit delle partite correnti. Assumendo che l'equilibrio dell'economia si verifichi quando il tasso di disoccupazione raggiunge un certo valore limite, il sistema ruoterà intorno ad esso dove le forze di mercato spingono salari reali e tasso di interesse reale verso la condizione ottimale. Quando c'è disoccupazione nel mercato del lavoro, l'eccesso di offerta eserciterà una pressione al ribasso dei salari reali e al rialzo della domanda di lavoro, il che spinge il mercato verso l'equilibrio. Il deficit di partite correnti si crea nel momento in cui i risparmi locali risultano inferiori alle necessità di investimento; un aumento del tasso di interesse reale aumenterà i risparmi, diminuendo gli investimenti e spingendo ancora una volta le partite correnti verso l'equilibrio. Una diminuzione dei salari reali, spinge sia le partite correnti, riducendo i prezzi che aumentano le esportazioni, sia il mercato del lavoro verso l'equilibrio; un aumento del tasso di interesse reale, invece, permette di riequilibrare le partite correnti, ma non il mercato del lavoro (diminuendo la domanda di lavoro e aumentando l'offerta di lavoro). Data la rigidità dei salari nominali, l'aumento del tasso di interesse reale necessario per correggere il deficit di partite correnti, determinerà un aumento sostanziale della disoccupazione e una diminuzione del PIL. Si renderà quindi necessario un tasso di inflazione capace di accomodare il deprezzamento dei salari reali senza una diminuzione nominale di essi. Il tasso di inflazione medio del 2% annuo fissato dall'UE, però, non risulta sufficiente ad accomodare questa correzione dei salari. Riassumendo, la correzione del deficit delle partite correnti richiede simultaneamente un aumento del tasso di interesse reale e una diminuzione dei salari reali. L'obiettivo essenziale del paese intenzionato ad uscire dall'UE è la correzione del deficit senza un severo incremento del tasso di disoccupazione e una contrazione del PIL, conseguenti l'aumento del

tasso di interesse reale. E' opportuno che il paese si concentri sulle variabili macroeconomiche che rendono possibile questo passo.

3.1.3 Soluzioni possibili e controversie

Tra le soluzioni vagliate per garantire il successo dell'operazione di uscita, figurano tre da considerare con particolare attenzione.

Austerità: Il tentativo di diminuire il debito e riacquisire competitività attraverso una riduzione della domanda aggregata realizzata mediante la riduzione della spesa pubblica e/o l'aumento delle tasse, comporta una pressione al ribasso della domanda non solo domestica ma anche internazionale. L'austerità potrebbe però essere utile nello spingere la competitività attraverso un processo interno di deflazione che consiste nella diminuzione di salari e prezzi. La svalutazione del tasso di cambio, conseguente all'uscita dal sistema monetario, ha senso solo nel momento in cui il risultato economico è superiore al livello che si raggiungerebbe tramite la deflazione interna. La riduzione dei prezzi ha però come controindicazione l'aumento del valore reale del debito, il che peggiorerebbe le condizioni finanziarie del paese, intensificando la pressione al ribasso della domanda aggregata e la fragilità del sistema bancario. L'obiettivo di migliorare la competitività attraverso la deflazione si scontra, perciò, con l'obiettivo di ridurre il deficit di bilancio e di rivitalizzare l'economia. Svalutazione della moneta locale: per i paesi che hanno un debito eccessivo e poca competitività, uscire dall'Euro e svalutare la propria valuta è un'ottima opportunità di crescita economica.⁷ Se il processo risultasse vincente, si verificherebbe un aumento delle esportazioni nette, impedendo al debito di crescere ed influenzando positivamente la domanda domestica. Gli svantaggi legati ad esso da tenere in considerazione sono le eventuali perdite derivanti dalla crescita di costi di transazione e della volatilità della valuta locale. I paesi periferici affrontano poca competitività e ingente debito; l'uscita dall'area valutaria e un aumento del tasso di inflazione possono aiutare a ridurre il debito ma non risolvono il problema della competitività.

Default: attraverso il processo di svalutazione, il valore del debito dei paesi periferici, aumenta in termini della valuta corrente. E' comune che queste economie adottino procedure di default in caso

⁷ Roger Bootle(2012), "Leaving the Euro: a practical guide".

di uscita dall'Euro. Quando il tasso di cambio diminuisce, il rapporto di debito in Euro rispetto al PIL domestico cresce; i paesi in crisi possono quindi scegliere tra il default implicito o esplicito, ovvero, semplicemente rinominare il debito nella valuta locale. Per un paese uscente sarebbe auspicabile un default esplicito di una parte del debito per ridurre l'indebitamento ad un livello sostenibile. Nel caso in cui venisse realizzato un default simile, questo non sarebbe una diretta conseguenza dell'uscita da un sistema monetario, piuttosto un passaggio inevitabile per i paesi in crisi. Siccome l'uscita dall'Euro e la svalutazione comporterebbero benefici economici riducendo il debito e aumentando il PIL, la dimensione di ogni default implicito o esplicito successivo all'abbandono della valuta unica, sarebbe comunque di entità minore di quella che avverrebbe se il paese rimanesse nell'unione.⁸

Tra le altre opzioni che sono state valutate e poi rigettate spicca l'adozione di un tasso di inflazione più alto nei paesi più stabili, che risulterebbe però di difficile e lenta realizzazione. Uscire e rientrare subito dall'unione, invece, sarebbe un utile trucco per legare il paese all'UE che però spingerebbe tanti paesi a fare altrettanto, riducendo la credibilità ed aumentando la probabilità che l'unione si riduca ad un piccolo blocco di paesi con un regime di tassi di cambio fissi. L'idea di uscire e rientrare molto dopo, per cui la riammissione all'unione avverrebbe quando l'economia del paese in crisi è nuovamente stabile, potrebbe essere uno scenario possibile, a patto che il paese raggiunga un tasso di cambio che sia ad un livello più basso e un'inflazione moderata. In ultimo tra le opzioni valutate e poi respinte, troviamo quella della svalutazione interna istantanea, che consiste nel mantenere l'Euro come valuta ma procedendo con una svalutazione immediata di prezzi e salari. Con questo non si intende una normale svalutazione dove il valore di prezzi e salari viene lentamente diminuito; l'idea è piuttosto quella di effettuare una ridenominazione di essi internamente al paese repentinamente, grazie all'azione del governo, senza lasciare che si realizzi gradualmente attraverso le forze economiche. Il governo dovrebbe quindi diminuire salari e prezzi domestici di una percentuale, includendo i conti bancari, le pensioni e i mutui. Il vantaggio consisterebbe nel mantenere la membership dell'UE, mentre gli svantaggi sarebbero legati a difficoltà legali e all'impopolarità della decisione tra i cittadini (anche se non si verificherebbe un aumento del tasso di interesse reale, dal momento che l'aggiustamento dei prezzi è istantaneo). Tra le numerose le riconfigurazioni possibili dell'area euro, quella ottimale potrebbe essere la

⁸ Roger Bootle(2012), "Leaving the Euro: a practical guide".

creazione di un'unione che includa quelle economie forti e strutturalmente compatibili che oggi fanno parte dell'UE. I paesi periferici infatti, sono troppo differenti tra loro e beneficerebbero di politiche monetarie autonome e di un regime di tassi di cambio fluttuanti; è probabile quindi che questi decidano di non costituire una nuova area valutaria. Tra gli scenari auspicabili ci sarebbe quello di smembrare l'unione monetaria europea attraverso l'uscita dei 'core countries', ovvero i paesi con le economie più forti, con il fine creare una loro unione, il che permetterebbe di scaricare su di essi i costi di transizione e di uscita. L'uscita dall'euro comporta il verificarsi di due eventi monetari quali la conversione di valuta e la ridenominazione di salari domestici e prezzi in una nuova valuta corrente, e la variazione del valore di cambio della moneta. Nel caso dei paesi periferici, questo cambiamento sarebbe rappresentato dalla svalutazione. Una volta associati quelli che sono i problemi che i paesi in difficoltà si trovano a fronteggiare, sarebbe opportuno che la stessa UE, realizzando l'esistenza di queste realtà, fornisse un piano per questi paesi incapaci di riequilibrare la loro economia, per uscire dall'Euro e reintrodurre la valuta nazionale al minor costo possibile. Quando l'uscita è una decisione politica e non economica, infatti, si osservano molti meno costi per il paese in questione; tutti i costi derivanti risulterebbero da disavanzi già esistenti e non dall'uscita di per sé.

3.2 Piano d'azione per l'uscita

Il paese uscente deve tenere a mente che l'obiettivo essenziale da perseguire è la riduzione del suo ingente deficit di bilancio delle partite correnti, tramite la svalutazione dei salari reali e l'aumento del tasso di interesse locale reale, e al tempo stesso del tasso di disoccupazione. Affinchè questo piano possa compiersi, dobbiamo assumere che l'euro-zona abbia un continuo dopo l'abbandono del paese considerato, e che questo continui ad essere membro dell'UE ricevendo solidarietà e supporto economico nell'arco di tutto il processo. Alcune caratteristiche sono essenziali secondo Pedro Costa Vieira (2012). In particolare che il processo venga segnalato; l'uscita di paese dall'unione europea potrebbe influenzare le aspettative degli agenti economici, creando un precedente per tutti quei paesi in difficoltà, minando la credibilità dei paesi membri e mettendo in discussione l'opportunità o meno dell'unione di per se. Il processo deve però essere segnalato, in quanto i cittadini del paese considerato devono avere la possibilità di discutere circa le conseguenze derivanti da questa decisione di uscita. Importante è anche che questo processo di transazione risulti fluido. Sarebbe possibile per un paese uscente, l'istantaneo pareggio del deficit delle partite correnti, ma questo comporterebbe un significativo declino nelle condizioni di vita della popolazione, nonché tensioni nell'economia locale, nell'ambito del commercio e perdite nel sistema finanziario locale e internazionale. Un processo che sia il più lineare possibile richiede aiuti da parte della BCE, del FMI e dell'UE durante la fase di transizione per addolcire la diminuzione dell'importazione di beni e servizi e per mantenere il rollover nella gestione opportuna del debito. Questo è il punto di vista dell'economista Vieira(2012), che non considera alcuni elementi strutturali, caratterizzanti queste autorità.

E'infatti opportuno segnalare come il FMI, per suo statuto, sia sempre condizionato alla realizzazione di politiche indicate dal FMI stesso. La BCE, invece, interverrebbe solo a tutela della stabilità dell'Euro (di cui il paese uscente non farebbe più parte) e dell'integrità del meccanismo di trasmissione nell'Area Euro. L'UE invece, non presenta un budget autonomo sufficiente per tali provvedimenti, il che complica la questione secondo la quale, l'uscita di un paese dovrebbe essere appoggiata continuativamente dalle istituzioni europee. I provvedimenti degli ultimi tempi, hanno mostrato una tendenza all'erogazione di aiuti sia da parte del FMI che dall'UE a quei paesi

membri in difficoltà. La Grecia, per esempio, ha ricevuto fino ad ora 240 miliardi di Euro di aiuti da queste istituzioni⁹

3.2.1 Misure essenziali da implementare

L'obiettivo dell'adozione di queste misure è l'aggiustamento dei salari reali (al ribasso) e del tasso di interesse locale (al rialzo) nel paese uscente alle condizioni di mercato.

I salari dovranno essere ridenominati alla valuta nazionale corrente; la svalutazione della moneta locale comporterà una diminuzione automatica del livello dei salari reali che a sua volta aumenterà la competitività dell'economia. La ridenominazione dei contratti locali, esclusivamente, sarà sufficiente per diminuire i costi del lavoro ed evitare l'insorgere di problemi legali. I contratti di credito indicizzati all'EURIBOR, poi, dovranno essere corretti di uno spread pari al "rischio paese". Poiché i paesi ad alto rischio sono incapaci di influenzare l'EURIBOR, il tasso di interesse reale non riesce a evolvere in relazione alle condizioni di mercato di questi paesi, il che li sta spingendo verso la bancarotta. Si presenta la necessità di sviluppare un tasso di interesse che consideri il rischio del paese e re indicizzi i contratti di credito a questo tasso locale. La Banca Centrale Locale, calcolerà questo tasso come la media mensile dei tassi di interesse ai quali il sistema bancario locale è in grado di ottenere prestiti senza garanzie. Questo provvedimento ha funzionato per esempio in Argentina, tra il 1999 e il 2001 (un tasso di interesse per il Dollaro ed uno per il Peso), in quanto permette di evitare una crisi di liquidità e la bancarotta del sistema finanziario. I creditori stranieri avranno il diritto di re indicizzare i contratti di quei debitori residenti nel paese uscente.

Per ciò che concerne i depositi bancari, i debiti e i contratti finanziari, risulterà utile che questi mantengano una denominazione in Euro. La finalità è quella di evitare problemi legali e mantenere la solvibilità del sistema bancario. Al contrario, i trasferimenti pubblici dovranno essere ridenominati nella valuta corrente; essendo questi parte del reddito delle famiglie, se risultassero denominati in Euro, si verificherebbero ingiustizie sociali, oltre che un costo non sostenibile nel quadro di una ristrutturazione del debito pubblico e della spesa pubblica. Il resto dei contratti dovrà essere denominato in Euro. La ridenominazione dei contratti alla valuta corrente del paese uscente determinerebbe l'insorgere di dispute legali e di ingiustizie, legate al fatto che quei contratti basati

⁹ Tratto da Il Sole 24 ORE del 3/07/2015, pagina 3

sui prezzi stranieri diventerebbero poco convenienti; è per questa ragione che l'autore (Vieira,2012), si auspica la creazione di un tribunale specifico,preposto alla risoluzione di questi contrasti. Tra le misure secondarie necessarie a facilitare l'aggiustamento del processo, ma non essenziali alla riuscita troviamo che,in primis,prezzi, tasse e trasferimenti pubblici del paese uscente saranno denominati nella valuta corrente, in modo di velocizzare la diminuzione dell'inflazione.

In secondo luogo,una misura auspicabile sarà, sempre secondo l'analisi di Vieira(2012), quella di continuare ad usare l'Euro come valuta. Dal momento che i depositi bancari rimangono denominati in Euro, secondo Hayek (1978) risulterebbe positiva una competizione tra valuta locale ed Euro. Questo sistema di doppia valuta potrebbe anche ridurre la speculazione circa la capacità futura del paese uscente, di tener fede al piano di evoluzione del tasso di cambio locale. Uscendo dall'Unione Europea, un paese ritornerà ad adottare la valuta precedentemente presente, che inizierà un processo di svalutazione rispetto alla moneta unica. L'utilizzo delle valute precedenti, faciliterà l'accettazione psicologica della diminuzione sostanziale dei salari reali necessari a riequilibrare l'economia. Per portare a compimento l'abbandono dell'UE, vi sono degli step che possono fornire a un paese le linee guida necessarie nel compiere questo passo.

I Step

Consiste nell' annunciare l'uscita dall'Euro Zona ed il piano con le caratteristiche proprie del processo transitorio. Il paese uscente dovrà necessariamente elencare i cambiamenti che verranno implementati una volta ultimata la procedura, tra cui la nuova valuta da adottare, la denominazione di contratti di lavoro, tasse e trasferimenti pubblici nella nuova valuta. Ad essere comunicati al resto dei paesi e alla popolazione dovranno essere anche quegli aspetti che, invece, non subiranno cambiamenti , come i depositi bancari, ma anche la politica monetaria della nuova Banca centrale locale. Il II Step (da implementare nei primi tre mesi) prevede l'inizio della circolazione della nuova valuta, erogata da banche e Bancomat, ma soprattutto l'inizio della svalutazione continua della moneta ad un tasso deciso dalla Banca centrale locale. Una volta che il tasso di cambio locale avrà raggiunto il valore di equilibrio, si passerà alla fase finale in cui il paese tornerà all'accordo della BCE sul meccanismo del tasso di cambio. Se quei paesi che hanno un deficit escono dall'UE (per esempio, Grecia e Portogallo)per poi rientrarvi, l'Euro Zona continuerà ad esistere come un'area monetaria stabile e quei paesi saranno in grado di farvi ritorno in futuro.

L'uscita, infatti, rafforza l'Euro Zona attraverso 3 'canali':

- Migliora la disciplina di mercato;
- Migliora la disciplina macroeconomica interna;
- Riduce l'incertezza.

Queste regole possono diminuire la probabilità di uscita o addirittura una rottura dell'UE.(Fahrholz & Wojcik, 2011).Qualora i paesi indebitati rimangano nell'unione e, per esempio, Germania, Olanda, Lussemburgo, Belgio e Finlandia uscissero, l'UE sarebbe destinata al fallimento.

La realizzazione di un simile progetto di uscita,adottabile da qualsiasi paese dell'UE, ovviamente, può determinare l'insorgere di problematiche tra cui un aumento sostanziale nella fuga di capitali.

Il flusso di capitali internazionali è controllato sia attraverso una sospensione della libera circolazione di essi, sia attraverso un aumento del tasso di interesse. Per mantenere il libero movimento dei capitali nel paese uscente, nel breve periodo ci si aspetta che il sistema bancario aumenti non significativamente il tasso di deposito, solo per un breve periodo.Il tasso di interesse reale per i depositi bancari in Argentina, infatti, nell'anno precedente alla de dollarizzazione, è aumentato dal 7.9% annuo al 17.4% annuo. Nel 1992, periodo immediatamente successivo, lo stesso tasso era pari al 10.6% annuo, fino al momento in cui, 5 anni dopo, è diminuito tanto da diventare negativo.

3.3 Vincitori e vinti

L'abbandono da parte di un paese dell'Euro porterà con se una serie di vincitori e di vinti, da valutare sulla base della situazione esistente immediatamente dopo l'uscita. L'entità delle conseguenze dipenderà in parte dall'estensione delle ridistribuzioni e poi dai provvedimenti adottati per alleviare eventuali danni e costi derivanti. Roger Bootle, nel suo saggio in cui si propone di fornire una guida con i passi da seguire per quei paesi interessati all'uscita, al fine di rendere più comprensibile l'analisi, prende in considerazione un paese dell'unione, la Grecia. L'obiettivo è quello di compiere un'analisi di costi e benefici non solo per il paese interessato, ma anche per il resto dell'unione. La svalutazione e il default, riferendosi al caso specifico sopra citato della Grecia, danneggeranno inevitabilmente coloro i cui capitali vengono ridotti dalla

ridenominazione o dallo stesso default, e coloro i cui salari subiscono una riduzione conseguente all'aumento dell'inflazione causata dalla svalutazione. Analizziamo quali possono essere i vantaggi per la Grecia, conseguenti l'uscita. Le condizioni di grave crisi economica in cui volge oggi fa sì che se la Grecia decidesse di rimanere nell'UE si troverebbe comunque costretta ad affrontare un default o una crisi bancaria; tramite l'uscita potrebbe almeno scaricare alcune perdite di capitale sui paesi esteri (default totale o parziale del debito). Secondo poi, le variazioni dei prezzi, che in un primo momento generano una diminuzione dei redditi reali, nel tempo portano sviluppi importanti, quali un livello più alto delle esportazioni nette, della produzione e dell'occupazione. A beneficiare più di tutti saranno i lavoratori disoccupati greci che non hanno un mercato su cui collocarsi, ai quali viene fornita una prospettiva di guadagni futuri.

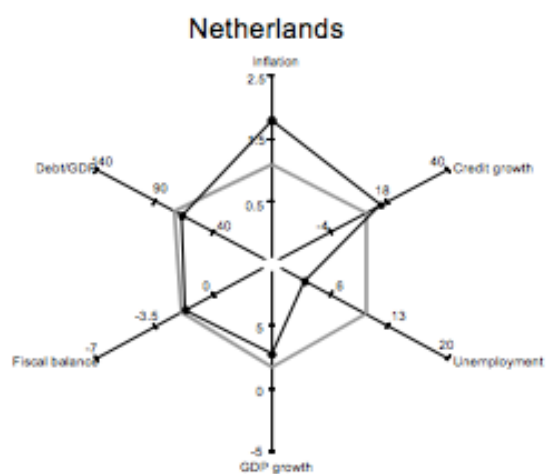
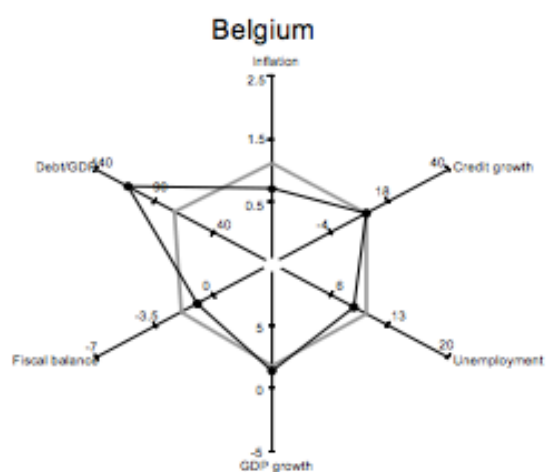
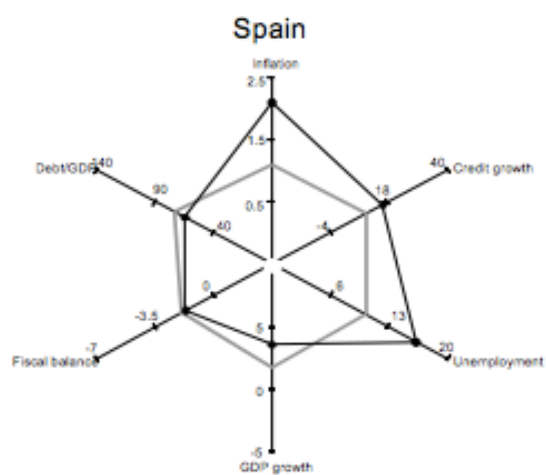
Potrebbero svilupparsi delle circostanze, inoltre, che produrrebbero un guadagno netto per l'Euro Zona, anche se alcuni paesi potrebbero riscontrare delle perdite nette. Il guadagno in competitività da parte della Grecia implica necessariamente una perdita per altri paesi(per esempio per i produttori in Germania), ma nonostante questo vi saranno anche dei vincitori netti. I consumatori tedeschi trarranno beneficio dai prezzi più bassi delle esportazioni greche, mentre le compagnie tedesche affronteranno una perdita. L'effetto iniziale sul PIL tedesco sarà quindi negativo. L'unico modo affinché questo non avvenga è far sì che si verifichi una tendenza positiva della spesa dei consumatori tedeschi che ecceda la risposta delle imprese. Molto dipenderà, comunque, da come reagiranno le autorità tedesche ad una tendenza al ribasso del PIL. La Germania potrebbe chiedere aiuti di natura finanziaria, adottare politiche espansionistiche, allentare le regolamentazioni di mercato ed effettuare riforme strutturali che favoriscano la flessibilità di mercato, attraendo investimenti e aumentando la confidenza nel mercato. Il risultato netto potrebbe essere quello di mantenere il PIL tedesco al livello pre uscita della Grecia. Prima dell'uscita le autorità greche devono tenere a mente gli effetti che questa mossa potrebbe comportare sugli altri paesi e perciò onorare più debito possibile e al tempo stesso, effettuare un default sui debiti internazionali. Riassumendo, non esiste una dottrina unica che fornisca le direttive da seguire nel processo di uscita e che illustri chiaramente e con certezza quelle che potranno essere le conseguenze per i paesi dell'UE; come specificato in precedenza, infatti, non esistono esempi storici completamente compatibili con la dimensione europea. Diversi sono gli economisti che si sono cimentati nell'elencare una serie di suggerimenti da tenere a mente in caso di uscita. Nonostante la natura a

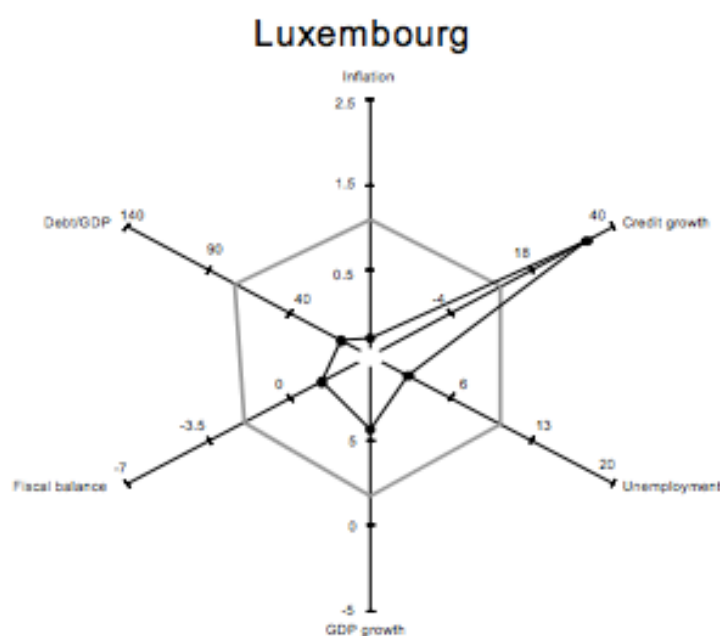
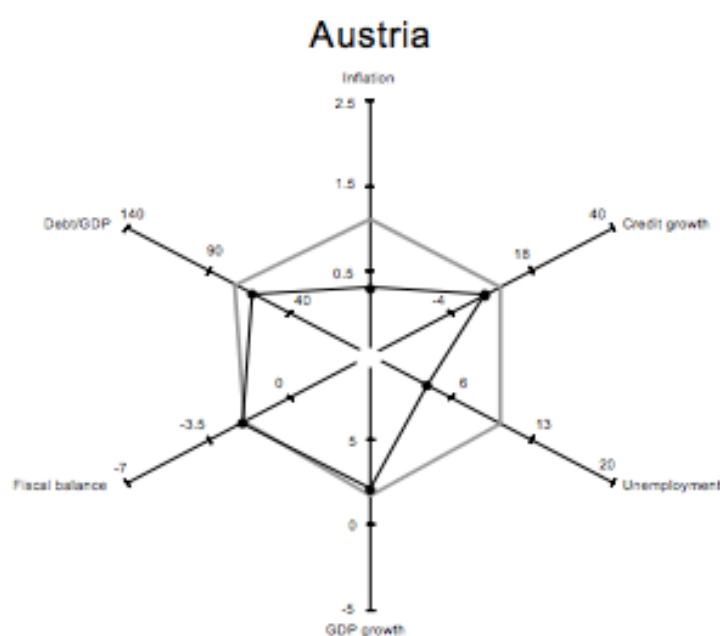
volte contrastante, analizzando i lavori di Roger Bootle(2012), Andrew Rose (2007), Alberto Bagnai(2013) e Pedro Vieira(2012) è possibile individuare dei punti in comune e stilare, dunque, un elenco delle misure più comunemente considerate idonee. Condizione necessaria sembrerebbe quella di pianificare l'uscita attentamente; se da una parte è opportuno collaborare democraticamente con il resto dei paesi membri, per facilitare il processo in sé ma anche garantire continuità al sistema, bisogna prestare attenzione al rischio che un annuncio affrettato dell'uscita e una cattiva diffusione di notizie, abbia come effetto un'ingente fuga di capitali dal paese uscente e una crisi sistemica dell'UE. La collaborazione con il resto dei paesi è dunque fondamentale, in quanto è probabile che il paese uscente si esponga al default sui debiti internazionali; potrebbe contenere gli effetti individuando con i creditori internazionali una serie di soluzioni alternative. Prerogativa essenziale è anche quella dell'esistenza di un governo che sia forte e democratico nel paese interessato, capace anche di adottare misure di politica economica idonee, nonché misure volte, almeno in un primo momento, al controllo della fuga di capitali. Confermare l'intenzione di rimanere nell'UE, di mantenere solidi rapporti commerciali con i paesi membri e l'intenzione di non violare leggi europee durante il percorso, contribuirebbero ad aumentare non solo la credibilità e la fiducia nel paese membro ma anche a tranquillizzare i cittadini europei in generale. Una volta intrapresa l'uscita, dunque, è opportuno procedere velocemente, senza perdere ulteriore tempo. Riferendosi nuovamente al caso della Grecia, continuare a ricevere aiuti economici per poi uscire e procedere con il default, risulterebbe più costoso rispetto all'uscita immediata. Dettaglio da non sottovalutare è anche la gestione dei mass media. I rappresentanti del paese uscente, dovrebbero usufruirne come strumento per garantire al popolo, non solo nazionale, che nonostante l'uscita, il paese continuerà ad intrattenere rapporti pacifici con gli altri stati membri e che l'UE continuerà ad esistere.

Conclusioni

L'aggravarsi delle condizioni economiche di alcuni paesi europei, ha acceso i riflettori in merito alle responsabilità dell'Unione Europea, indebolendone sempre di più la credibilità e la stabilità. Lo scopo di questo lavoro vuole essere, supponendo che l'Europa non rispetti le caratteristiche di un'area valutaria ottimale, in primis, quello di sottolineare come tra le cause di questo probabile collasso figurino politiche economiche divergenti e non adeguate, la mancanza di un governo fiscale, politico ed economico unico, ma anche le profonde differenze strutturali esistenti tra paesi membri. In secondo luogo, si propone sia di effettuare un'analisi di costi e benefici di un'eventuale uscita di un paese dal sistema unico, non solo per il diretto interessato, ma anche per il resto dell'unione, ma soprattutto di sottolineare come, ancora oggi, non sia possibile prevedere con certezze le conseguenze legate ad un simile passo. Dopo un'attenta analisi delle differenti 'guide per l'uscita', formulate anche sulla base di esempi storici, è possibile stilare una lista di comportamenti e regole solo auspicabili teoricamente, senza poter avere la certezza però che non si verifichino spiacevoli conseguenze per l'Unione Europea.

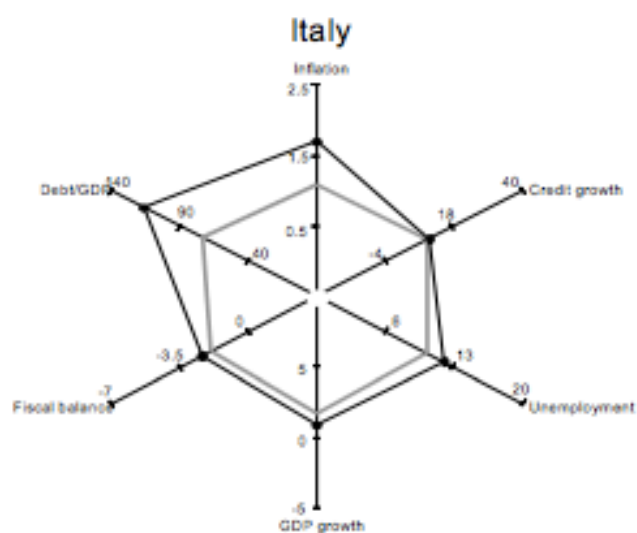
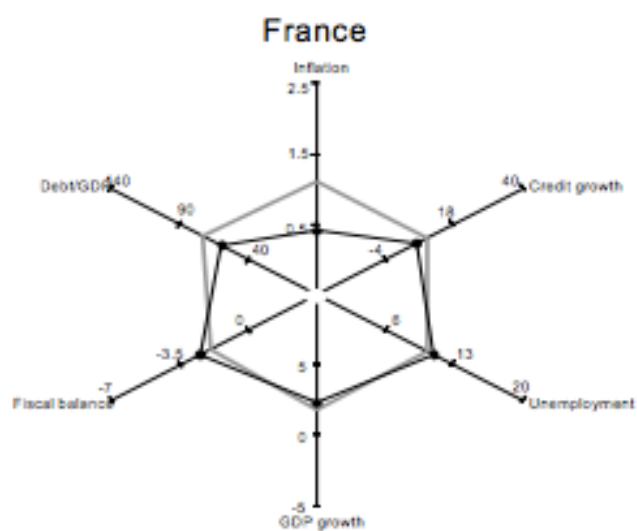
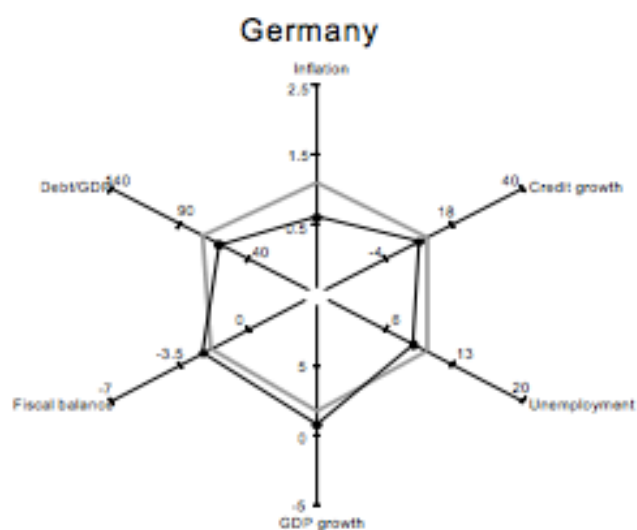
APPENDICE

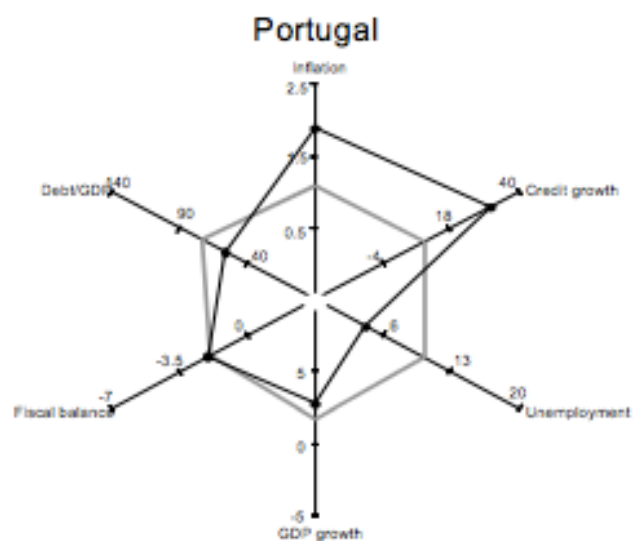
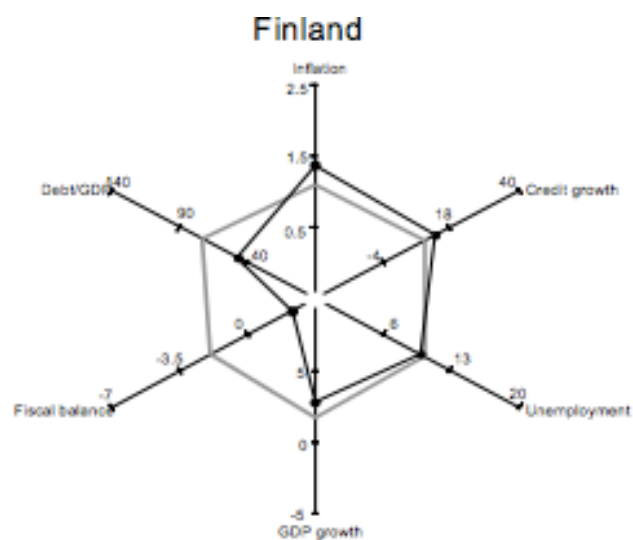




Data note: The dates of the latest observations are as indicated below.

	EU11	BE	DE	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
Inflation	7/99	7/99	7/99	7/99	7/99	7/99	7/99	7/99	7/99	7/99	7/99	7/99
Unemployment	6/99	6/99	6/99	6/99	6/99	5/99	4/99	6/99	5/99	6/99	6/99	6/99
Credit growth	5/99	5/99	5/99	5/99	5/99	5/99	5/99	5/99	5/99	5/99	5/99	5/99
GDP growth	q1-99	q4-98	q1-99	q4-98	q1-99	98	q1-99	98	q1-99	q4-98	q4-98	q1-99
Fiscal balance	99	99	99	99	99	99	99	99	99	99	99	99
Debt/GDP	99	99	99	99	99	99	99	99	99	99	99	99





Bibliografia

Ahearne, A., Shmitz, B. (2007) "Current Account Imbalances in the Euro Area," Peterson Institute for International Economics, pp.41-57.

Ait-Sahalia, Y., J. Andritzky, S. Novak and N. Tamirisa (2009), "How to stop a herd running bears? Market response to policy initiatives during the global financial crisis, IMF Working paper, WP/09/204.

Bagnai, A. (2012) "Il tramonto dell'Euro", Imprimatur, Ottobre 2012.

Bellofiore, R. (2012) La crisi globale, l'Europa, l'euro, la Sinistra, Trieste: Asterios.

Berger, H., Nitsch, F. (2010) "The euro's effect on trade imbalances", Imf Working Papers, n.226, Washington (DC): Fondo Monetario Internazionale.

Bootle, R. (2012) Leaving the euro: a practical guide,
<http://www.policyexchange.org.uk/component/zoo/item/wolfson-economics-prize>.

Boyle, R. (2007) "Comparing public administrations", Cpmr Research Report, n.7, Dublino: Institute of Public Administration.

Björkstén, N., Syrjänen, M. (1999) "Divergences in The Euro Area: a cause for concern?", Bank of Finland discussion paper 11/99.

Busetti, F., Forni, L., Harvey, A., Venditti, F. (2006) "Inflation convergence and divergence within the European Monetary Union" European Central Bank Working Paper Series, n.574.

Duisenberg, V. (1999) "The single European monetary policy", prolusione all'Università di Hohenheim, 9 Febbraio 1999.

Eichengreen, B. (1993) "European Monetary Unification", Journal of Economic Literature, 31, 1321-1357.

Emerson, M. (1990) "One market, one money" European Economy, 44, 1-347.

Fleming, M. (1971) "On exchange rate unification", Economic Journal, 81, pp.467-488.

Friedman, M. (1953) “The case for flexible exchange rates”, in *Essays in Positive Economics*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 157-203.

Krugman, P. (1993) “Target zones and exchange rate dynamics”, *Quarterly Journal of Economics*, 106, 669-682.

Lupotto, G. (2015) “L’eurozona ha tante facce: tra i 19 paesi le differenze crescono”, *FIRST online*, 11/08/2015.

Mankiw, G., M. Taylor (2011) “*Macroeconomia*”, quinta edizione italiana, Zanichelli.

Makoto, M., B. Cournède (2010), “Monetary Policy Responses to the Crisis and Exit strategies”, *OECD Economics Department Working Paperes*, No. 753, OECD Publishing.

Mundell, R. (1961) “Theory of optimum currency areas” *American Economic Review*, 51, 657-665.

Holinski, N., Kool, C., Muysken, J. (2012), “Persistent macroeconomics imbalances in the Euro Area: causes and consequences” *Federal Reserve Bank of S. Louis*, January/February.

Rose, A.K. (2007) “Checking out: exits from currency unions”, *Journal of Financial Transformation*, 19, 121-128.

Roubini, N. (2006) “L’Italia e il rischio Argentina”, *Lavoce.info*, www.lavoce.info/articoli/pagina1967-351.html.

Tavlas, G.S. (1993) “The ‘new’ theory of optimum currency areas”, *World Economy*, 13, 663-685.

Tepper, J. (2012) A primer on the Euro breakup: default, exit and devaluation as the optimum solution, *Variant Perception*, Febbraio.

Thirlwall, T. (1991) “Emu is no cure for problems with the balance of payments”, *Financial Times*, 9 ottobre.

Vieira, P.(2012) “A plan for a country to exit the euro zone”, SSRN Electronic journal.

Zhou, X. (2009) Reform the international monetary system,
www.bis.org/review/r090402c.pdf.

Zemanek, H.A., A.B Belke and G.C Schnabl(2010), “Current account balances and structural adjustment in the euro area” , International Economics and Economics Policy, 7, pp. 83-127.