

Dipartimento di impresa e management

“ L’ECONOMIA DELLE UNIONI MONETARIE ”

Relatore:

Prof. Reichlin Pietro

Candidato

Camilla Iorio

Matricola 188431

ANNO ACCADEMICO 2014/ 2015

# **Indice**

## **Introduzione**

### **Capitolo 1. L'economia delle unioni monetarie**

- 1.1 Caratteristiche generali di una valuta comune
- 1.2 La transizione verso l'Unione: l'Euro e l'Eurozona
- 1.3 I benefici della moneta unica

### **Capitolo 2. I problemi di una valuta comune**

- 2.1 I costi di un'unione monetaria
- 2.2 Un breve confronto tra i costi e i benefici di un'unione monetaria
- 2.3 Il problema delle economie "incomplete"
- 2.4 L'Euro e la crisi

### **Capitolo 3. Politiche monetarie a confronto: Bce vs Fed**

- 3.1 La politica monetaria e la strategia della BCE
- 3.2 La politica monetaria della BCE nella crisi dell'Eurosistema
- 3.3 Fed vs Bce : politiche monetarie a confronto

## **Conclusioni**

## **Bibliografia**

## **Introduzione**

In questa tesi ho deciso di prendere in esame il concetto di unione monetaria per poterne studiare ed analizzare i meccanismi e le caratteristiche al fine di mettere in risalto i costi e benefici della stessa attraverso un confronto tra la politica monetaria, gli obiettivi e le strategie delle due autorità monetarie più importanti nel contesto internazionale: la Banca Centrale Europea nell'Eurozona e la Federal Reserve negli Stati Uniti. Per entrare nel dettaglio, nel primo capitolo del lavoro ho pensato di delineare le caratteristiche generali dell'unione monetaria, nonché la transizione verso la stessa, ponendo l'accento sulle condizioni e i meccanismi che ne discendono. Nello stesso capitolo ho scelto di proseguire intraprendendo il discorso circa l'Euro e l'Eurozona, effettuando un excursus sulla sua storia e sui principi regolatori alla base dell'unione proponendomi di rispondere alle seguenti domande: cos'è l'euro? Quando, come e perché nasce? Quali principi regolano l'Eurozona? Per cui in questa prima parte la trattazione si conclude osservando gli innumerevoli benefici che comporta la creazione di un'unione monetaria e l'adozione della moneta unica. Entrambe traggono un'importanza vitale dalla volontà generale di un paese e delle relative istituzioni di delineare un unico piano d'azione coerente con una politica monetaria ed economica volta alla crescita, alla cooperazione e alla creazione di un benessere generale. Ulteriori benefici sono riscontrabili nel rafforzamento del ruolo della moneta con la creazione di un mercato unico, forte e stabile proprio per favorire la nascita di un ambiente propizio alla crescita economica e finanziaria dei paesi aderenti, insieme al contenimento dell'inflazione realizzabile attraverso il controllo della stabilità del livello generale dei prezzi. Con la valuta comune si ottengono guadagni diretti derivanti dall'eliminazione dei costi di transazione quali per esempio i costi derivanti dal cambio tra due valute, oppure l'integrazione del sistema dei pagamenti. Un guadagno indiretto derivante dall'eliminazione dei suddetti costi, invece, potrebbe essere la trasparenza nei prezzi e nel fatto che i consumatori potranno comparare al meglio i prodotti perché espressi in una

stessa valuta; con ciò si ottiene un risultato anche in termini di diminuzione dell'incertezza, la quale si riduce anche perché con la moneta unica si determina un abbattimento del rischio di cambio che permette una maggiore apertura commerciale. La diminuzione dell'incertezza, infine, si estrinseca in un aumento della crescita economica e dunque del benessere generale. Sebbene sussistano innumerevoli motivazioni a favore di un'unione monetaria, ne esistono altrettanti sfavorevoli; tutte le unioni fissano degli obiettivi coerenti con le politiche elaborate e con le strategie messe in atto, ma in alcuni casi presentano forti elementi di fragilità. Infatti, nella seconda parte della tesi mi occupo di mettere in rilievo proprio i costi e le lacune delle cosiddette economie “incomplete”, che comportano problemi in termini di stabilità e crescita, portando come esempio l' Eurozona la quale può esser definita come tale perchè caratterizzata dall' esistenza di una moneta unica gestita da un'autorità centrale e in assenza di un'unione di bilancio. E' per questo che cito in esame l' Euro e la crisi che ha colpito il contesto europeo negli ultimi anni e in diversi modi, una crisi dovuta a problemi come le disuguaglianze economiche e socio culturali tra paesi, l' interconnessione tra le economie dei paesi del mondo o per l' utilizzo di metodi, strategie e strumenti errati e/o inadatti ai contesti .Per questo, nel terzo capitolo, attraverso un confronto tra gli obiettivi e i principi di politica monetaria della FED e della BCE ,vorrei far emergere come gli elementi caratterizzanti l' economia di alcuni paesi insieme all'attuazione di politiche inadatte possano provocare inefficienze nei meccanismi delle unioni, determinando per le stesse costi aggiuntivi in termini economico finanziari proprio come nel caso dell' Eurozona .

## **Capitolo 1**

### **L'economia delle Unioni monetarie**

Le unioni economiche e monetarie rappresentano il frutto di un lungo processo di integrazione che ha interessato diversi Paesi nel contesto economico internazionale nel corso del tempo.

La genesi di un'unione monetaria e/o economica rappresenta altresì la volontà unanime dei paesi aderenti di cedere la propria sovranità ad un'autorità centrale, attribuendole dunque una responsabilità primaria per la sopravvivenza dell'unione.

Nel corso della storia dell'economia internazionale sono state innumerevoli le unioni che si sono venute a creare, con diverse modalità e per differenti scopi e motivi.

Un primo esempio è l'unione monetaria latina, nata nel 1865 con lo scopo di armonizzare il contenuto in oro e argento delle monete dei 4 paesi aderenti: Italia, Belgio, Francia e Svizzera.

Un secondo esempio è rappresentato dall'unione monetaria scandinava del 1995 che coinvolse la Danimarca, la Norvegia e la Svezia il cui elemento saliente era l'indipendenza mantenuta tra le banche dei Paesi e l'assenza di coordinazione tra le politiche delle aree interessate. Infine, ma non per ultimi, gli Stati Uniti d'America: un vero e proprio esempio di unione monetaria che nasce da una forte unione politica, a differenza dell'Eurozona (1999) che invece cerca di sviluppare una coesione in assenza di elementi politici.

#### **1.1 Caratteristiche generali di una valuta comune**

Prima di intraprendere il discorso circa le unioni monetarie, occorre fare una distinzione tra quelle che sono le sole unioni monetarie e quelle che invece costituiscono anche un'unione economica.

Implicazione fattuale della valuta comune è la perdita della sovranità monetaria e del potere di politica monetaria per ogni paese membro. Ai Paesi non viene assegnata la competenza di seguire una politica monetaria indipendente in quanto non possono modificare né gestire la massa monetaria. Inoltre, è come se tra i paesi si costituisse una sorta di regime di cambi fissi, perché attraverso l'utilizzo di un'unica valuta non si avranno fluttuazioni del tasso di cambio tra i paesi dell'unione stessa. Per quanto concerne il concetto di unione economica, questa consiste invece nella creazione di un mercato unico e comune per favorire la circolazione dei capitali, dei beni e servizi e dei fattori di produzione in generale.

Con l'unificazione economica si realizza un'unione doganale fra stati con regole e politiche comuni sulla circolazione dei prodotti, in vista dell'eliminazione di barriere tale da garantire una maggiore robustezza e stabilità al sistema.

Tutti i paesi che costituiscono un'unione condividono lo scopo comune di ottenere effetti favorevoli per l'economia, quali la crescita della produttività, il calo dei tassi di interesse, una maggiore apertura commerciale, l'eliminazione dei costi di transazione e la diminuzione dell'incertezza, derivante dalla stabilità dei tassi di cambio, con la conseguente riduzione del rischio relativo. Quest'ultima affermazione equivale a dire che se i paesi avvertono una minore incertezza, in quanto i prezzi dei prodotti sono più trasparenti con una valuta comune, l'economia e le imprese ne gioveranno anche in termini di profitti, elemento che insieme all'accumulazione della ricchezza e del capitale nel tempo favorirà la crescita e la sostenibilità.

Un altro elemento caratterizzante è il processo di integrazione del sistema dei pagamenti, portato avanti dall'insieme dei paesi in vista del raggiungimento di un alto livello di armonizzazione e semplificazione delle transazioni di diverso tipo tra le economie nazionali; infatti, attraverso questo coordinamento, gli scambi vengono snelliti e velocizzati consentendo la fluidità nella circolazione delle risorse all'interno del sistema.

Sebbene il suddetto processo presenti numerosi pregi, allo stesso tempo è fortemente delicato: qualora venissero compromessi gli equilibri e i collegamenti tra i Paesi, il sistema andrebbe incontro ad una forte crisi sistemica che comporterebbe gravi problemi di coordinamento interno.

La funzione del coordinamento è di conseguenza fondamentale per assicurare che l'unione porti a termine tutti i compiti, gli obiettivi e gli scopi per cui nasce. Tale funzione è affidata ad un'istituzione vitale, comune a tutte le unioni esistenti nelle economie sotto alcuni punti di vista.

Nel caso europeo tale istituzione è la BCE (Banca Centrale Europea) mentre negli stati uniti la FED (Federal Reserve).

L'autorità monetaria costituisce pertanto un altro elemento fondante l'economia delle unioni monetarie, in quanto assolve le funzioni primarie affidatele dagli stessi paesi, i quali ripongono la loro fiducia nella capacità dell'autorità principale di eseguire i compiti che le spettano.

Le banche centrali vengono investite innanzitutto del potere di politica monetaria e di trasmetterne a loro volta gli impulsi al sistema, attraverso diversi strumenti e a seconda delle necessità del momento. Queste sono generalmente degli istituti pubblici di emissione che si occupano inoltre di controllare e gestire la massa monetaria in circolazione, le Banche Nazionali vengono spogliate di questa facoltà entrando a far parte di un sistema capillare.

La responsabilità delle autorità di politica monetaria risiede dunque nella tutela e nel sostegno dell'integrazione monetaria ed economica, nel rispetto dei vincoli e principi base dell'unione di appartenenza.

Appartenere ad un'unione significa andare incontro ad effetti diretti e indiretti che comportano costi e benefici sul piano economico e finanziario per i paesi ed è rimandato all'autorità centrale il compito di analizzare il trade-off tra gli stessi, al fine di optare per un giusto bilanciamento. I vantaggi si possono ottenere in termini di abbattimento dei costi di transazione, diminuzione dell'incertezza, maggiore apertura commerciale, crescita economica, stabilità finanziaria, flessibilità dei mercati ; i costi si identificano nella delicatezza del sistema e del

rischio sistemico, nelle differenze e disuguaglianze a livello politico istituzionale e culturale tra i paesi, nei problemi di *moral hazard*<sup>1</sup> legati a fattori di natura fiscale (disavanzi e salvataggio fra stati membri) e ad altri fattori pericolosi che saranno affrontati nei seguenti paragrafi.

## **1.2 La transizione verso l'Unione: l'Euro e l'Eurozona**

Un'unione monetaria non necessita obbligatoriamente di un periodo lungo di preparazione, essa può nascere anche rapidamente, senza condizioni e regole preliminari. Questo è l'esempio che giunge dall'esperienza tedesca; l'integrazione vera e propria avvenne nel 1990 ma fu avviata e messa in preparazione dal 1989.<sup>2</sup> La Repubblica democratica tedesca fu annessa nell'unione monetaria della repubblica federale tedesca senza alcun tipo di condizione: la rapidità è il carattere saliente di questo processo, che dimostra come il Paese in questione non dovette rispettare particolari criteri di omologazione o condizioni e vincoli come invece presuppone il celebre trattato di Maastrich del 1991.

Il trattato non si concentra solo su questioni monetarie ma anche su quelle di natura economica e pone le basi per il processo di integrazione in Europa attraverso due strategie primarie: la gradualità e il rispetto di cinque criteri.

La transizione verso l'unione economica e monetaria avviene in maniera graduale e l'ingresso nell'unione è subordinato al soddisfacimento di alcune condizioni note come i criteri di convergenza.

I criteri delineati negli articoli del trattato, dunque, esplicitano delle richieste che poggiano sul gradualismo e sulla convergenza perché dichiarano di voler raggiungere l'unione monetaria trascorsi ben 10 anni, a differenza invece di quei processi semplici e flessibili che prevedono la creazione celere dell'unione.

---

<sup>1</sup> L'azzardo morale è una forma di opportunismo contrattuale che può essere spiegato con il modello principale-agente. Esso si concretizza quando l'agente agisce per conto del principale il quale non è in grado di controllare l'attività dell'agente. Il moral hazard è il rischio che l'agente, per via di questo mancato controllo, non assuma scelte e comportamenti ottimali.

<sup>2</sup> Cfr. anche De Grauwe P., *L'economia delle unioni monetarie*, il Mulino



I cosiddetti criteri di convergenza costituiscono un vincolo ed una condotta cui attenersi per la realizzazione dell'integrazione.

Questa storia proviene da lontano e precisamente dal 1952 quando Belgio, Germania, Francia, Italia, Lussemburgo e Olanda decisero di costituire un'unione per poter sottrarre ai Paesi che non vi aderivano l'acciaio e il carbone che si erano rivelate le materie prime fondamentali nel corso del secondo conflitto mondiale, infatti fu per preservare la pace che costituirono la CECA.

Dopo alcuni anni, e precisamente nel 1958, accanto alla CECA nacquero la CEEA e la CEE, un mercato unico dei beni e servizi, così che nel 1967, queste tre istituzioni, decisero di fondersi per diventare CE: Comunità Europea. L'evento che ha consacrato la nascita dell'Unione Europea e dell'Euro è stato il trattato di Maastrich perché tradusse la volontà dei paesi di generare un'unione economica con la creazione di un mercato flessibile insieme a quella di realizzare, gradualmente, l'unione anche dal punto di vista monetario. L'integrazione comincia nel corso del 1999 fino al 2001 quando l'Euro, la nuova moneta unica, era ancora solo unita di conto.

Nel corso del Gennaio 2002 l'Euro divenne vera e propria moneta entrando in circolazione e sostituendosi alle monete nazionali che furono man mano ritirate dal sistema.<sup>3</sup>

L'introduzione della nuova ed unica valuta ha avuto notevoli ripercussioni sull'economia dei paesi in generale, in primis la “scomparsa” delle banche nazionali dei paesi membri, le quali spogliandosi del proprio potere, hanno attribuito alla Banca Centrale il potere di gestire ed esercitare la politica monetaria entrando a far parte del sistema europeo delle banche centrali.

All'interno di questo sistema di banche, costituito dai Paesi aderenti all'UE, esiste l'Eurosistema , ossia lo spazio economico all'interno del quale circola l'Euro.

---

<sup>3</sup> Arcelli M., L'economia monetaria e la politica monetaria dell'unione europea, Cedam 2007

Il cuore di quest'area è rappresentato proprio dalla Banca Centrale, la quale esercita i propri compiti attraverso 3 diversi organi con poteri esecutivi, direttivi e amministrativi: il comitato esecutivo, il consiglio direttivo e il consiglio generale.

Per poter appartenere a questo complesso sistema di relazioni tra Paesi, gli stessi devono adeguarsi e rispettare costantemente dei criteri e delle condizioni peculiari e specifiche note come i CRITERI DI CONVERGENZA.

Questi dettano standard cui attenersi in termini di tasso di inflazione, tasso di interesse, tasso di cambio, disavanzo di bilancio pubblico e debito pubblico. I suddetti criteri prescrivono i seguenti vincoli:

1. il tasso di inflazione di un Paese non può superare di più dell' 1,5% la media dei tassi di inflazione più bassi degli stati membri;

E' importante osservare come le autorità diedero importanza al concetto di inflazione. Infatti il timore maggiore dei Paesi era che l'unione stessa avrebbe esercitato pressioni inflazionistiche sui mercati, in quanto avrebbe incluso sotto la gestione di un'unica autorità monetaria paesi con diversi tassi di inflazione. Così il criterio promuove un processo deflazionistico che renda maggiormente stabile il livello dei prezzi, in virtù di uno degli scopi primari condivisi dai Paesi;

2. Il tasso di interesse a lungo termine non può superare di più del 2% la media dei tassi dei paesi dove è stato osservato il tasso di inflazione ;

Il secondo criterio può esser spiegato attraverso un esempio che giustifica il motivo della scelta e cioè che i differenziali dei tassi di interesse devono esser bassi altrimenti potrebbero generare perdite o guadagni in conto capitale. Supponiamo che il rendimento in sterline su titoli a lungo termine sia del 5% mentre quello sugli stessi, ma denominati in euro, sia del 4%. Se il tasso di cambio euro/sterlina è stato fissato irrevocabilmente gli operatori tenderanno a venire i titoli italiani, con minor rendimento, per comprare quelli inglesi. Il

processo continuerà fino a quando i rendimenti non saranno uguali provocando il crollo del prezzo dei titoli in euro e l'aumento di quelli denominati in sterline determinando rispettivamente una perdita e un guadagno in conto capitale per i detentori dei titoli.

Per limitare simili operazioni di arbitraggio e movimenti così bruschi nei prezzi dei titoli, i Paesi prima di entrare nell'unione economica e monetaria devono strettamente attenersi a questo fondamentale criterio.

3. il Paese deve aver aderito al Meccanismo del tasso di cambio e non deve aver subito un periodo di svalutazione nel corso dei due anni precedenti l'entrata nell'unione;

La ragione principale che ha spinto le autorità a elaborare questo criterio è stato il fatto che si voleva impedire che un paese fosse ammesso con un cambio basso e svalutato, divenendo così nell'unione maggiormente competitivo;

4. il disavanzo di bilancio pubblico non può eccedere il 3% del PIL e in caso contrario deve diminuire in maniera continua e consistente fino ad essere il 3% ed eventuali variazioni dalla norma dovranno rimanere comunque vicine al valore di riferimento;
5. il valore del debito pubblico invece non deve superare il 60% del PIL e in caso contrario dovrà essere riportato rapidamente al valore di riferimento (60%);<sup>4</sup>

Infine, le norme di bilancio relative al 3 e al 60% sono state desunte dalla regola per la determinazione del disavanzo di bilancio necessario per stabilizzare il debito pubblico :  $d=gb$ , dove  $g$  è il tasso di crescita del pil nominale,  $d$  il disavanzo di bilancio in percentuale del pil e  $b$  il livello al quale si deve stabilizzare il debito pubblico con crescita costante.

---

<sup>4</sup> Cfr. anche Galbraith J.k., Storia dell'economia, Bur Rizzoli, Milano (2007)

Dunque, se il debito pubblico deve essere pari al 60% sarà necessario un valore del deficit di bilancio pari al 3% che stabilizzerà il debito se e solo se il tasso di crescita  $g$  è pari al 5%, per cui la regola, sotto questo punto di vista, sembra essere arbitraria perché dipendente dal tasso di crescita nominale del pil.<sup>5</sup>

E' attraverso il rispetto di questi criteri volti alla convergenza delle variabili macroeconomiche dei paesi che l'unione monetaria e economica ha avuto inizio.

Altro carattere saliente del processo di formazione è la sua realizzazione in un modo lento e graduale.

Ha avuto inizio, dal punto di vista tecnico, nel 1999 quando l'Euro non era stato ancora immesso nel sistema. Le banche nazionali hanno incominciato a ritirare le monete del vecchio conio in circolazione solo nel gennaio del 2002, quando l'Euro è entrato in circolazione.

In questo contesto le Banche Centrali Nazionali, pur essendosi spogliate di alcuni poteri fondamentali, hanno continuato a mantenerne sul piano della vigilanza del sistema bancario.

La cosa peculiare della creazione di quest'unione è stato il fatto che non si è realizzata celermente come è accaduto nel caso di altre nella storia. Tra l'altro il periodo intercorso tra la sottoscrizione del trattato e la vera e propria realizzazione dell'unione monetaria e rappresentativo di un periodo di transizione che ha creato non pochi problemi, a livello tecnico, per i paesi aderenti.

Il problema maggiore è stato fissare i tassi di riconversione.

Nel gennaio del 1999 vennero fissati i suddetti tassi tra le monete nazionali e l'Euro fissati al loro valore di mercato rispetto all'Ecu per evitare che vi fossero dei movimenti bruschi dei valori nei mercati, variazioni che avrebbero determinato perdite in conto capitale. Dal momento in cui le autorità annunciarono di aver fissato i tassi di riconversione e che questi sarebbero rimasti fissi, il giorno precedente l'avvio dell'unione monetaria ed europea, si generarono potenziali pressioni speculative. Queste pressioni risiedevano nel

---

<sup>5</sup>Cfr. anche De Grauwe P., L'economia dell'unione monetaria, Il Mulino

fatto che le autorità avevano annunciato il giorno precedente quali sarebbero stati i tassi di riconversione e perciò qualsiasi movimento nell'ultimo giorno avrebbe potuto determinare movimenti nei valori dei tassi con conseguenti svalutazioni e sopravvalutazioni quasi permanenti. Questi fenomeni furono impediti grazie all'azione delle banche.

In primo luogo annunciarono il valore dei tassi di riconversione anticipatamente e la credibilità dell'annuncio fece sì che al momento della conversione, i tassi coincidevano. L'ulteriore sussidio fu dato dall'intervento sui mercati senza alcun tipo di limitazioni quantitative.

Il 1° Gennaio 2002 fu fissata la data di introduzione del primo contante in Euro e l'inizio del ritiro delle valute nazionali.

L'introduzione avvenne seguendo tre fasi distinte: una fase preparatoria, una di doppia circolazione e infine una fase successiva al corso legale delle valute.

Nella prima fase venne preparato il primo quantitativo di emissione di banconote e contanti e contestualmente si procedette alla riduzione delle vecchie valute in circolazione. La seconda ebbe inizio con l'ingresso dell'Euro ( 1° Gennaio 2002 fino al 28 Febbraio dello stesso anno) e prevede il ritiro vero e proprio delle monete e banconote del vecchio conio in circolazione e la loro distruzione, mentre si provvedeva ad immettere nel sistema la nuova valuta. Nella terza fase, superata quella in cui vi erano in circolo due monete, si procedette alla definitiva distruzione delle banconote e monete in circolazione. Si era arrivati alla fase conclusiva e da quel momento in poi la vecchia valuta non avrebbe avuto più utilizzo nelle transazioni commerciali e di diverso tipo. <sup>6</sup>

### **1.3 I benefici della moneta unica**

L'introduzione della moneta unica porta con se innumerevoli benefici per i Paesi che decidono di condividerla. Si possono individuare diversi effetti di natura statica (i risultati si manifestano immediatamente) e dinamica (i risultati si

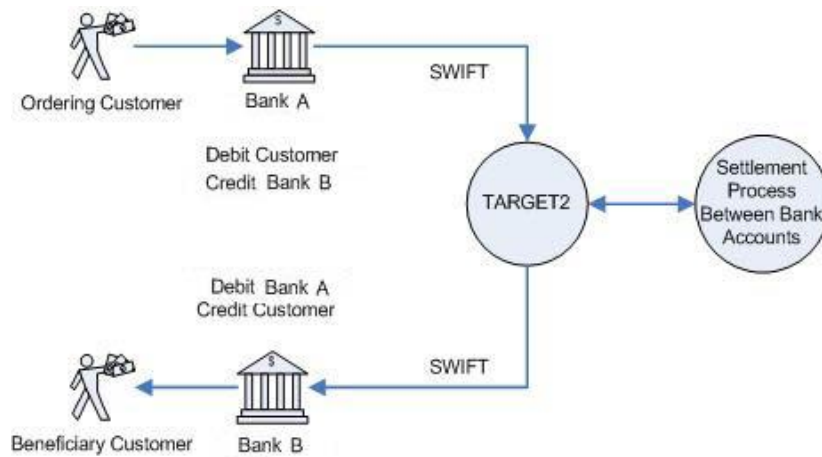
---

<sup>6</sup> Cfr. anche [Archivio.pubblica.istruzione.it](http://Archivio.pubblica.istruzione.it)

manifestano gradualmente nel tempo. Questi effetti possono determinare mutamenti nel contesto economico in due modi: direttamente o indirettamente. Si tratta di mutamenti favorevoli di variabili economiche (in particolar modo a livello microeconomico) e si traducono in un aumento dell'efficienza. Questi originano essenzialmente da due benefici fondamentali, ossia l'eliminazione dei costi di transazione, derivanti dalle operazioni tra valute diverse, e la diminuzione del rischio di cambio associato alla variabilità dello stesso. Per quanto concerne il primo ordine di benefici, possiamo distinguere sia i guadagni diretti, come per esempio l'eliminazione delle commissioni in banca per le operazioni in cambi, e guadagni indiretti come la trasparenza nei prezzi.

Con la condivisione tra più paesi di un'unica moneta le transazioni tra gli stessi hanno un costo minore, questo perché le commissioni presso le banche scompaiono. Il benessere dei consumatori e del settore pubblico non viene esattamente controbilanciato da quello nel settore bancario, perché si traduce in un periodo di transizione per le banche alla ricerca di profitti altrove. La commissione bancaria è come una perdita secca, un'imposta fissa da corrispondere per l'effettuazione di operazioni quotidiane tra valute differenti. Facendo riferimento all'Eurozona, l'eliminazione dei costi di transazione ha portato un guadagno in termini di profitti pari a circa 13-20 miliardi annui, a conferma quindi del beneficio conferito al sistema grazie all'integrazione monetaria. Un ulteriore aiuto è stato dato da Target, il sistema di pagamenti integrato che nasce per eliminare completamente i costi di transazione, attraverso la facilitazione dei trasferimenti fra banche e dei pagamenti effettuati tra i paesi dell' Eurozona, permettendo inoltre che i pagamenti avvengano in tempo reale. Esso è un sistema a regolamento lordo, ossia prevede che nelle operazioni tra banche vengano corrisposte garanzie, diverso dal sistema americano Fedwire che è singolo e unificato, motivo per cui nell'Eurozona permangono costi elevati per le operazioni transfrontaliere rispetto a quelle nazionali.

E' solo grazie a Target 2 che il sistema diviene unificato completamente attraverso una piattaforma che unifica la struttura dei prezzi transfrontalieri e nazionali.<sup>7</sup>

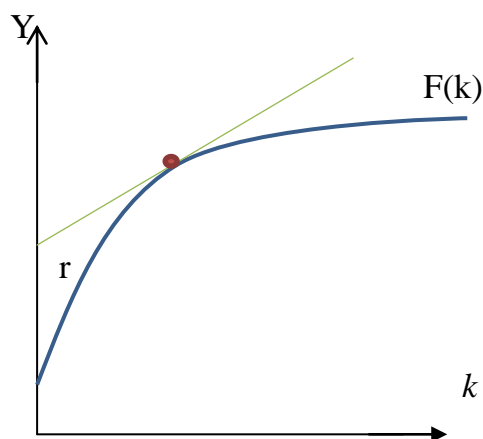


Passando ai guadagni che si manifestano indirettamente, notevole importanza riveste la trasparenza dei prezzi sul mercato e tra paesi proprio perché facilmente confrontabili così i consumatori possono scegliere con maggiore libertà dove consumare avvantaggiando e stimolando la competitività. Con l'aumento della concorrenza nei mercati si assisterà ad un calo inequivocabile dei prezzi con conseguente beneficio per gli operatori economici. Tra gli ulteriori benefici occorre analizzare anche il guadagno in termini di benessere e crescita economica, reso possibile grazie all'eliminazione del rischio di cambio e dell'incertezza. L'analisi può essere svolta attraverso il modello della crescita neoclassica con economie di scala dinamiche. Inseriamo il concetto di economia di scala dinamiche perché sono connesse al concetto di integrazione economica e monetaria. Il tratto saliente delle suddette economie è che la produttività aumenta con l'aumentare dello stock di capitale. Ciò è possibile grazie alle economie di apprendimento, che generano l'aumento del know-how attraverso l'accumulazione di esperienze e conoscenze. In un'economia aperta, allo stesso,

<sup>7</sup> [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)

tempo si generano fenomeni di allocazione e accumulazione; l'allocazione rappresenta un fenomeno statico ed è riassumibile nell'efficienza allocativa di un certo numero di risorse, mentre l'accumulazione è un concetto dinamico dell'integrazione e connesso alla crescita economica in termini di accumulazione di capitale, risorse, conoscenze ed esperienze. All'interno di un'unione monetaria, grazie all'apertura commerciale fluiscono meglio le risorse e si avvantaggia la scelta del consumatore. Contemporaneamente si diffondono le esperienze e si condividono le conoscenze accumulate con la conseguenza che, viene favorita una migliore allocazione delle risorse e le economie aumentano la loro produttività. Ne consegue che le economie dinamiche sono strettamente connesse alle unioni e talvolta ne sono una conseguenza. La connessione tra economie di scala dinamiche, crescita economica e integrazione economica giustifica il modello della crescita neoclassica.<sup>8</sup>

Le grandezze coinvolte nel modello sono il prodotto per occupato, lo stock di capitale a disposizione di ognuno e il tasso di interesse. Nel grafico sottostante le ascisse rappresentano lo stock di capitale  $k$  e le ordinate il prodotto per occupato  $Y$  e la curva rappresenta invece la funzione di produzione dell'economia il cui andamento presuppone rendimenti marginali decrescenti.



---

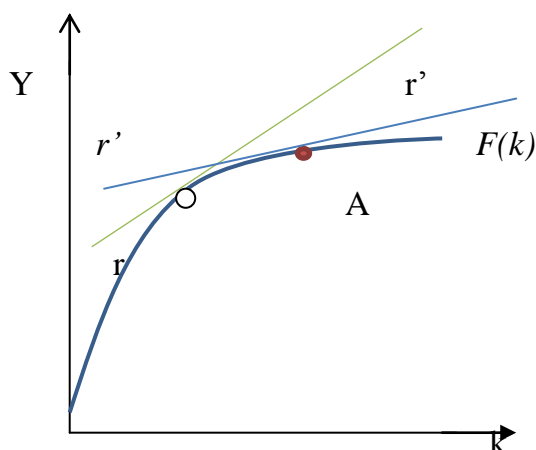
<sup>8</sup> Per un'analisi più dettagliata si veda anche Cabral L., Economia industriale



In questo modello l'equilibrio è raggiunto quando il prodotto marginale del capitale è uguale al tasso di interesse utilizzato dai consumatori per scontare il consumo futuro.

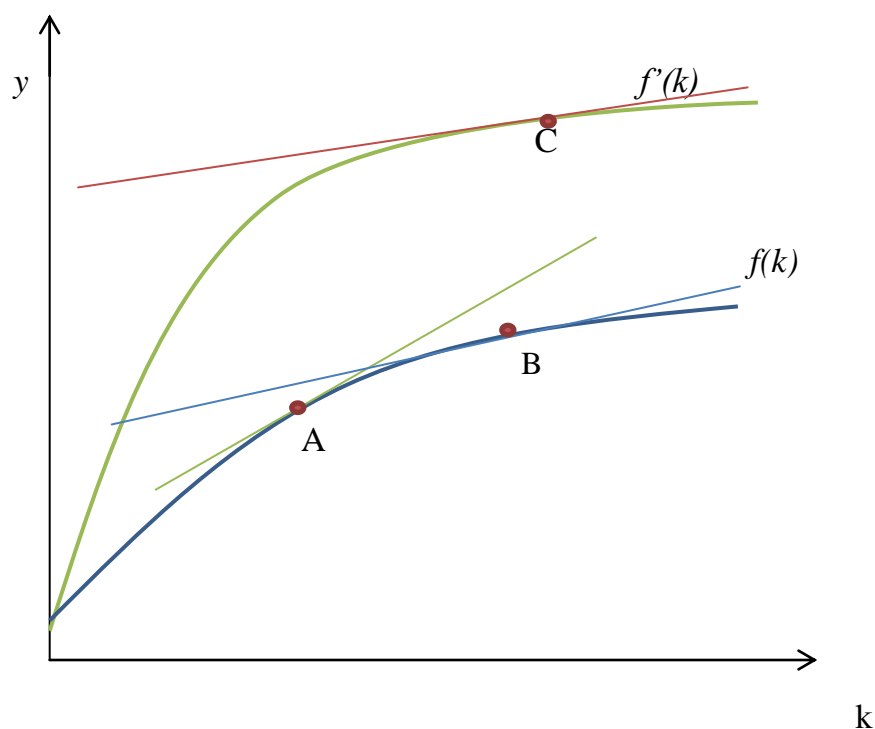
Nel grafico l'equilibrio è dato dal punto di tangenza A, ossia il punto della funzione in cui il coefficiente angolare è uguale al tasso di sconto, a sua volta pendenza della tangente alla curva nel punto osservato.

Secondo questa analisi la crescita economica si ha solo con un tasso di crescita della popolazione o della produzione esogeni, ma possiamo utilizzare il modello per spiegare come la moneta unica possa giovare per la crescita economica. Bisogna considerare che la diminuzione del rischio di cambio comporta una riduzione del rischio sistemico e conseguentemente del tasso di interesse, perché se diminuisce il rischio associato all'attività finanziaria gli operatori pretenderanno un premio per il rischio più basso. La diminuzione del tasso di interesse fa ruotare verso il basso la retta  $r'r'$  e il nuovo punto di tangenza sarà sicuramente posto ad un livello di capitale e di prodotto maggiore (B). Quando l'economia passa dal punto A al B sta accumulando capitale grazie al tasso  $r$  più basso, mentre l'aumento della produttività è solo temporaneo. Esso può essere determinato a livello permanente solo da variabili esogene come il tasso di crescita della popolazione o della tecnologia.



Dunque, per estendere il modello e dare una spiegazione migliore del beneficio concesso dall'integrazione monetaria, supponiamo che l'economia operi

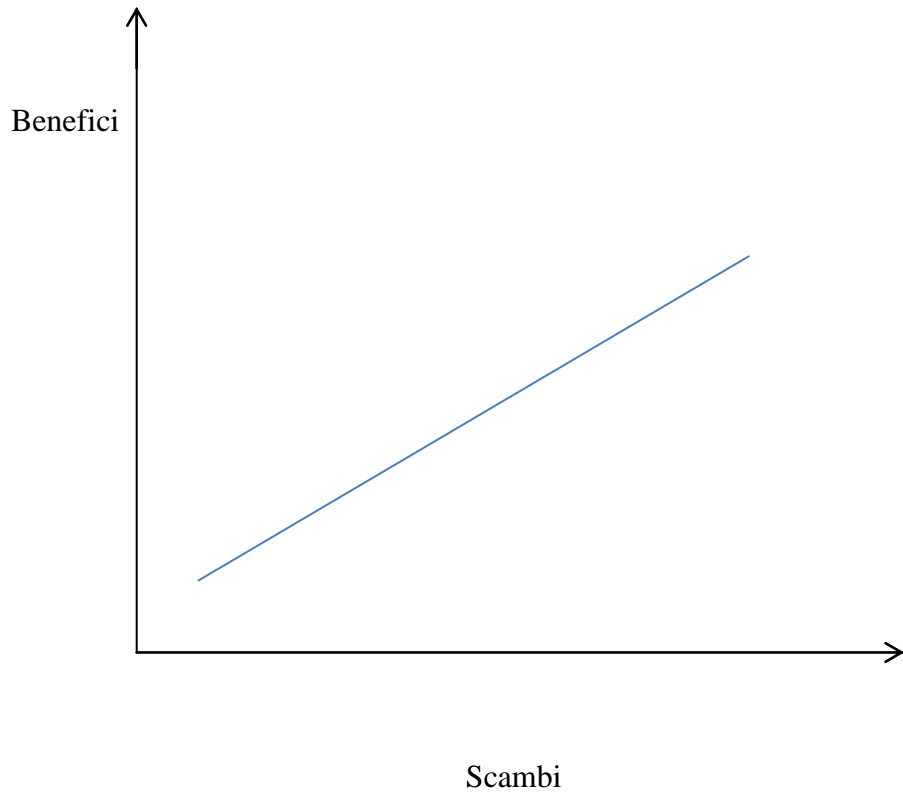
realizzando economie di scala dinamiche. In questo modello si può dimostrare che la crescita economica diventa una variabile endogena, dipendente da condizioni fondamentali nell'economia. Nel grafico, per via dell'aumento della produttività, si ottiene una rotazione verso l'alto della funzione di produzione e il nuovo punto di tangenza (nuovo equilibrio) è posto ad un livello di capitale/prodotto per occupato maggiore (punto C del grafico).<sup>9</sup>



La conclusione è che con la moneta unica la diminuzione del tasso di interesse, data dalla riduzione del rischio sistemico e del rischio di cambio, comporta una crescita economica tanto maggiore quanto maggiore è lo stock di capitale e la produzione di partenza; se un'economia si pone in un punto in cui lo stock di capitale per occupato è maggiore si muoverà verso un sentiero di crescita più alto. Ovviamente bisogna tener conto che, sebbene questo modello dia un'ottima spiegazione del beneficio ottenibile con l'introduzione della moneta unica, potrebbe non esser veritiero. Questo accade perché non necessariamente la diminuzione del rischio di cambio si traduce in una riduzione del rischio

<sup>9</sup> Cfr. anche Taylor P. e Mankiw G., *Macroeconomia*, Zanichelli

sistemico, esso potrebbe tradursi in un aumento dell' incertezza altrove. Riportando l'analisi ai benefici della valuta comune si deve notare la probabilità che il peso della moneta in un contesto internazionale possa essere maggiore rispetto alla mera somma delle singole valute nazionali. Infatti si possono delineare diversi benefici apportati dall'utilizzo della moneta anche in Paesi al di fuori dell' unione . Le transazioni effettuate al di fuori dell'unione creano profitti per i governi come nel caso Americano, in cui grazie a questi introiti la popolazione subisce una tassazione inferiore. L'internazionalità della moneta rende la stessa maggiormente appetibile sul mercato, di conseguenza sarà molto richiesta dagli altri paesi ad esempio attraverso l'acquisto di numerose attività finanziarie, quindi un ulteriore beneficio può essere rintracciato nell'aumento delle transazioni nei mercati finanziari e quindi nella crescita dell'economia. Infine, un altro elemento favorevole è sicuramente la possibilità di reperire più facilmente le risorse necessarie per il finanziamento delle spese pubbliche: se la moneta diviene internazionale molte banche vorranno detenere riserve di quella moneta, per esempio comprando titoli di debito dei Paesi, finanziandoli attraverso questo meccanismo. Dunque, attraverso l'internazionalizzazione della moneta si ottiene un accesso al credito facilitato, che talvolta può essere una conseguenza negativa per il Paese laddove le istituzioni finanziarie sfruttino i suddetti mezzi finanziari. Insieme all'importanza della moneta nel sistema monetario internazionale, anche il grado di apertura commerciale di un insieme di paesi spiega i benefici ottenibili. Questo perché maggiore è l'apertura agli scambi con paesi esteri, maggiore è il volume degli stessi con i Paesi al di fuori dell'unione e maggiore sarà il guadagno ricavabile dall'eliminazione dei costi di transazione. Dunque, si può concludere che più sono gli acquisti di beni e servizi esteri più saranno visibili i risultati dell'utilizzo della moneta unica: più è chiusa un'economia meno verrà a contatto con il contesto estero e di conseguenza non potrà avvertire a livello microeconomico i vantaggi. Ciò può essere messo in luce grazie ad un grafico che pone in relazione di proporzionalità diretta gli scambi e i benefici e come si evince dallo stesso viene confermato quanto finora detto.



## **Capitolo 2**

### **I problemi di una valuta comune**

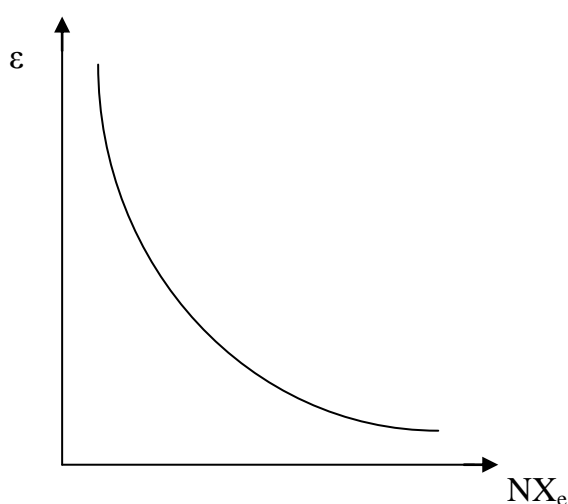
Nel precedente capitolo sono state analizzate le caratteristiche delle unioni monetarie e i relativi benefici, come l'eliminazione dei costi di transazione o la scomparsa dell'incertezza relativa alle fluttuazioni del tasso di cambio grazie al fatto che il mercato viene finanziato da una moneta unica e non da quelle nazionali. Costituire un'unione monetaria infatti comporta innumerevoli benefici per i paesi aderenti, ma allo stesso tempo presenta la nascita di costi da tenere in considerazione perché molto delicati. Sicuramente i costi sono da rintracciare nel sacrificio dell'indipendenza delle politiche, in particolar modo quella monetaria e del tasso di cambio, abile strumento di stabilizzazione interna. Dunque, nei seguenti paragrafi l'analisi sarà incentrata proprio sui costi che nascono con un'unione monetaria e sul confronto tra questi ultimi ed i benefici. Infine sarà osservato il problema delle economie incomplete, l'Euro e la crisi che ha investito l'area europea negli ultimi anni.

#### **2.1 I costi di un'unione monetaria**

Come precedentemente affermato la costituzione di un'unione monetaria comporta per i Paesi aderenti la nascita di costi aggiuntivi a livello economico-finanziario. In particolare quando un Paese rinuncia alla propria moneta nazionale rinuncia allo stesso tempo a dei fondamentali strumenti di politica monetaria in quanto questa non può esser condotta a livello indipendente. I paesi così perdono la facoltà di poter decidere la politica monetaria nazionale, ad esempio non potranno più controllare il tasso di cambio per modificare il prezzo della valuta attraverso svalutazioni e rivalutazioni, o anche la perdita del controllo del tasso di interesse e della quantità di moneta in circolazione.

La politica monetaria è uno strumento basilare nella stabilizzazione dell'economia interna, da sempre utilizzata per colmare gap recessivi o espansivi

della produzione attraverso il controllo delle variabili precedentemente citate (tasso di cambio, tasso di interesse a breve e quantità di moneta ). Per esempio un gap recessivo della produzione può essere colmato grazie al fatto che le Banche Centrali Nazionali possono stimolare il consumo e gli investimenti utilizzando lo strumento del tasso di interesse e precisamente spingendolo al ribasso. Allo stesso modo possono colmare gap espansivi della produzione, in questo caso però determinando un aumento del tasso di interesse che invece stimolerà il risparmio e farà contrarre la produzione e gli investimenti. Un altro elemento che scompare con l'integrazione monetaria è la flessibilità del tasso di cambio in quanto con l'unione monetaria divengono fissi o irrevocabili. La flessibilità del cambio è di vitale importanza in quanto può stimolare la produzione interna e risollevarla talvolta l'economia del paese; se ad esempio la Banca Centrale Nazionale di un paese decide di allentare la politica monetaria per combattere una recessione, provocherà un calo dei tassi di interesse con conseguente deflusso di capitali verso l'estero; tale deflusso comporterà a sua volta un deprezzamento della valuta così che i prodotti nazionali, sul mercato internazionale, saranno maggiormente competitivi e di conseguenza le esportazioni nette e la produzione interna aumenteranno. Infatti le esportazioni nette sono legate al tasso di cambio attraverso una legge di proporzionalità inversa come mostra il grafico sottostante.<sup>10</sup>



---

<sup>10</sup> Cfr. anche Mankiw G. e Tylor M., Mc Graw –Hill, Macroeconomia, Zanichelli

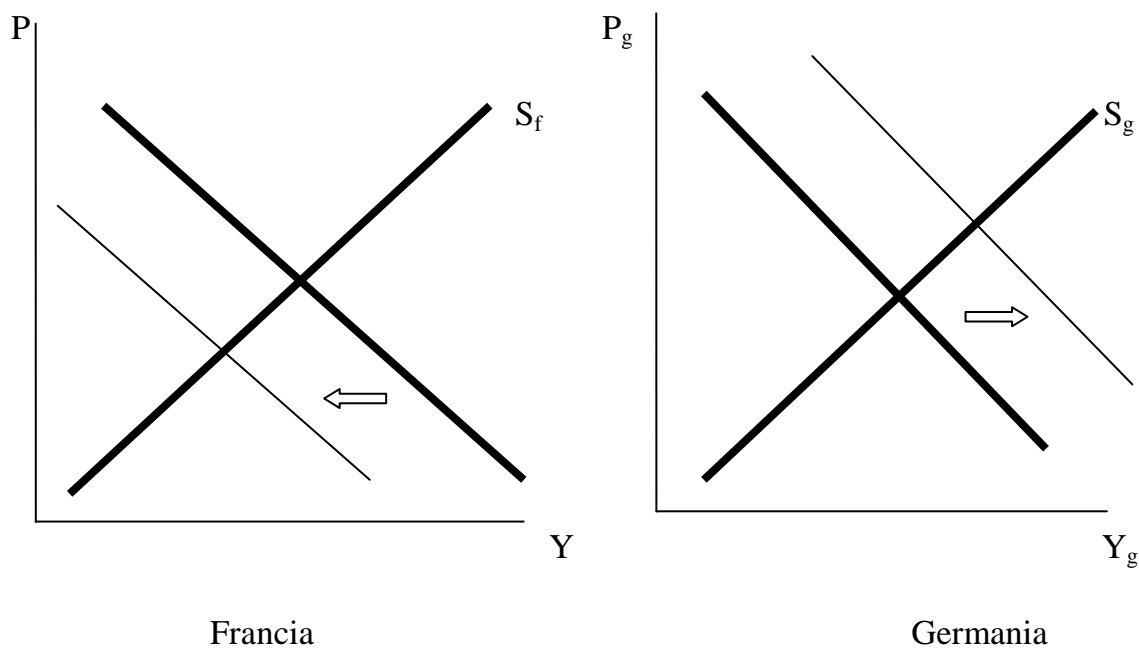
Allo stesso modo, se si vuole combattere una espansione, la politica monetaria servirà per aumentare i tassi di interesse e provocare afflussi di capitali che faranno apprezzare la valuta.<sup>11</sup> Dunque, si può osservare che la politica monetaria è certamente più efficace con un sistema di tassi di cambio flessibili. Aderendo ad un'unione si sacrifica l'indipendenza della politica monetaria e dei tassi di cambio come strumento di stabilizzazione interna e dunque quanto è vantaggiosa l'integrazione monetaria? Occorre far riferimento alla teoria delle aree valutarie ottimali (AVO) elaborata da Robert Mundell. Innanzitutto un'area valutaria ottimale nasce quando tra un insieme di paesi, data la forte integrazione a livello commerciale e la consistente mobilità dei fattori produttivi, conviene creare un'area all'interno della quale venga istituito un sistema di cambi fissi o un'unione monetaria.

La teoria incentra l'attenzione sull'analisi costi-benefici dell'unione concentrandosi però sui costi. Sempre secondo la teoria delle AVO il costo del sacrificio imputabile alla perdita dell'indipendenza della politica monetaria è causato dal fatto che i partner si ritrovino contemporaneamente di fronte a delle problematiche simili o diverse: shock simmetrici se c'è somiglianza tra le problematiche che investono i paesi e asimmetrici nel caso siano diverse. Per spiegare in cosa consistono questi shock e cosa comportano a livello macroeconomico consideriamo per semplicità due paesi, per esempio Francia e Germania, e che questi costituiscano un'unione monetaria rinunciando alla moneta nazionale a favore di un'unica valuta. Supponiamo che i consumatori francesi cambino le preferenze sul consumo trasferendosi quindi sui prodotti tedeschi. Tale situazione può essere messa in luce grazie ad un grafico che mostra le curve della domanda ed offerta aggregata dei due paesi e i relativi spostamenti. La curva di domanda aggregata, la curva con pendenza negativa, mette in relazione la quantità domandata di prodotto interno e i relativi pezzi, mentre la

---

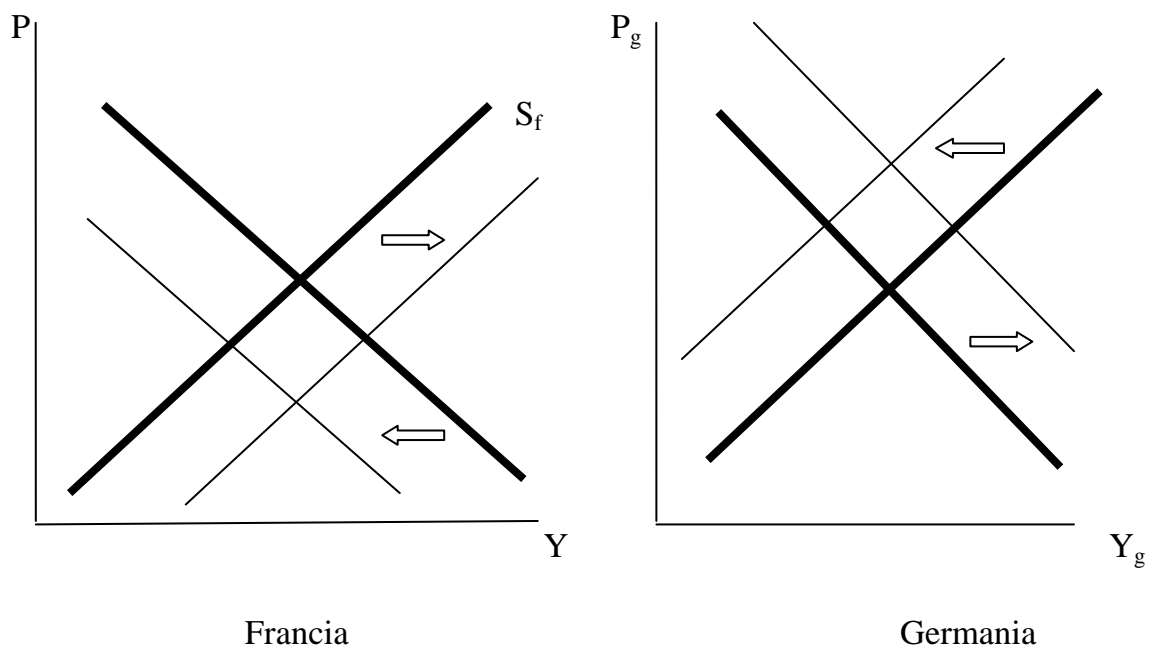
<sup>11</sup> Cfr. anche De Grouwe P., L'economia delle unioni monetarie, Il Mulino

curva di offerta aggregata, quella con pendenza positiva, esprime il fatto che quando i prezzi nel paese aumentano le imprese tenderanno ad aumentare la quantità offerta per poter giovare dell'aumento dei prezzi in termini di profitti maggiori. Nel modello in esame inoltre supponiamo che il prezzo dei fattori produttivi e il salario nominale siano costanti, mutamenti di questi fattori determinano spostamenti della curva d'offerta. Dunque, nella situazione precedentemente descritta, ossia il caso in cui i consumatori francesi trasferiscano le loro preferenze sui prodotti tedeschi, si determina uno spostamento della curva di domanda aggregata in entrambi i paesi come mostra il grafico sottostante (*grafico 1*) : verso il basso per la Francia, che vede una contrazione della quantità domandata di prodotti interni, e verso l'altro per la Germania che invece viene investita da un aumento esogeno della domanda. Il risultato è una diminuzione della produzione in Francia e un aumento della stessa in Germania, di conseguenza si registrerà un aumento della disoccupazione in Francia ed un eccesso di domanda di lavoro in Germania.





In questo caso entrambi i paesi si trovano a dover fronteggiare un problema di aggiustamento. L'equilibrio verrà ripristinato attraverso due meccanismi che stabilizzeranno il mercato automaticamente: la flessibilità dei salari e la mobilità del lavoro. Nel primo caso, se i salari sono flessibili, i lavoratori francesi chiederanno un salario più basso determinando uno spostamento della curva d'offerta verso destra, mentre in Germania l'eccesso di domanda di lavoro provoca un aumento dei salari e uno spostamento dell'offerta verso l'alto. I salari più bassi e la diminuzione dei prezzi in Francia rendono i prodotti più competitivi rispetto a quelli tedeschi i cui prezzi sono aumentati, così nei due Paesi si ripristinerà automaticamente l'equilibrio: in Francia la produzione aumenterà, viceversa in Germania. *(grafico 2)*



Con il secondo meccanismo, ossia la mobilità dei lavoratori, l'aggiustamento avviene in maniera ancora più semplice: i lavoratori disoccupati francesi non chiederanno salari più bassi ma si trasferiranno in Germania dove invece c'è eccesso di domanda di lavoro. Così i salari non si sposteranno né verso l'alto né

verso il basso nei due paesi e le pressioni salariali inflazionistiche tedesche scompariranno insieme alla disoccupazione francese. Dunque, attraverso la mobilità del lavoro e la flessibilità salariale si può ricondurre la situazione economica dei due paesi all'equilibrio, i due meccanismi operano automaticamente. Ciò nonostante non è detto che si verifichino le suddette circostanze, ad esempio potrebbe accadere che in Francia i lavoratori non chiedano salari più bassi oppure che decidano di non migrare verso la Germania. In una situazione del genere l'equilibrio può essere ripristinato solo attraverso un forte aumento dei prezzi in Germania tale da rendere le merci francesi competitive decretando un aumento della produzione, altrimenti la Francia rimarrebbe bloccata nel disequilibrio descritto nel grafico 1. Si può concludere che se non operano i due meccanismi ormai noti, l'equilibrio prenderà le forme dell'inflazione in Germania, di conseguenza potrebbe venire spontaneo domandarsi quale sarebbe stata la situazione se i paesi non avessero aderito all'unione. Ebbene gli stessi avrebbero potuto utilizzare abilmente gli strumenti di politica monetaria nazionale per fronteggiare questi shock asimmetrici della domanda: se i due paesi avessero mantenuto l'indipendenza nella conduzione della politica monetaria avrebbero potuto o sfruttare il meccanismo dei tassi di cambio flessibili, per poter sfruttare il tasso di interesse, oppure agganciare la propria moneta ad alte valute, per poterla svalutare e rivalutare.

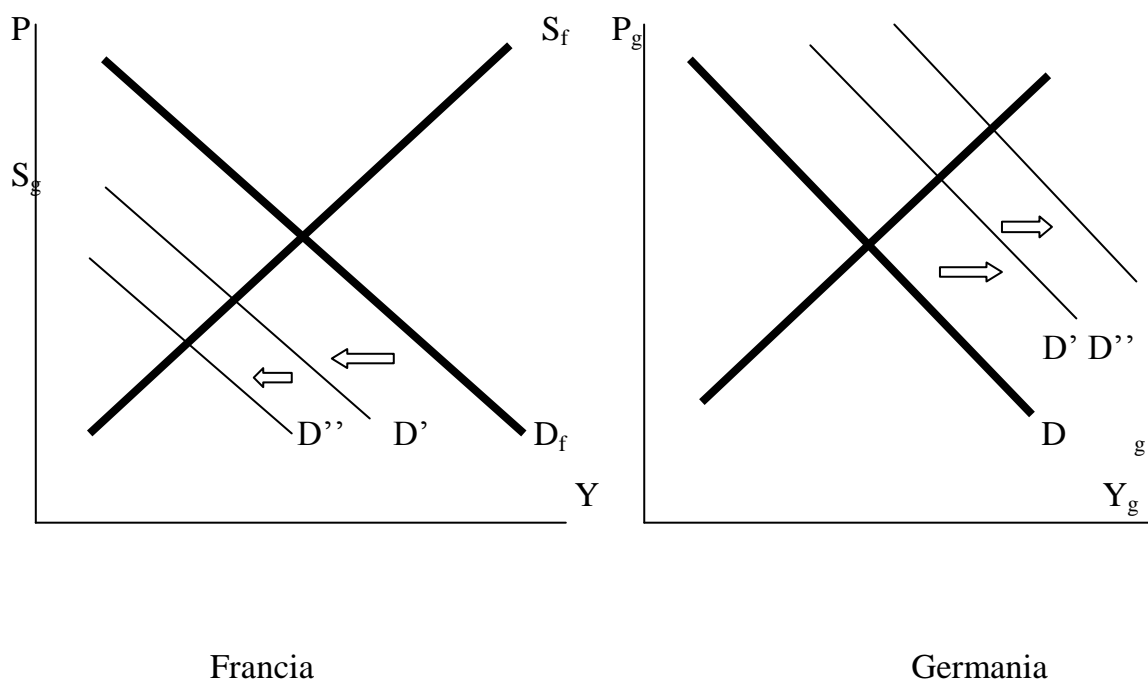
L'analisi fin qui condotta ci mostra che non sempre l'unione monetaria comporta dei benefici per i paesi, infatti nel caso esaminato, laddove la flessibilità dei salari e la mobilità del lavoro non sortiscano effetto, i paesi si ritroverebbero inevitabilmente a fronteggiare dei costi aggiuntivi e degli squilibri consistenti. Per continuare il discorso circa i problemi derivanti dall'adesione all'unione monetaria, dobbiamo considerare un'ulteriore conseguenza della perdita dell'indipendenza monetaria e cioè il cambiamento consistente circa la capacità dei governi di finanziare i propri deficit di bilancio. Questo si verifica perché avendo sacrificato la propria valuta un paese, per finanziare il deficit statale,

emetterà strumenti di debito in una valuta che non controlla. L'implicazione è che i mercati finanziari spingeranno tali paesi ad un 'insolvenza forzata, laddove sorgano dubbi circa la solvibilità degli stessi che emettono tali strumenti. Per poter dimostrare quest'affermazione occorre far riferimento ad un esempio in cui ci serviremo di due paesi per effettuare l'analisi, la Spagna, come esempio di paese che fa parte di un'unione, e l'Inghilterra, come paese che conserva la propria indipendenza monetaria. Nel caso dello scenario inglese, supponiamo che i mercati finanziari inizino a dubitare circa la solvibilità del paese; la conseguenza è che gli investitori decideranno di vendere i titoli inglesi provocandone un abbassamento del prezzo ed un aumento del tasso di interesse. In questa circostanza gli investitori che disporranno di sterline vorranno liberarsene sul mercato dei cambi. Nel mercato le sterline saranno smaltite solo se il loro prezzo riuscirà ad attrarre potenziali compratori, nel caso contrario rimarranno bloccate nel mercato dei cambi e verranno probabilmente utilizzate per acquistare strumenti nazionali. La quantità di moneta in Inghilterra, dunque, rimarrà invariata. Cosa succederebbe se questo meccanismo non avesse effetto? Dato che l'Inghilterra non ha aderito all'unione può far riferimento ad una forza di ultima istanza: la Banca d'Inghilterra, la quale riuscirà a rimborsare i detentori di obbligazioni senza che si inneschi una crisi di liquidità e solvibilità. La situazione è completamente differente in Spagna e in quei paesi che fanno parte di un'unione. In un primo momento gli effetti sono uguali tra i due scenari presi in esame: se gli investitori temono l'insolvenza del paese venderanno i titoli provando la crescita dei tassi di interesse. Ma cosa accade dopo? Gli investitori che vorranno liberarsi degli Euro potrebbero decidere di voler acquistare, per esempio, titoli di debito tedeschi provocando un deflusso di Euro dalla Spagna alla Germania. In tal caso la Spagna sarà investita da una crisi di liquidità: l'offerta di moneta inevitabilmente si contrae, dato che il governo spagnolo non potrà chiedere né alla banca di Spagna di finanziare il sistema, non potendo immettervi liquidità, né alla Bce essendo un'istituzione non controllata dal governo spagnolo. Di conseguenza l'effetto finale è che si innescherà una crisi di

liquidità che porterà il governo a dichiarare l'insolvenza. Con l'aumento dei tassi di interesse il peso del debito è maggiore e il paese potrebbe esser costretto ad aumentare la tassazione e diminuire la spesa intraprendendo politiche di austerità molto costose. Si può concludere dunque, che in un'unione se gli investitori e i mercati finanziari dubitano circa la solvibilità di un paese lo spingeranno ad un'insolvenza forzata che comporterà l'interruzione del servizio del debito del paese in questione.

All'inizio del paragrafo abbiamo osservato la fragilità delle unioni nel caso si verificano shock asimmetrici della domanda e abbiamo poi analizzato il comportamento dei paesi e gli effetti a livello macroeconomico derivanti dalle aspettative negative degli investitori. Ora possiamo combinare queste due analisi per comprendere quali siano gli effetti degli shock asimmetrici sul bilancio statale e capire come si ripercuotono sui meccanismi di aggiustamento. Tornando alla situazione analizzata all'inizio, sappiamo che se i consumatori francesi cambieranno le preferenze sul consumo trasferendosi sui prodotti tedeschi in Francia si registrerà un calo della produzione con il conseguente spostamento verso il basso (verso sinistra) della curva di domanda. Per effetto di questo shock negativo si avranno degli effetti in primis su occupazione e produzione e di riflesso sul bilancio statale. Così il pil francese subirà inevitabilmente un calo e, dato che le imposte sul reddito sono progressive, si avrà anche un calo delle entrate tributarie più che proporzionale alla diminuzione del pil. Contemporaneamente la disoccupazione fa aumentare la spesa pubblica con il conseguente aumento del deficit di bilancio statale. Ora si ritorna all'analisi effettuata circa gli effetti sul bilancio delle aspettative degli investitori : se la Francia subisce un aumento del deficit statale accrescerà le aspettative negative degli investitori circa la sua solvibilità e di conseguenza si verifica il meccanismo precedentemente analizzato . Gli investitori decideranno di vendere i titoli francesi acquistando per esempio quelli tedeschi, l'aumento del tasso di interesse in Francia provocherà un'ulteriore diminuzione del pil, dato che

gli investimenti e il consumo deperiranno. Questo può essere messo in luce attraverso un grafico che spiega con lo spostamento da  $D$  a  $D'$  lo shock asimmetrico negativo iniziale e da  $D'$  a  $D''$  l'ulteriore spostamento /calo della domanda dovuto alla sfiducia degli investitori nei confronti del governo francese di finanziare il proprio deficit. L'effetto di questa crisi debitoria in Francia ha tutt'altro effetto in Germania dove si ha un doppio spostamento della domanda verso l'alto. (grafico 3)



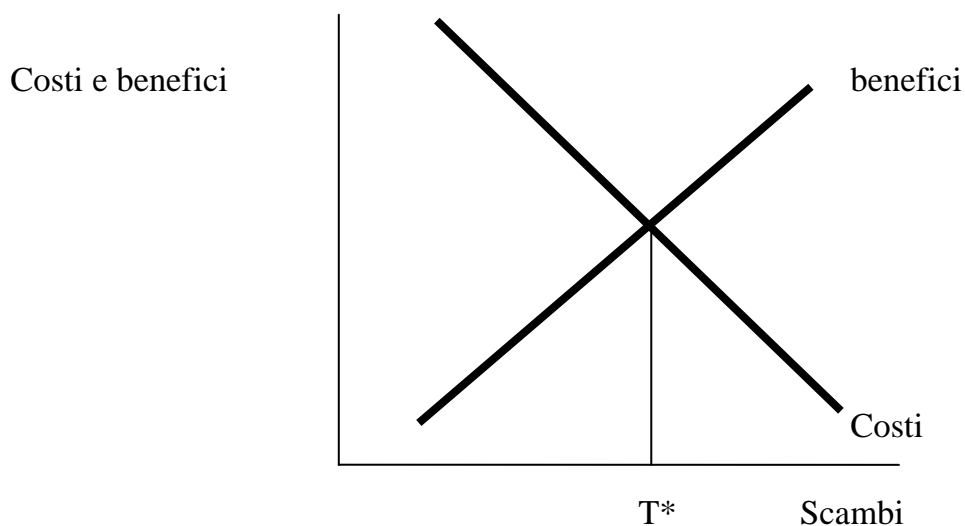
Questi spostamenti dei tassi di interesse non fanno altro che destabilizzare ulteriormente l'economia dei paesi anziché stabilizzarli. Ci potrebbe venire spontaneo da chiederci come mai in un'unione monetaria i tassi di interesse divergono e la risposta è che si tratta dei tassi di interesse a lungo termine, quelli che incidono sulla domanda aggregata: se gli investitori avvertono un maggior rischio nei titoli di stato francesi i tassi naturalmente divergeranno. Partecipare ad un'unione aumenta la volatilità della produzione e

dell'occupazione, infatti se i paesi non avessero aderito al processo di integrazione monetaria avrebbero potuto sfruttare il deprezzamento e l'apprezzamento delle valute determinato dal deflusso di capitali e dalla domanda ed offerta delle valute sul mercato dei cambi. Il calo della domanda della moneta francese avrebbe provocato un deprezzamento che a sua volta avrebbe incentivato le esportazioni nette essendo ora i prodotti francesi maggiormente competitivi. Si può concludere che i costi di un'unione monetaria sono particolarmente onerosi in termini di equilibrio macroeconomico, in quanto i movimenti del ciclo economico sono ancor più amplificati all'interno di un'unione laddove i mercati finanziari dubitino circa la solvibilità di un paese.

## 2.2 Un breve confronto tra i costi e i benefici di un'unione monetaria

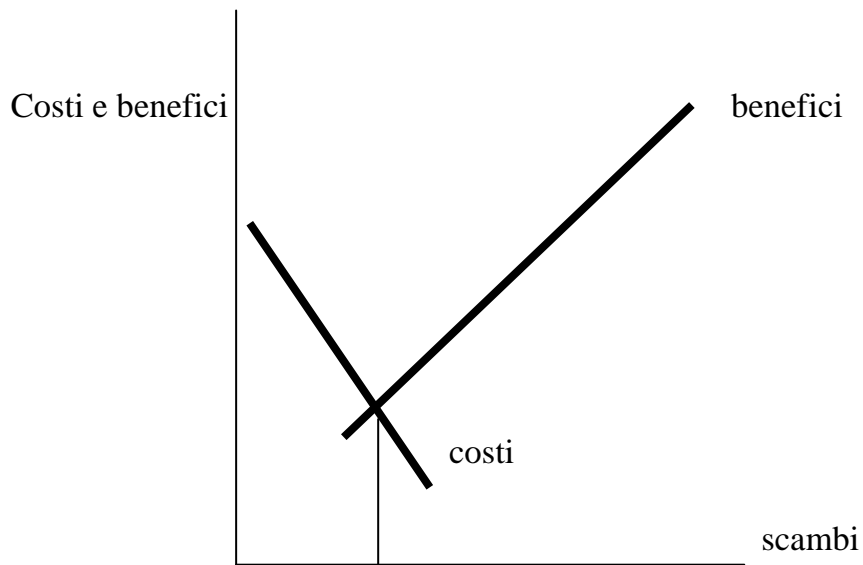
Nei precedenti paragrafi sono stati osservati i costi e i benefici derivanti dall'adesione ad un'unione monetaria. In questo paragrafo, invece, l'analisi si concentra su un loro confronto al fine di comprendere quanto sia ottimale per un paese aderire o meno ad un'unione.

Per intraprendere il discorso facciamo riferimento ad un grafico che pone in relazione i costi, i benefici e il grado di apertura commerciale di un Paese.

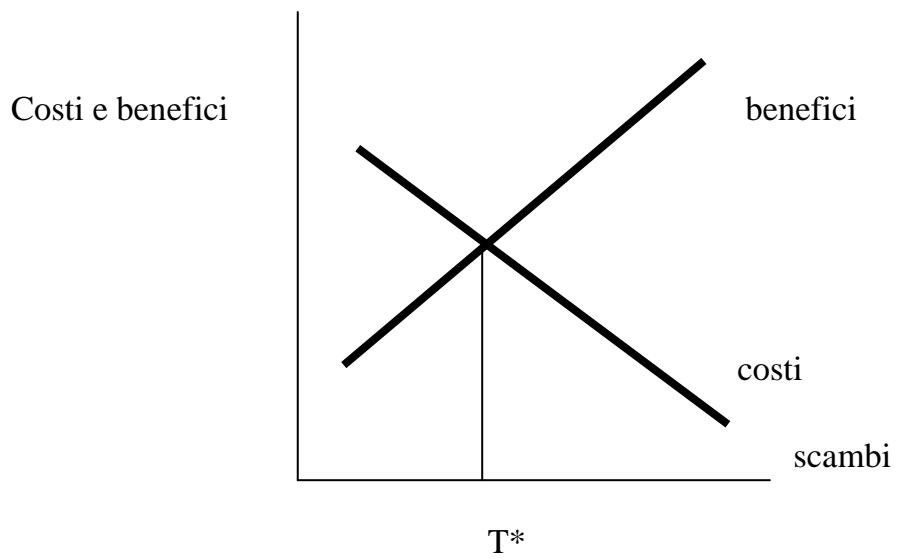


Il punto di intersezione rappresenta quel punto critico per cui per un paese i costi sono uguali ai benefici e di conseguenza, dato il grado di apertura commerciale, gli converrà aderire all'unione. I punti a destra sono tutti punti per cui conviene aderire in quanto i benefici sono maggiori dei costi, a sinistra invece sono rappresentati tutti quei punti per cui ad un paese conviene mantenere la propria valuta. Occorre fare un'ulteriore specificazione e cioè che questo discorso, circa la convenienza o meno basandosi sui punti a sinistra o destra del grafico, dipende dalla posizione della curva dei costi che varia a seconda della fiducia nello strumento del tasso di cambio per assorbire gli squilibri macroeconomici. Facciamo riferimento all'impostazione monetarista e keynesiana. Secondo il primo filone di pensiero le variazioni del tasso di cambio sono inefficaci per assorbire gli squilibri, di conseguenza i paesi gioverebbero sicuramente dalla loro integrazione; la curva dei costi in questo caso è molto vicina all'origine ed anche il punto critico lo sarà a dimostrazione del fatto che i paesi ne guadagnerebbero dall'abbandono della moneta nazionale. Diversa è l'impostazione keynesiana secondo cui il contesto economico abbonda di rigidità (salari, mobilità del lavoro, prezzi...) per cui lo strumento del tasso di cambio risulta efficace per i meccanismi di aggiustamento. In tal caso la curva dei costi e il punto critico saranno lontane dall'origine in quanto sono relativamente pochi i paesi che in tale situazione vorrebbero costituire un'unione monetaria.

*(grafico pagina seguente)*



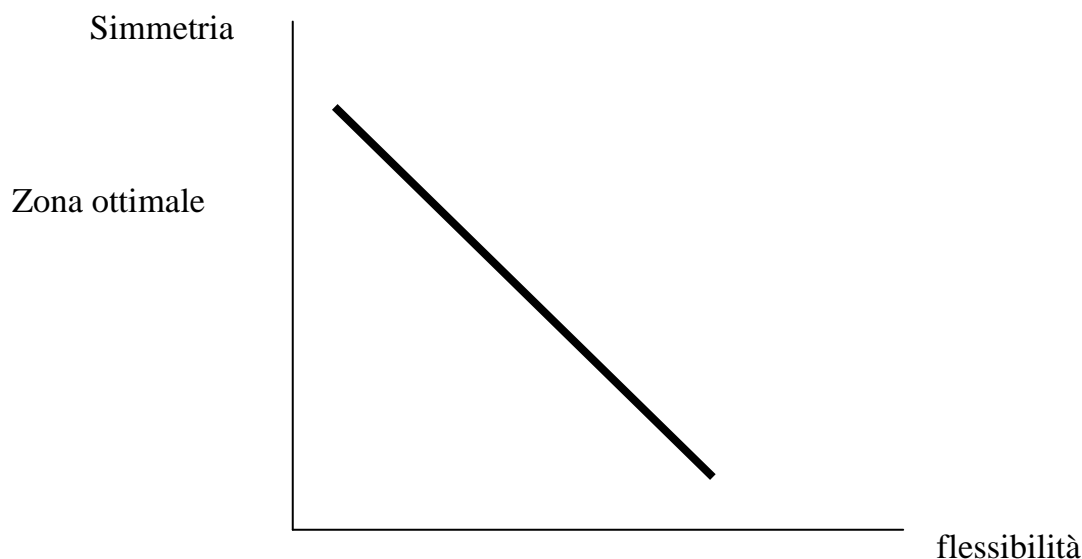
(impostazione monetarista)



(impostazione keynesiana)



Per poter continuare il discorso circa l'analisi costi-benefici occorre far riferimento anche ad altri variabili che inevitabilmente influiscono, ad esempio il fatto che paesi con una bassa quota di scambi potrebbero trarre vantaggio dall'adesione o anche altri parametri quali la rigidità dei prezzi, salari, la mobilità del lavoro, la flessibilità del mercato di lavoro, gli shock asimmetrici e la loro frequenza. In particolar modo possiamo osservare che se i salari e i prezzi sono abbastanza flessibili i paesi che costituiscono un'unione incorreranno in costi minori determinando lo spostamento verso sinistra della curva dei costi, diversamente da quei paesi in cui la rigidità dei salari, dei prezzi e la poca flessibilità nella mobilità del lavoro rendono svantaggioso l'abbandono della moneta nazionale. Come precedentemente affermato, è da tener da conto anche la frequenza con cui si verificano gli shock asimmetrici in quanto i costi aumentano con l'aumentare delle perturbazioni. Esiste una relazione tra la simmetria tra i paesi e la flessibilità, intendendo per simmetria un alto grado di correlazione tra i tassi di crescita della produzione e dell'occupazione. Questa relazione può essere esposta attraverso un grafico sulle cui ascisse inseriamo la flessibilità e sulle ordinate la simmetria.<sup>12</sup>



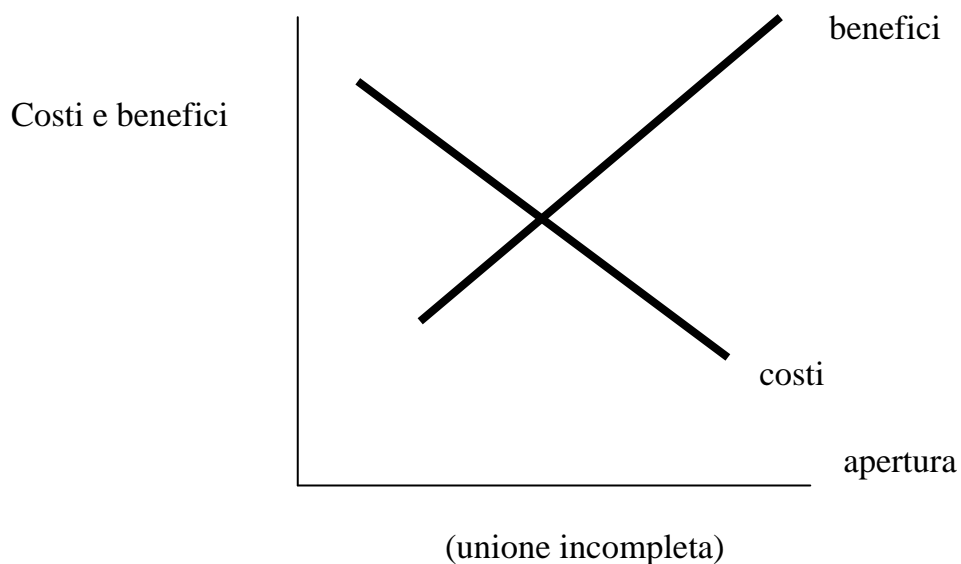
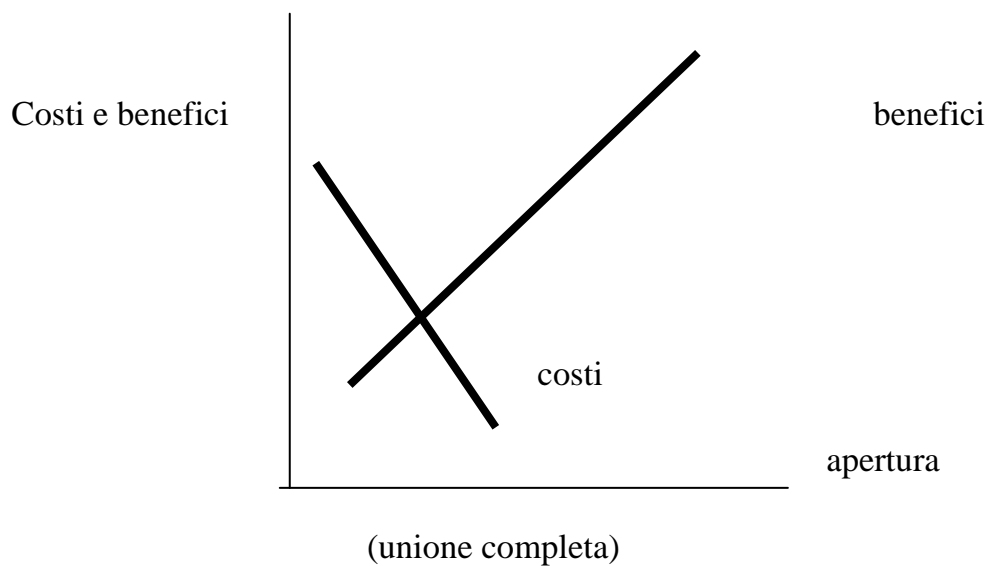
<sup>12</sup> Cfr. anche De Arcangelis G, Economia internazionale, McGraw-Hill, Milano 2005

Dal grafico si evince che minore è la simmetria tra paesi maggiore dovrà essere la flessibilità del mercato del lavoro per potersi collocare lungo la retta a pendenza negativa che esprime le combinazioni minime di simmetria e flessibilità perché l'integrazione conceda più benefici che costi. Concludendo, i punti a sinistra della retta mostrano tutte le aree valutarie NON ottimali in quanto non sono dotate di una flessibilità sufficiente a colmare l'asimmetria tra i paesi e incorreranno sicuramente in costi di aggiustamento maggiori. Al contrario, i punti a destra della retta mostrano le aree valutarie ottimali, dotate di un elevato grado di flessibilità dato il livello di simmetria.

### **2.3 Il problema delle economie “incomplete”**

Le unioni monetarie incomplete sono delle realtà economiche in cui le autorità centrali delle nazioni si accordano reciprocamente per stabilire i rapporti di cambio tra le valute. Le unioni incomplete sono estremamente fragili, infatti hanno mostrato nel corso della storia che gli impatti degli shock su queste economie è particolarmente devastante e destabilizzante a livello macroeconomico. Le suddette unioni vengono denominate incomplete perché non presentano l'unione di bilancio, che consiste nel mantenimento dell'indipendenza nella propria politica di bilancio, al contrario delle economie complete in cui appunto vige l'unione di queste politiche. La fragilità delle unioni che presentano questa indipendenza può essere rappresentata anche attraverso un grafico, che messo a confronto con il grafico dei costi-benefici delle unioni complete, mostra la debolezza di questi insieme di paesi. Nel primo grafico rappresentiamo i costi e benefici delle economie incomplete e possiamo notare che la curva dei costi è lontana dall'origine a dimostrazione del fatto che l'unione è poco conveniente per i paesi, i quali dovrebbero sostenere inevitabilmente costi aggiuntivi maggiori data la fragilità del sistema. Nel

secondo grafico, invece, possiamo rappresentare i costi e benefici delle unioni complete in cui, di conseguenza, la curva dei costi è molto vicina all'origine a rappresentazione dell'idea secondo cui per queste tipologie di unioni, in cui le politiche di bilancio sono unificate, è vantaggioso abbandonare la moneta nazionale in favore della moneta unica. (grafico pagina seguente)<sup>13</sup>



<sup>13</sup> De Groot P., Economia dell'unione monetaria, Il Mulino

Generalizzando il concetto di incompletezza possiamo affermare che nella realtà economica si distinguono diversi tipi di unioni monetarie che presentano diversi gradi di incompletezza e che condividono la debolezza e la fragilità sul piano della sostenibilità. Possono distinguersi diversi esempi come il sistema Bretton Wood dei cambi fissi, il sistema monetario europeo (sme) oppure è il caso dell'Eurozona o di quei paesi che ancorano le proprie valute ad altre come il dollaro o l'euro e costituiscono così, con questi paesi, delle unioni incomplete. Per intraprendere il discorso circa la debolezza di questi sistemi facciamo dapprima riferimento ad un sistema di cambi fissi per dimostrare che questi sono sistemi precari che finiscono per crollare e disintegrarsi al presentarsi di crisi consistenti<sup>14</sup>.

La debolezza di queste unioni è insita in due caratteristiche fondamentali: la prima è la credibilità del tasso di cambio, la seconda tira in causa le riserve di valuta estera detenute dalle banche nazionali per sostenere il cambio fisso. Per quanto concerne il concetto di credibilità questo è strettamente connesso alla promessa delle autorità centrali di mantenere il tasso di cambio fisso dichiarato; si potrebbero verificare delle circostanze tali da rendere il valore del tasso di cambio prefissato contro l'interesse nazionale, di conseguenza le autorità dovranno disattendere la promessa circa il mantenimento del suddetto valore con la seguente perdita di credibilità per il governo nazionale. L'implicazione di questo meccanismo è che se gli agenti economici si accorgeranno di questa perdita di credibilità, potranno decidere di attaccare la valuta con azioni speculative, vendendo e comprando sul mercato dei cambi per trarre profitto. Il secondo elemento, che denota la fragilità del sistema invece, riguarda le riserve detenute dalle banche nazionali: se queste devono impegnarsi per mantenere il tasso di cambio fisso, a seconda delle circostanze dovranno vendere o comprare valuta estera contro valuta nazionale (o viceversa) per poter mantenere il rapporto di cambio. Approfondendo meglio, se la banca nazionale

---

<sup>14</sup> Cfr. anche [www.laborsaitaliana.it](http://www.laborsaitaliana.it)

deve mantenere il tasso di cambio prefissato, ad ogni evenienza, dovrà impegnarsi cedendo o acquisendo valuta estera contro nazionale ed è qui che sorge un importante quesito: le stock di riserve valutarie delle banche nazionali è infinito? La risposta è ovviamente negativa ed è proprio questo l'elemento cruciale in questo sistema a cambi fissi: i due elementi pressappoco descritti interagiscono inevitabilmente. La limitatezza dello stock di riserve valutarie genera già in partenza poca credibilità, di conseguenza gli investitori decideranno di vendere la valuta nazionale per ottenere quella estera così che la banca nazionale sarà costretta a cedere a sua volta valuta straniera. Attraverso questo meccanismo, le riserve valutarie diminuiranno a dimostrazione del fatto che proprio per la limitatezza dello stock di riserve valutarie estere il sistema a cambi fissi prima o poi crollerà, in particolar modo quando gli scopi delle autorità sono la stabilizzazione della produzione e dell'economia.

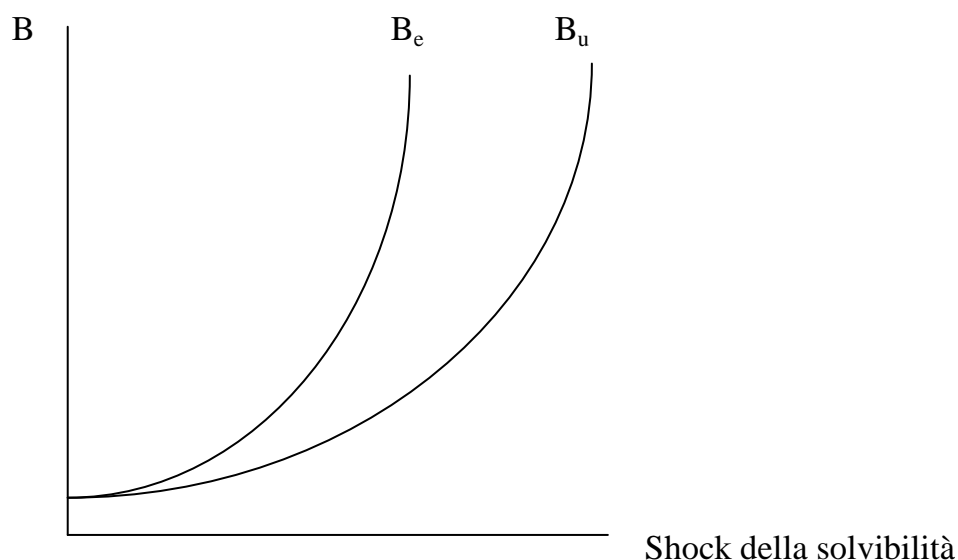
Le crisi valutarie sono imputabili all'incoerenza degli obiettivi prospettati dalle autorità e non ai comportamenti degli speculatori i quali assumono determinati comportamenti solamente come conseguenza di quanto determinato dalle autorità. Le analogie sul piano della delicatezza e fragilità del sistema possono riscontrarsi in un tipo di unione monetaria a noi molto vicino: l'Eurozona. Questa è un'unione caratterizzata dall'assenza di unione di bilancio all'interno della quale troviamo un'autorità centrale (la Bce) e tante altre autorità nazionali indipendenti, con le proprie regole di bilancio e che emettono i propri strumenti di debito. Tali strumenti, tra l'altro, sono emessi in una valuta che gli stessi paesi non possono controllare. In un simile contesto si può dimostrare che esistono diversi equilibri e tutto ciò può essere spiegato grazie ad un modello che si basa sia sull'ipotesi che l'inadempienza comporti costi e benefici che vengono valutati e presi in considerazione dai governi al fine di optare per una scelta ottimale, sia sul fatto che gli investitori tengono conto dell'analisi costi-benefici per poter prevedere le mosse dei governi.

Supponiamo che una nazione dell'Eurozona venga investita da uno shock negativo come una recessione che porti il governo a dichiararsi insolvente. Possiamo chiamarlo shock di solvibilità e possiamo analizzarne sia i benefici sia i costi. Partendo dai benefici, supponiamo che se il governo si dichiara insolvente potrà rimborsare solo il 50% del debito (taglio 50%). In questo modo il governo avrà un carico più leggero e in particolare le politiche di austerità legate all'insolvenza saranno a loro volta alleggerite in quanto i tagli alle spese e la maggior tassazione saranno sicuramente meno consistenti rispetto al caso in cui il governo non si fosse dichiarato insolvente (più 50% di debito).

Possiamo tracciare su un grafico due curve dei benefici, mettendo in relazione lo shock di solvibilità e i benefici ottenibili distinguendo due curve: la curva  $B_e$ , laddove l'inadempienza sia attesa dagli investitori, e  $B_u$  nel caso contrario.

Prestando dapprima attenzione alla curva  $B_u$  si nota che maggiore è l'entità dello shock di solvibilità maggiori sono i benefici derivanti dall'inadempienza per i motivi suddetti. La curva dipende da tre elementi fondamentali: l'entità del debito iniziale, l'efficacia del sistema tributario e l'entità del debito estero. In particolar modo maggiori sono l'entità del debito iniziale e del debito estero maggiore è la convenienza a dichiarare l'insolvenza (la curva ruota verso l'alto). Per quanto concerne invece l'efficacia del sistema tributario possiamo concludere che in un paese con un sistema inefficiente è difficoltoso aumentare la tassazione per cui, in tal caso, è più vantaggiosa l'inadempienza. Passando ora ad analizzare la curva  $B_e$ , osserviamo che questa giace al di sopra della prima curva ed è un'ovvia conseguenza delle considerazioni fatte precedentemente: se gli investitori temono l'insolvenza venderanno i titoli di stato del paese potenzialmente insolvente spingendo al rialzo i tassi di interesse. L'aumento dei tassi aumenta il deficit di bilancio il quale richiederà politiche di austerità (tagli alle spese e aumento della tassazione) che come sappiamo hanno un costo e l'inadempienza appare una strada attraente. In questo caso, i benefici derivanti

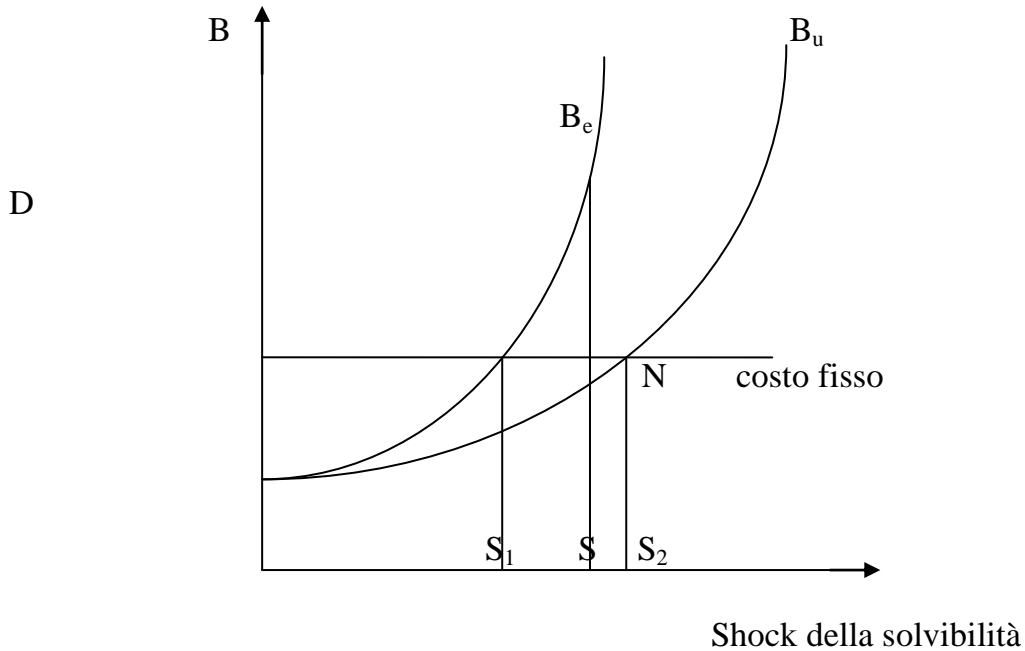
dall'insolvenza sono maggiori per cui si spiega perché la curva giaccia al di sopra della prima.



Per concludere bisogna considerare il fatto che l'inadempienza comporta, ovviamente, anche dei costi.

Supponendo che questi siano fissi possiamo tracciare nel grafico una retta orizzontale che rappresenti i suddetti costi. Ora possiamo distinguere tre casi: il caso di uno shock debole, forte o intermedio. Nel caso dello shock debole ( $S < S_1$ ) i costi dell'inadempienza ne superano i benefici, dunque non è un'opzione attraente, al contrario con shock forti ( $S > S_2$ ) i benefici ne superano i costi. Ulteriori considerazioni vanno fatte per gli shock di solvibilità intermedi e cioè per  $S_1 < S < S_2$ , in particolar modo occorre osservare che le scelte cambiano a seconda delle aspettative: nel caso dello shock intermedio si avranno due equilibri il primo, D, giace sulla curva  $B_e$  e mostra che quando lo shock è atteso conviene l'insolvenza, al contrario l'equilibrio N, che giace sulla curva  $B_u$ ,

mostra che quando lo shock non è atteso l'inadempienza non è un'opzione attraente.



Dunque, possiamo affermare che queste unioni pervase da diversi gradi di incompletezza presentano non pochi elementi di disturbo, elementi perturbanti che destabilizzano l'economia al verificarsi di determinate circostanze.

Diversi potrebbero essere i metodi per alleviare la fragilità delle unioni incomplete. In questo caso citiamo delle soluzioni con riferimento al caso Eurozona sopra esaminato e sono l'aumento del costo dell'inadempienza, rendere la Banca Centrale Europea una garanzia per i governi attribuendole la funzione di "prestatore di ultima istanza", così che le nazioni saranno in grado di reperire la liquidità necessaria, e infine unificare i debiti di tutti i paesi costituendo un unico debito. L'ultima soluzione equivale a creare un'unione di bilancio rendendo l'Eurozona una forma di integrazione monetaria completa.



## 2.4 L'Euro e la crisi

Dopo aver discusso nei precedenti paragrafi i confronti tra i costi e i benefici delle unioni monetarie e dopo aver affrontato l'argomento dell'economie incomplete, possiamo concludere il discorso riportando l'esempio della crisi dell'euro e dell'Eurozona che ha investito il nostro continente negli ultimi 5 anni. Gli squilibri iniziarono ad apparire nel 2000 sul piano del debito privato che ben presto però si trasformò in debito pubblico. Francia e Germania in Europa furono le principali responsabili perché elargarono il credito molto facilmente e fu proprio la concessione del credito facile che acuì la situazione del debito privato.<sup>15</sup> La crisi europea però, proviene da una crisi scoppiata negli Stati Uniti d'America a causa del crollo della Lehman Brother, una tra le più importanti banche d'investimento. Sostanzialmente il crollo della banca scaturì da tre elementi, ossia la politica monetaria della Fed del periodo, la deregolamentazione di Wall Street e le scelte di Fuld, l'amministratore delegato della Lehman Brother.<sup>16</sup>

Dopo la bolla dell'11 settembre la Fed decise di abbassare il tasso di interesse di circa 250 punti base ed inondando il mercato di dollari. Dunque è già a partire da questo periodo che i tassi di interesse si mantennero particolarmente bassi e per questo le banche non riuscirono ad ottenere profitti consistenti dato il costo basso del denaro. Il secondo problema fu legato alla deregolamentazione di Wall Street operata nel 2000, così le banche incominciarono ad effettuare diverse attività rischiose. Fu per questo che nacque la bolla dei *mutui subprime*, dei prestiti che venivano concessi facilmente a clienti con i rating estremamente bassi.<sup>17</sup> Questi prestiti erano garantiti da mutui ipotecari perciò venivano concepiti come sicuri dalle banche le quali non valutarono la probabilità di default dei loro clienti i cui

---

<sup>15</sup> [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)

<sup>16</sup> Amoroso B., L'Euro in bilico, 2011

<sup>17</sup> Per un'analisi più dettagliata si veda Blanchard O., Amighini A., Giavazzi F., Macroeconomia - Una prospettiva europea

meriti creditizi erano molto bassi. Il mercato immobiliare di conseguenza registrò un aumento dei prezzi data la forte richiesta per il basso costo del denaro e dato che le banche a loro volta necessitavano sempre più di denaro ottennero prestiti dalle banche di investimento le quali scelsero di trasformare questi mutui in pericolosi strumenti derivati. In particolar modo Fuld e la Lehman Brother scelsero di cartolarizzare i suddetti crediti perché apparentemente garantiti da un qualcosa di estremamente sicuro come le abitazioni. Fu quando la Fed decise di rialzare i tassi di interesse che si determinò il fallimento della banca d'investimento; l'aumento dei tassi provocò un aumento dei prestiti a tasso variabile così che i clienti non riuscirono più a corrispondere le rate dei mutui e il mercato immobiliare rimase paralizzato perché il resto delle abitazioni rimase invenduto. Nel 2008 la bolla immobiliare scoppiò portandosi con sé il crollo del valore del relativo mercato. Tornando al nostro continente possiamo affermare che la crisi che stiamo vivendo negli ultimi anni proviene proprio da quella scoppiata in quegli anni (2007-2008) negli Stati Uniti con i crolli di borsa dei gruppi finanziari e delle banche di investimento. La maggior parte delle banche europee, per mantenere un certo grado di solvibilità, decisero di congelare la maggior parte di questi crediti arrestando e bloccando il sistema economico. In questo contesto tra l'altro prevalse la mozione tedesca di stabilire delle linee guida comuni ma di lasciare libertà decisionale ai paesi membri. La crisi del debito privato era ormai diventata una crisi del debito pubblico! La Grecia e gli stati periferici dell'Europa iniziarono a crollare. Nell'arco di un brevissimo periodo il debito Greco fu declassato da un A- a un BBB+ e il governo di Atene dichiarò che il rapporto deficit/pil era lievitato dal 6,5 al 12,7%. Anche in Portogallo la situazione non era delle migliori: il governo si impegnò per riportare il rapporto deficit /pil dal 9 al 3% circa attraverso consistenti tagli alla spesa pubblica. Si stava verificando lo smantellamento dello stato in diversi punti dell'Europa attraverso queste forti politiche di austerità. Anche e soprattutto in Grecia infatti, queste politiche comportarono tagli alle spese, aumento dell'età pensionabile, nuove imposte e sospensione dei salari. Le

circostanze si facevano sempre più drastiche e si estero anche in Spagna e Portogallo. Le politiche di austerità Greche fecero dilagare la confusione in Grecia attraverso numerosissimi scioperi di protesta dei cittadini. Per questo il governo greco rispose con un piano anti deficit pari a 40,5 miliardi (2% del suo pil) di cui la metà erano rappresentati da nuove imposte. In tal momento inoltre, la Germania si mostrò contraria a drenaggi di liquidità in quanto pretendeva il pagamento dei crediti e forti garanzie.<sup>18</sup> Fu accarezzata l'idea di entrare in soccorso con il fondo monetario internazionale (FMI), ma la Bce timorosamente prevede forti e rigorose condizioni.

Fu solamente a seguito di un'intesa informale franco-tedesca che l'eurogruppo accettò la proposta di soccorrere la Germania con un piano anti deficit pari a 40,5 miliardi, di cui 10-15 sarebbero stati messi a disposizione dal FMI e i restanti dai paesi dell'eurozona in proporzione alla partecipazione al capitale sociale della Bce. Contemporaneamente il rating portoghese e spagnolo fu tagliato completamente dalle agenzie. La manovra di aggiustamento prevede tagli consistenti alle spese e nuove imposte e il paese reagì attraverso scioperi e disordini finché non fu approvato un altro piano di salvataggio pari a 110 miliardi da restituire in 5 anni al tasso variabile del 5,2%.

La quota dell'Italia fu pari a 14,5 miliardi e nello stesso paese iniziarono a farsi strada politiche di austerità per livellare il rapporto deficit/pil. La crisi dei debiti sovrani nell'Eurozona assumeva le forme di una crisi fiscale che si stava diffondendo, con un contagio molto rapido, dalla Grecia agli altri Paesi di Europa.

La crisi dell'Irlanda fu seguita da quella del Portogallo, della Spagna e dell'Italia. I premi per il rischio di insolvenza salivano nei "PIIGS" costringendo i paesi ad adottare misure di risanamento fiscale per rassicurare i mercati. Nei paesi a maggior rischio di default sono aumentati anche i premi pagati dai detentori di

---

<sup>18</sup> [www.laborsaitaliana.it](http://www.laborsaitaliana.it)

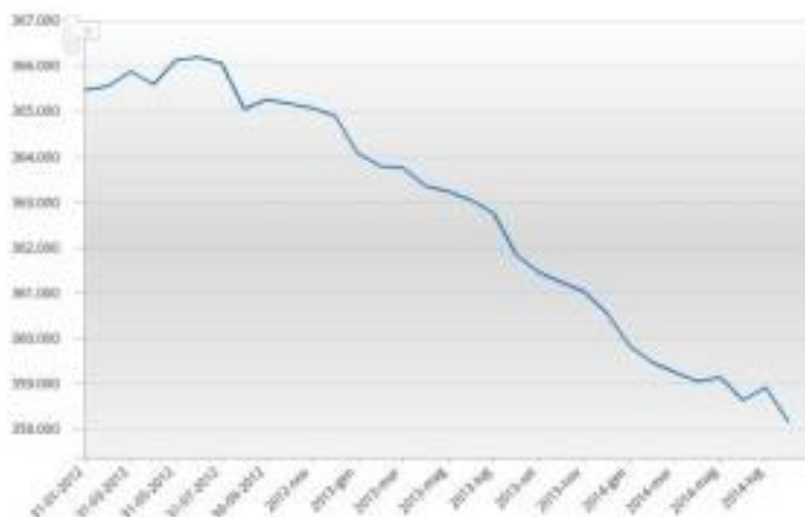
titoli di Stato per assicurarsi contro la possibile insolvenza tramite i CDS. Sulla base di tali premi si può ricavare implicitamente la probabilità che i mercati finanziari assegnano all'insolvenza di ogni Stato sovrano. L'innalzamento dei tassi d'interesse ha causato una caduta del valore dei titoli di Stato; la maggior parte dei titoli sono detenuti da banche il cui attivo perde valore, quindi anche il loro rischio di insolvenza sale e le loro quotazioni di Borsa scendono. La crisi che ha come sede natale le banche, è passata agli Stati sovrani e ora torna nuovamente alle banche che necessitano di ricapitalizzare e trovano difficoltà nel trovare finanziamenti a causa della riduzione dei deficit degli Stati. Vi sono tutti gli elementi in grado di innescare una nuova recessione, determinata da una serie di fattori come le politiche fiscali restrittive volte a ridurre il rischio d'insolvenza, restrizioni del credito bancario, infatti come vedremo nel paragrafo successivo, una delle azioni di politica monetaria della Bce sarà proprio quella finalizzata alla scongiura del *credit crunch* e la restrizione del credito.<sup>19</sup> La causa è da rintracciare nell'innalzamento dei tassi d'interesse e nella crisi di liquidità delle banche e nella riduzione delle quotazioni di Borsa che determinano la necessità di ricostruire i risparmi riducendo i consumi. Anche la crisi di fiducia e la maggiore avversione al rischio portano disequilibri nel sistema: una delle conseguenze principali dell'avversione al rischio è il fatto che gli operatori economici così richiederanno premi per il rischio maggiori con il conseguente aumento del tasso di interesse da corrispondere, il costo dell'indebitamento aumenta come aumentano anche i costi degli investimenti. Volendo vedere la fattispecie da un altro punto di vista, la maggiore rischiosità dei titoli rende meno appetibili le risorse finanziarie dello stato afflitto dall'incertezza e di conseguenza quest'ultimo troverà difficoltosa la ricerca di fonti di finanziamento e inevitabilmente si incorre in ciò che si voleva evitare: il *credit crunch*. In questo modo l'accesso al credito verrà indirettamente negato.

---

<sup>19</sup> [www.consumatorididirittoemercato.it](http://www.consumatorididirittoemercato.it)

Infine, un'ulteriore importanza è data alle interdipendenze finanziarie e reali a livello mondiale. In Europa è preoccupante il rischio di dissoluzione dell'Unione Monetaria. Dall'estate 2011 l'evoluzione dell'economia italiana è al centro dell'interesse. La situazione dell'economia italiana è opposta a quella all'ingresso nell'Uem (1995-7) quando vi fu un circolo virtuoso di riduzione del deficit.

Oggi è in atto un circolo virtuoso opposto: il deficit fuori controllo fa aumentare i tassi d'interesse, che a loro volta spingono il deficit verso l'alto, infatti come già abbiamo visto in precedenza quando i tassi di interesse aumentano il peso sul deficit aumenta. Ogni aumento di un punto dei tassi d'interesse causa un incremento del deficit dell'1,2% del Pil. In questo contesto il nostro Paese è stato investito dalla crisi e quasi considerato l'epicentro insieme alla Grecia ed è inoltre un paese con un consistente rapporto debito pubblico –reddito. Il sistema economico internazionale è ormai interconnesso, per cui è inevitabile il contagio da Grecia, Spagna, Irlanda, Portogallo. Nel 2012 nonostante il deficit basso (3,6% nel 2011, 2% nel 2012), lo spread aumentava. La crisi che del debito privato era ormai crisi del debito sovrano e la crisi dei *mutui subprime*, incominciata negli Stati Uniti a causa del crollo della Lehman Brother, determinò ciò che gli operatori economici si aspettavano: il fenomeno del *credit crunch* che fece sentire i suoi effetti. Esso consiste nella razionamento del credito secondo cui le banche hanno un accesso bloccato alle risorse finanziarie, infatti la concessione di mutui e finanziamenti è piuttosto in una fase decrescente.



20

La stretta del credito era quel fenomeno temuto dalle autorità monetarie ed infatti proprio nel 2011 si alternarono due tranches di LTRO ,*long term refinancial operation*, che consistono in operazioni di rifinanziamento presso la BCE a scadenza trimestrale . Queste furono finalizzate a drenare nel sistema liquidità per dare impulso all’economia e debellare gli ostacoli nel reperimento delle giuste fonti di finanziamento. Le nuove formule ORLT ( o LTRO) per stimolare la liquidità del sistema e favorire l’accesso al credito sono soprattutto finalizzate al finanziamento delle risorse reali dell’economia, sull’assunto degli errori compiuti nella conduzione della politica monetaria del passato, estremamente concentrata sulle variabili finanziarie, e non reali, dell’economia. Le conseguenze si sono sentite per l’appunto sul reddito, sull’occupazione e sulla crescita economica. Attraverso le iniezioni di liquidità l’economia dovrebbe risanarsi perché inondando il sistema di moneta l’economia riprende a funzionare ed inevitabilmente, come sappiamo, anche i prezzi si riprendono.

Nel 2015 si spera che l’Italia abbia i presupposti per uscire dalla recessione. Andando ad analizzare i dati Istat sulla disoccupazione pare che ci siano delle speranze per il rilancio dell’economia e della crescita economica anche se per

---

<sup>20</sup> [www.europarl.europa.eu](http://www.europarl.europa.eu)

ritornare ai valori del periodo pre-crisi ci vorrebbe circa un ventennio.<sup>21</sup> Oggi nel 2015 ci si domanda se sia meglio abbandonare o meno la moneta unica e l'unione monetaria , in quanto sarebbe stato proprio l'Euro, attraverso la redistribuzione dei redditi e la distorsione nell'allocazione delle risorse, a far crollare l'economia dell'eurozona.

---

<sup>21</sup> [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

## Capitolo 3

### Politiche monetarie a confronto: BCE vs FED

In questo capitolo verranno messe in luce le politiche monetarie delle due autorità più importanti nel contesto economico internazionale : la Banca centrale europea e la Federal Reserve. I due istituti presentano notevoli differenze sul piano della politica economica, differenze tra l'altro che riflettono anche quelle sociali ed istituzionali tra i due continenti: Europa ed America del Nord. Nella trattazione dunque, verranno esaminate queste differenze, evidenziando le diverse problematiche che possono manifestarsi nelle unioni monetarie, costituendo una falla nell'economia degli Stati.

#### 3.1 La politica monetaria e la strategia della BCE

Nel 1999, con la terza fase dell'unione economica e monetaria, nacquero tre istituzioni importanti: il sistema europeo delle banche centrali (SEBC), l'Eurosistema e la Bce. Il SEBC comprende tutte le banche appartenenti all'UE mentre l'Eurosistema indica solamente quelle che appartengono all'area Euro e che dunque hanno acquisito la moneta unica. L'Eurosistema ha diversi compiti:

- Definire la politica monetaria;
- Gestire ed effettuare le operazioni in cambi;
- Conservare, regolare e gestire le riserve ufficiali in valuta estera degli stati membri;
- Promuovere il regolare funzionamento del sistema dei pagamenti;

La funzione fondamentale è la conduzione della politica monetaria che è in seno alla Bce. Questa espleta i suoi compiti attraverso tre organi importanti: il comitato esecutivo, consiglio generale e consiglio direttivo. Il consiglio direttivo



si occupa di stabilire le linee guida della politica monetaria, è un organo decisionale e delinea le strategie da implementare ed assume le decisioni primarie per assicurare il corretto funzionamento dell' 'Eurosistema. Il comitato esecutivo invece si occupa di eseguire per l'appunto quanto deciso dal consiglio direttivo, ad esso è demandato il compito di attuare gli obiettivi di politica monetaria. Infine il consiglio generale è l'organo decisionale per eccellenza e si occupa di stabilire e garantire il coordinamento tra le condotte delle banche nazionali dei paesi membri. Il consiglio si occupa di garantire la convergenza delle economie dell'unione ed ha inoltre compiti di natura consultiva. Alla banca centrale, dunque, spettano compiti di natura decisionale, consultiva, direttiva e in materia di vigilanza bancaria, in quanto proprio per salvaguardare e garantire il corretto funzionamento del sistema delle banche, l'autorità deve vigilare sullo stesso per monitorare costantemente le variabili fondamentali di riferimento, così che si possano prevenire le cause di eventuali squilibri ed elementi di disturbo. Compiti di natura operativa spettano alle Banche Nazionali.

La Banca Centrale si occupa di definire ed implementare le strategie e gli obiettivi di politica monetaria trasferendone gli impulsi al sistema. Gli impulsi vengono recepiti dalle banche nazionali le quali, stando a quanto prescritto dalla Bce, operano nelle nazioni di appartenenza per garantire gli scopi primari e gli equilibri dell'Eurosistema. L'intero quadro istituzionale dell'Eurosistema si basa sul principio dell'indipendenza politica. Il trattato sancisce infatti che le decisioni di politica monetaria devono esser prese in totale assenza di influssi politici consacrandone dunque la separazione tra queste due sfere. Ciò pone l'accento sull'obiettivo primario del mantenimento della stabilità dei prezzi. Questo vincolo impone alle istituzioni dell'Eurosistema di non prendere alcun tipo di istruzione da organismi comunitari o governo nazionale nella conduzione della politica monetaria. Insieme al principio dell'indipendenza, l'attività della Bce si fonda anche su quello della trasparenza e delle responsabilità. Sul piano della trasparenza l'istituto è chiamato ad agire in maniera "trasparente" fornendo al

sistema tutte le informazioni necessarie e allo stesso tempo essa agirà responsabilmente nel conseguimento degli obiettivi, conformemente a quanto prestabilito ed annunciato.<sup>22</sup>

Tra i compiti della Banca Centrale, la definizione e l'implementazione della politica monetaria, come detto precedentemente, risulta quello principale, infatti l'autorità ha anche il compito di emettere moneta proprio perché lo stock di moneta in circolazione è una variabile macroeconomica fondamentale che deve essere abilmente controllata in vista del raggiungimento dell'obiettivo primario della stabilità dei prezzi.<sup>23</sup> Si può dimostrare infatti che la quantità di moneta offerta se eccede un certo livello crea inflazione. Facendo ricorso alla teoria quantitativa della moneta, secondo cui  $M \times V = T \times P$  (dove  $m$  quantità di moneta,  $v$  velocità della moneta in circolazione,  $t$  il numero delle transazioni dell'economia e  $p$  il livello dei prezzi), possiamo approssimare  $T$  ad  $Y$  dato che tutto ciò che un'economia spende è approssimabile a ciò che essa produce" e supporre che la  $V$  sia costante. Allora potremo scrivere che  $M = PY$ . Per continuare l'analisi osserviamo le variazioni:  $\Delta M/M = \Delta P/P + \Delta Y/Y$ . Supponendo che il tasso di crescita sia costante ( $\Delta Y/Y = 0$ ) avremo che la quantità di moneta offerta è approssimabile al tasso di crescita del livello dei prezzi ossia l'inflazione. Si dimostra dunque che sotto l'ipotesi di tasso di crescita pari a zero l'aumento della quantità di moneta offerta crea inflazione.<sup>24</sup> Questo risulta il compito primario della Banca Centrale: salvaguardare il valore del risparmio e per sostenere la domanda. Grazie alla stabilità dei prezzi gli operatori economici potranno essere più sicuri. Può diminuire l'incertezza e dato che richiederanno un minor premio per il rischio da inflazione, i tassi di interesse potranno essere

---

<sup>22</sup> Cfr. anche Saunders A., Cornett M. M., Anolli M., Alemanni B., Economia degli intermediari finanziari, McGraw-Hill

<sup>23</sup> Cfr. anche Ciccarone G., Gnesutta C., L'economia e la politica monetaria

<sup>24</sup> Cfr. anche Mankiw G. e Tylor M., Macroeconomia, McGraw-Hill, Zanichelli

mantenuti più bassi tali da determinare un abbassamento anche del costo dell'investimento e del consumo.

In questo modo si sostiene la domanda e si incentiva l'economia. Un'altra importante conseguenza è il fatto che se non c'è inflazione si evitano problemi come il *fiscal drag*, ossia il drenaggio fiscale dovuto all'aumento del reddito per via delle aliquote fiscali crescenti che si riflette in un aumento del prelievo in termini reali. E' per tutte queste motivazioni che si è scelto di attribuire alla Bce questo principale obiettivo, per ottenere i vantaggi che ne derivano e beneficiarne. L'autorità monetaria nell'attuazione dei propri compiti è guidata da linee guida fondamentali che costituiscono la strategia di politica monetaria dell'Eurosistema. Il primo elemento strategico è la definizione della stabilità dei prezzi: "si definirà stabilità dei prezzi un incremento su base annua dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo all'interno dell'area Euro al di sotto ma in prossimità della soglia del 2%. La stabilità così definita è da mantenere nel medio lungo termine".<sup>25</sup> Parafrasando il concetto, si può scomporre la definizione in diverse parti per comprenderne il contenuto. Innanzitutto si osserva che il mandato ha una portata generale riferendosi a tutta l'area dell'Euro; fa riferimento ad un indicatore preciso e contempla anche il caso della deflazione con la parola "incremento". Inoltre si evince che il tasso di inflazione cui si riferisce non è nullo bensì positivo, in quanto si vogliono evitare sovrastime da parte dell'indice. L'ultima parte della definizione, ossia il riferimento temporale, svincola e deresponsabilizza in un certo senso la Banca Centrale da eventuali scostamenti temporanei. Il secondo elemento caratterizzante la strategia di politica monetaria dell'Eurosistema sono i cosiddetti due pilastri; il primo si basa sull'osservazione di variabili che interessano il breve periodo in quanto le dinamiche dell'inflazione dipendono a loro volta sia da fattori di breve periodo sia da altri di lungo periodo. L'analisi del primo pilastro riguarda variabili reali e finanziarie in quanto l'inflazione è influenzata nel breve periodo dall'economia

---

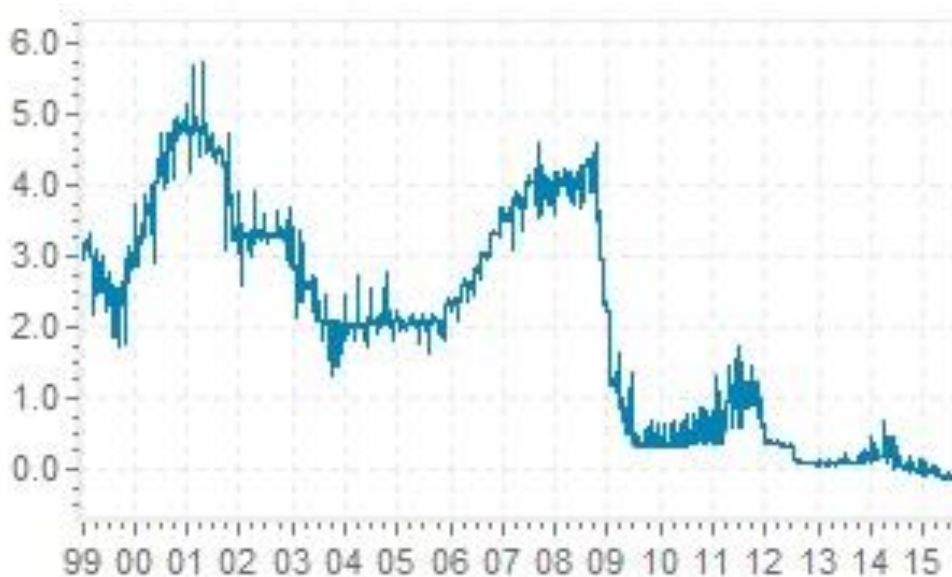
<sup>25</sup>Cfr. anche [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)

reale e nel lungo periodo invece, per la neutralità della moneta (principio fondante la strategia della Bce) , dagli aggregati monetari e creditizi. Dunque l'osservazione di breve periodo è riservata all'andamento della domanda e offerta all'interno dei mercati reali e finanziari. L'attenzione è rivolta al prodotto reale compatibile con la piena occupazione, al mercato del lavoro e agli strumenti finanziari. Nel secondo pilastro invece si contemplano variabili che hanno influenza sulle dinamiche dell'inflazione in un modo diverso in un tempo diverso; infatti per la neutralità della moneta (variabili reali e monetarie separate e indipendenti) ,solo nel lungo periodo gli aggregati monetari e creditizi possono influire sull'inflazione. Per cui l'attività strategica della Bce nella conduzione della politica monetaria è finalizzata alla ricezione, da parte delle sue unità tecniche, di tutte le informazioni necessarie, di breve e lungo periodo, per poterle integrare al meglio al fine di definire una linea d'azione coerente con i principi, con gli obiettivi e con gli scenari di riferimento.

### **3.2 La politica monetaria della BCE nella crisi dell'Eurosistema**

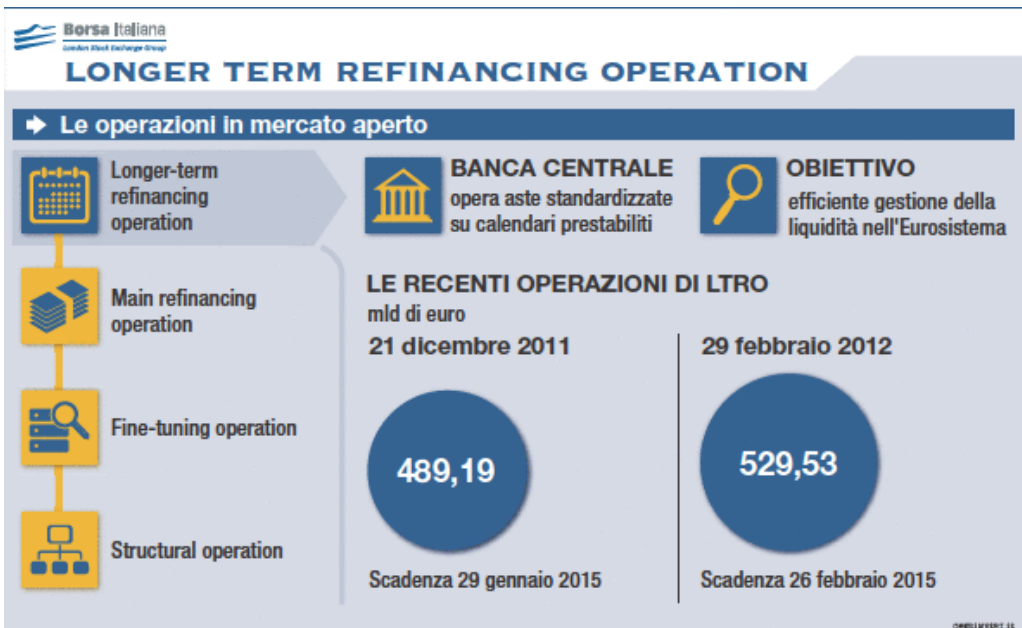
Nel seguente paragrafo verranno messi in luce i punti salienti della politica monetaria condotta dalla banca centrale europea negli ultimi anni, a partire dal 2007-2008 ,anno in cui con il crollo della banca d'investimento Lehman Brother sono venuti meno gli equilibri nel sistema. Innanzitutto, la politica monetaria della Bce può essere suddivisa in due parti, una prima in cui l'autorità monetaria europea ha agito utilizzando i tradizionali strumenti di politica monetaria, ossia le operazioni di mercato aperto, operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e riserva obbligatoria e una seconda parte che ha inizio proprio quando la normalità del sistema economico finanziario venne meno, per via di una crisi globale che partì dal crollo della banca d'investimento e finì per contagiare l'economia internazionale. I primi strumenti adoperati dalla Bce furono definiti non convenzionali, in quanto erano finalizzati ad attenuare e prevenire gli effetti della crisi del momento. In particolar modo le fluttuazioni troppo consistenti, volatilità dei titoli pubblici nei mercati finanziari, rischio di liquidità del sistema,

*credit crunch*, paralisi dell'economia... Un primo esempio sono le operazioni per rivalutare gli attivi delle banche sia indirettamente, attraverso iniezioni di liquidità (ortl o ltro) ,e direttamente attraverso l'acquisizione di titoli pubblici. Con il passare degli anni, dal 2008 ad oggi si sono avute diverse operazioni finalizzate al drenaggio di liquidità nel sistema, attraverso operazioni di rifinanziamento a più lungo termine che se nel 2007 erano a scadenza trimestrale, nel 2008 sono passate a 6 mesi, nel 2011 a 3 anni ed oggi oltre i 3 anni. Nel 2008 infatti furono effettuate queste operazioni di rifinanziamento presso la Bce a 6 mesi per ottenere una stabilizzazione del tasso Eonia per ovviare alle forti tensioni sul mercato monetario. La stabilizzazione del tasso Eonia, ossia il tasso sulle operazioni di rifinanziamento tra banche sul mercato interbancario a brevissimo termine (24 ore), consiste nel restringimento del corridoio all'interno del quale si muove il suddetto tasso, corridoio tra un tasso massimo e minimo: quello sui depositi e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale.



Nel 2009 invece si sono susseguite diverse operazioni pronti contro termine con la Fed. L'intento della Bce in quel periodo era quello di evitare il fenomeno del *credit crunch* ,una delle più probabili conseguenze della crisi dei mutui subprime .Il suddetto fenomeno consiste in un calo significativo del credito; al

termine di una fase di espansione le banche alzano i tassi di interesse per evitare il rischio di inflazione ,di conseguenza l 'accesso al credito potrebbe essere ostacolato. Il momento più difficile per l'Eurozona probabilmente è stato nel 2010,quando la crisi del debito privato si trasformò in una crisi del debito pubblico nota come crisi del debito sovrano che dilagò in Grecia per poi estendersi a macchia d'olio in altri paesi del continente, ossia Italia, Irlanda, Spagna e Portogallo. La Bce nello stesso anno intervenne con le operazioni di SMP (*security market programme*) ,ossia acquisti di titoli pubblici di Paesi in situazioni di difficoltà. Particolarmente ardua e non convenzionale fu l'operazione in due tranche LTRO del 2011 ad opera di Draghi .Si tratta di due operazioni di finanziamento presso la Banca Centrale ottenibili grazie alla corresponsione di qualsiasi tipo di garanzia (a suo tempo anche un titolo greco privo di valore). Le due iniezioni di liquidità servirono per evitare che il sistema andasse incontro ad una crisi di liquidità ,dato che nel periodo si temeva fortemente una paralisi dei mercati finanziari ed un loro collasso dovuto al rischio suddetto. Si voleva evitare il *credit crunch* e l'operazione faceva sì che le banche ricomprassero parte del debito sovrano che aveva ormai raggiunto livelli esorbitanti in gran parte dell 'Europa.



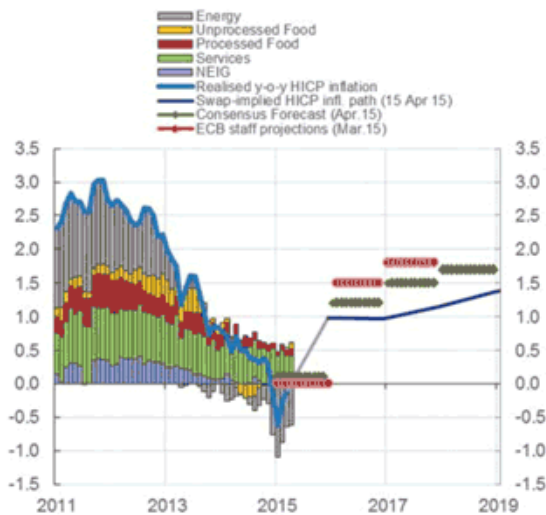
Infatti è per questo che nello stesso anno la Banca centrale aumentò il buffer di capitale delle banche, in quanto le si voleva rendere più sicure. Fine delle due tranche, con il drenaggio di circa 1000 miliardi di Euro, era ridurre il rischio di una stretta creditizia e risollevare l'economia con il rilancio della produzione. Un'altra mossa fu quella di abbassare il coefficiente di riserva obbligatoria dal 2% all'1% e di allargare la lista delle garanzie per i finanziamenti presso la Bce, si tratta delle *abs (assets backed securities)*. Inoltre per non incorrere nella prociclicità delle agenzie di rating, furono ammesse e ricercate nuove forme di valutazione del merito creditizio dei clienti delle banche. Nel 2012 si verificarono ulteriori perturbazioni sui mercati finanziari e la Bce rispose con l'ammissione delle *omt* ossia delle operazioni di acquisto di titoli obbligazionari pubblici di Paesi in stato di difficoltà, sempre nel timore del rischio di liquidità. In vista di questi obiettivi pare che dal 2008 al 2012 il bilancio della Bce si sia ingrandito, e per evitare il *credit crunch*, il sistema è stato interessato da un aumento della liquidità negli istituti creditizi. Tuttavia ciò ha condotto ad una

<sup>26</sup> [www.Borsaitaliana.it](http://www.Borsaitaliana.it)

sorta di paralisi del sistema per il fatto che l'eccessivo risparmio ha portato le banche a trattenere liquidità senza concedere prestiti, in contrasto con quelli che dovrebbero essere gli impulsi che arrivano dalla Bce da trasferire al sistema. Un'ulteriore preoccupazione che affligge le menti dell'eurozona è il problema della deflazione;

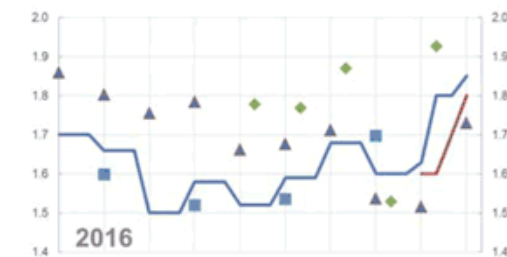
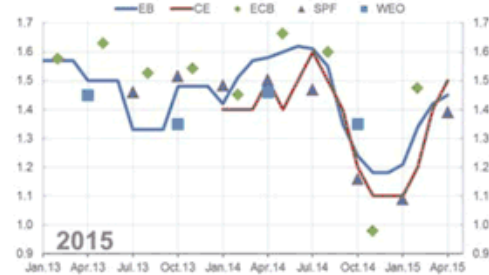
## Inflation and Macro landscape: Present

**Euro area HICP path**  
(percentages per annum)



Sources: Thomson Reuters, Eurostat, ECB calculations, Consensus Economics. Last observation: 06 May 2015, April 2015 for HICP.

**Vintages of euro area real GDP growth forecasts for 2015 and 2016**  
(percentages per annum)



Sources: World Economic Outlook (IMF), Eurozone Barometer (EB), Consensus Economics (CE), Survey of Professional Forecasters (SPF) and ESCB and ECB staff projections (ECB). Note: X-axis refers to the date when respective forecast were finalized.

8

www.ecb.europa.eu

27

Nel timore della deflazione e di un ulteriore ribasso dei prezzi nel 2014 sono state previste nuove iniezioni di liquidità pari a 400 miliardi circa, le tltro, che si differenziano dalle tltro del 2011 per la durata che diventa superiore ai 3 anni e per il fatto che servivano a finanziare essenzialmente l'economia reale per rilanciare la produzione e la crescita economica, infatti erano indirizzate a questo

<sup>27</sup> [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)



tipo di settori e non a quello finanziario. Altro tratto distintivo della nuova manovra era costituito da una condizione vincolante: il divieto all'acquisizione di titoli di stato e alla concessione di mutui in settori finanziariamente precari. Nel 2015, per arrivare ai giorni d'oggi, la banca centrale ha optato per una riallocazione delle attività nel portafoglio; l'acquisizione di un numero ristretto di attività di qualità consente di riequilibrare la composizione del portafoglio con impatto sull'economia finanziaria. La riallocazione permette la rideterminazione del tasso privo di rischio, grazie al quale si fissano i prezzi delle altre attività rischiose. Attraverso questo meccanismo anche gli investitori hanno nuove prospettive nella riallocazione delle risorse, possono effettuare un ricambio delle attività passando da titoli pubblici a privati. Inoltre, dato che si assiste ad un calo del costo dei finanziamenti, del capitale di rischio e ad un deprezzamento del tasso di cambio, si creano situazioni profittevoli per gli investitori che potrebbero per l'appunto sfruttare i costi relativamente bassi per effettuare investimenti.

Si può concludere dunque che la politica monetaria della banca centrale negli ultimi tempi si è mostrata accomodante attraverso i diversi drenaggi di liquidità che ha riservato al sistema economico; i bassi tassi di interesse hanno consentito un lieve rilancio nel campo degli investimenti. I consumatori appaiono fiduciosi circa la ripresa dell'economia. Attraverso il deprezzamento della valuta si è osservato anche un incremento delle merci esportate. Le scelte di politica monetaria sono estremamente delicate, sono essenziali per la corretta allocazione e distribuzione delle risorse. I bassi tassi di interesse e il basso costo del capitale possono determinare una lieve distorsione nell'allocazione delle risorse, distorsione però che se viene abilmente monitorata non si rivela compromettente per il sistema. Le strategie delineate infine e gli strumenti non convenzionali adottati dalla BCE in questo periodo di turbolenze finanziarie, sono state piuttosto valide e non hanno avuto un ruolo sostitutivo rispetto agli strumenti tradizionali ma complementare; infatti solamente grazie all'integrazione delle

competenze e delle politiche che si potrà ritornare alla stabilità nell'area dell'Euro.

### **3.3 Fed vs Bce : politiche monetarie a confronto**

In questo paragrafo verranno analizzate le differenze tra gli obiettivi e gli strumenti di politica monetaria delle due autorità monetarie più importanti nel contesto internazionale: la Banca Centrale Europea e la Federal Reserve negli Stati Uniti. Per quanto riguarda la prima analisi del confronto, i primi elementi di diversità possono essere rintracciati non solo sul piano storico ed istituzionale ma anche e soprattutto negli strumenti di politica monetaria e negli obiettivi. Innanzitutto è da osservare che gli obiettivi della Bce sono consacrati già nel trattato di Maastrich . Questi vengono espletati attraverso gli organi dell'autorità centrale e attraverso il sistema europeo delle banche centrali. Infatti sono proprio le Banche Nazionali il cuore operativo del sistema. L'obiettivo primario dell'istituzione è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Osservando invece gli obiettivi della Fed, questi sono consacrati nel Federal Act del 1913 e si estrinsecano nella stabilità dei prezzi, nella piena occupazione e nel mantenimento di tassi di interesse a lungo termine moderati. Sebbene le finalità dei due istituti possa sembrare differente da un punto di vista sostanziale, guardandola da un'altra ottica si evince che le diversità sono pressoché apparenti; infatti la stabilità dei prezzi, obiettivo primario nell'Eurozona, sottintende stabilità anche nei mercati finanziari e nei tassi di interesse. Allo stesso tempo ciò consente nel mercato finanziario, monetario e reale di accumulare capitale, sostenere la domanda e ottenere maggiore fiducia. Osservando che tutto ciò scaturisce dal mantenimento della stabilità, risultano meno evidenti le differenze tra gli obiettivi della Bce e della Fed, anzi, sotto questo punto di vista, sono quasi annullate dato il fatto che il contenimento e il controllo dell'inflazione ad un livello ritenuto giusto per l'economia, determina nel lungo periodo ciò che viene consacrato nel Federal Act: crescita economica, piena occupazione e tassi di interesse moderati.

Insieme agli obiettivi anche gli strumenti di politica monetaria a disposizione delle due autorità centrali presentano delle differenze. Per quanto concerne gli strumenti a disposizione della Banca Centrale, distinguiamo :

- Le operazioni di mercato aperto;
- Le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti;
- La riserva obbligatoria;

Le operazioni di mercato aperto hanno lo scopo di immettere liquidità nel sistema. Possono essere effettuate da tutti gli istituti creditizi appartenenti all'Eurosistema e in possesso di requisiti necessari. Le operazioni di mercato aperto si distinguono in operazioni di rifinanziamento principale, di rifinanziamento a più lungo termine, di regolazione puntuale e di tipo strutturale. Le operazioni di rifinanziamento principale consistono in iniezioni di liquidità con frequenza settimanale mentre quelle a più lungo termine con frequenza trimestrale. Le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti si distinguono in: operazioni di rifinanziamento marginale, attraverso la quale l'Eurosistema immette liquidità overnight, e operazioni di deposito presso la Banca Centrale, attraverso cui l'Eurosistema assorbe liquidità. Con la riserva obbligatoria, infine, la Banca Centrale impone agli istituti di credito di mantenere un deposito sui conti aperti presso le Banche Nazionali Centrali, la cui remunerazione è legata al tasso di rifinanziamento principale.

Passando agli strumenti a disposizione della Fed distinguiamo:

- Le operazioni di mercato aperto;
- Riserva obbligatoria;
- Tassi di interesse;
- Tasso di sconto;

Attraverso le operazioni di mercato aperto la Fed acquista e vende titoli come gli *outright purchases e outright sales*, attraverso cui immette o ritira liquidità dal

sistema definitivamente, *repurchase agreements*, attraverso cui l'immissione della liquidità è temporanea, e infine *reserve repurchase agreements*, con cui si ritira temporaneamente liquidità. La riserva obbligatoria è guidata dal Board of Governors e si applica a tutti i depositi in base al tipo e all'ammontare del deposito stesso per un massimo del 10%. Un altro strumento importante è il Federal Funds Rate, un tasso interbancario, il cui valore è fondamentale per la conduzione della politica monetaria.<sup>28</sup> Il livello target del Federal Fund Rates viene stabilito dalla Fed e costituisce il suo principale obiettivo operativo da raggiungere attraverso le operazioni di mercato aperto. Infine il tasso di sconto è il tasso al quale la Fed è disposta a concedere prestiti infragiornalieri alle banche che si dividono in *primary credit*, riservato alle banche più sicure, *secondary credit*, riservato a quelle che non rientrano nella prima categoria, e infine *seasonal credit*, per le banche con problemi di liquidità. Note le differenze negli strumenti e negli obiettivi appare importante sottolineare la differenza che le due Banche hanno avuto nei comportamenti durante la crisi degli ultimi anni. In particolar modo occorre tracciare le differenze tra le operazioni LTRO europee e le operazioni note con il nome di *Quantitative Easing* americane. Quest'ultimo rientra nelle operazioni di politica monetaria condotte dalla Fed e consiste in un piano di allentamento monetario in cui la banca centrale si pone quale acquirente di titoli di diverso tipo immettendo nel sistema liquidità, precisamente denaro creato ex novo. Lo scopo del *QE* è la crescita e lo stimolo dell'economia, infatti come abbiamo affermato in precedenza, l'immissione di nuova moneta nel sistema crea un innalzamento dei prezzi che, se ben gestito, può essere uno stimolo per il benessere economico. L'iniezione di liquidità, da un lato, ha incrementato l'attività economica e dall'altro ha consentito l'aumento della domanda di titoli da parte della Fed comportando una pressione al ribasso sui tassi di interesse. La conseguenza è

---

<sup>28</sup> [www.professionefinanza.com](http://www.professionefinanza.com)

stata un abbassamento del costo dei prestiti.<sup>29</sup> Apparentemente questo processo di immissione di liquidità potrebbe sembrare uguale alle operazioni LTRO, in quanto anch'esse consistono in un'immissione di moneta nel sistema economico, ma c'è una differenza sostanziale e cioè il fatto che la nostra Banca Centrale Europea non acquista direttamente titoli per finanziare l'economia (come la Fed) ma li acquista dalle banche del sistema. La liquidità così immessa assume le forme di un prestito interbancario con la Bce e di conseguenza la moneta arriva al sistema tramite le Banche Centrali Nazionali.

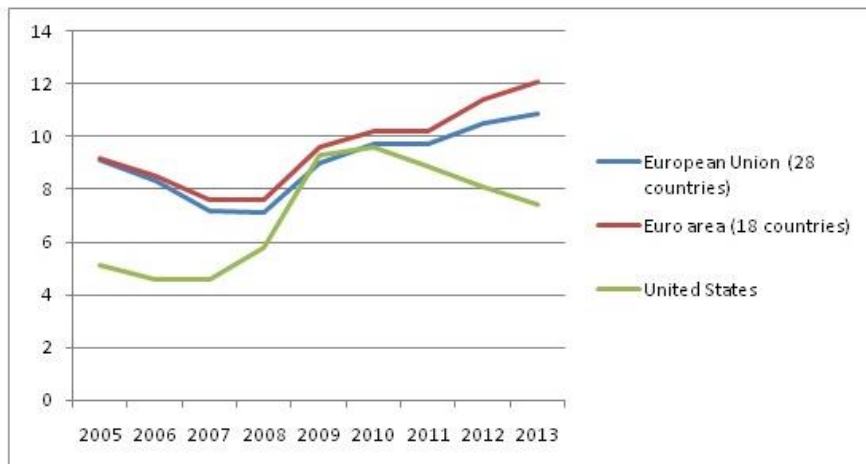


Tornando ad analizzare il confronto tra queste tecniche diverse di immissione di liquidità occorre osservare che nel caso degli Stati Uniti questa è riuscita ad imprimere una svolta al contesto economico del Paese. Probabilmente perché la

<sup>29</sup> Banfi A., Di Pasquali F., Le Banche Centrali negli anni della crisi

<sup>30</sup> [www.laborsaitaliana.it](http://www.laborsaitaliana.it)

politica monetaria è stata accompagnata da un'efficace politica fiscale. Una manovra monetaria espansiva deve essere a sua volta accompagnata da una politica fiscale dello stesso tipo: abbassamento della tassazione e investimenti statali sono il principale esempio di manovre fiscali espansive. La matrice della crisi europea degli ultimi anni è la non pertinenza delle politiche fiscali intraprese dai governi. Per risanare gli stati e contenere gli effetti della crisi infatti, sono state intraprese diverse politiche fiscali di tipo rigido, note come politiche di *austerity*. I Paesi dell'Eurozona durante la crisi degli ultimi anni hanno optato per politiche fiscali di tipo restrittivo ignorando conseguenze e ripercussioni sui tassi di disoccupazione e sui tassi di crescita dell'economia. Al contrario, negli Stati Uniti e negli stessi anni si scelse la strada dell'espansione fiscale, realizzata attraverso investimenti in spesa pubblica e una minore pressione della tassazione. Il prelievo fiscale nel paese americano riguarda principalmente il reddito da lavoro e solo in minor misura gli altri tipi di reddito (interessi, capital gain, dividendi...). Le suddette manovre hanno avuto i loro effetti, infatti i tassi di disoccupazione osservati nel corso dei primi anni successivi alla crisi hanno mostrato cali notevoli. Di qui l'inefficacia delle politiche europee basate sulla rigidità: come mostra l'immagine sottostante si può osservare che i tassi di disoccupazione del periodo successivo al periodo 2010 -2011 erano in aumento, diversamente da quanto accadeva negli USA.



31

E' proprio il concetto di rigidità che traccia la linea che differenzia le condotte delle due banche; infatti l'attività della Fed è molto più flessibile rispetto a quella della Bce e la maggiore flessibilità aumenta l'attenzione per il ciclo economico. Mentre la Bce si è imposta un limite di inflazione la Fed esercita la sua attività libera da vincoli numerici ed è così in grado di adattarsi meglio alle fluttuazioni dei prezzi e dell'economia. Infatti l'attenzione della Fed al mercato è un tratto saliente della sua condotta: la Fed è *market oriented* e fa sì che gli impulsi di politica monetaria posti in essere siano trasmessi direttamente al mercato a sostegno dell'economia reale (reddito, occupazione, crescita, stabilità..). La Bce invece segue un orientamento diverso, essa è *bank oriented*, infatti l'attenzione è rivolta proprio alle banche che trasmettono gli impulsi al sistema e svolgono un ruolo primario nel finanziamento dell'economia. La centralità del ruolo delle banche si riscontra anche nel fatto che la Bce può concedere il credito solamente alle banche aderenti al sistema europeo, mentre la Fed ha la possibilità di concedere prestiti anche ad imprese industriali ed altri intermediari finanziari diversi dalle banche ma queste sono implicazioni ovvie dell'orientamento prescelto. In questo modo la Bce finanzia indirettamente l'economia reale, per il fatto che sono a loro volta le banche a concedere finanziamenti alle imprese.

---

<sup>31</sup> Fonte:AMECO

La diversità degli atteggiamenti delle due Banche Centrali risiede essenzialmente nel fatto che la Bce orienta la sua attività al contenimento dell'inflazione, il suo obiettivo primario; per il sistema diviene complesso gestire la politica monetaria in presenza di shock dell'economia quando l'inflazione è al di sopra del suo target. La stabilità dei prezzi risulta tuttavia una condizione necessaria per la crescita economica nel lungo periodo per cui le azioni della Bce continueranno ad essere finalizzate a questo scopo.



## **Conclusioni**

Nel primo capitolo della trattazione sono state messe in luce le caratteristiche delle unioni monetarie insieme a quelle dell'Eurosistema. Nello stesso capitolo, dopo la prima fase descrittiva, è stata illustrata la storia dell'Euro con particolare riferimento al periodo di transizione, con i relativi problemi; infine l'analisi è stata incentrata sui benefici delle unioni monetarie. Nel paragrafo sono stati messi in evidenza i punti forti delle unioni con enfasi sull'eliminazione dei costi di transazione, l'integrazione del sistema dei pagamenti, l'accumulazione di capitale, l'aumento della produttività, aumento degli scambi ed apertura commerciale. Ulteriori vantaggi presi in considerazione sono stati l'eliminazione dell'incertezza relativa alla diminuzione del rischio di cambio e la riduzione dei tassi di interesse.

Nel secondo capitolo invece, l'attenzione è stata rivolta ai problemi che scaturiscono dall'adesione ad unione economica e monetaria. Infatti nonostante l'integrazione presenti numerosi benefici, comporta inevitabilmente costi aggiuntivi per i Paesi laddove le condizioni non siano favorevoli. In particolar modo, attraverso la teoria delle aree valutarie ottimali di Mundell, è stato messo in luce il concetto di flessibilità e mobilità del lavoro come condizioni imprescindibili per il successo di un'unione monetaria. Infatti solo grazie alla flessibilità del sistema e del mercato del lavoro (mobilità, prezzi, salari...) gli shock asimmetrici, cui ogni economia è costantemente esposta, potranno essere attutiti e non avere un impatto significativo sull'economia del Paese. Dopo l'osservazione dei costi aggiuntivi, specialmente sul piano macroeconomico, il capitolo tratta in conclusione il problema delle economie incomplete, ponendo l'accento sull'esempio dell'Eurozona e sulla crisi dell'Euro.

La presentazione del declino strutturale dell'Eurozona, messo in rilievo nella descrizione della crisi, riprende nell'ultimo capitolo attraverso il confronto tra le

politiche monetarie e gli strumenti a disposizione delle due Banche Centrali più importanti nel contesto internazionale: Fed e Bce. Nella disamina dei differenti comportamenti adottati nell'affrontare la crisi da parte dei due Istituti, vengono evidenziate le rispettive condotte sia in campo fiscale sia in campo monetario: ne discendono differenze anche sul piano della crescita, della sostenibilità e dell'efficienza del sistema economico e monetario.

Dall'analisi dei tassi di crescita di Europa e Stati Uniti, è emersa una previsione di divario dell'1,5% a favore degli Stati Uniti.

	Area Euro		Stati Uniti	
	Crescita potenziale	PIL pro capite	Crescita potenziale	PIL pro capite
		[potenziale]		[potenziale]
<b>1998-2007</b>	2.0	1.6	2.8	1.7
<b>2008-2013</b>	0.7	0.4	1.5	0.7
<b>2014-2023</b>	1.1	0.9	2.5	1.8

32

Oggi ci si domanda se l'Euro e l'Eurozona siano una buona scelta per il nostro continente. Ci si interroga circa la validità dell'Eurosistema, che da numerosi economisti è stato ritenuta una pessima area valutaria che avrebbe prima o poi portato al collasso il sistema economico e la moneta unica. Nel contesto europeo i salari non solo sono particolarmente rigidi ma anche diversi da Paese a Paese e la mobilità del lavoro risulta essere molto bassa. Lo scenario futuro presenta

<sup>32</sup> Net.italy

politiche immutate. Il rilancio e la speranza dell'economia, afflitta da diversi anni da una crisi strutturale, dovrebbe essere intrapreso attraverso ambiziosi programmi finalizzati all'intervento in comparti dell'economia che influiscano direttamente sulle componenti della crescita, dell'occupazione e di tutti i fattori di produzione. In conclusione la crisi ed i problemi ad essa connessi potrebbero essere stati determinati non solo dall'adesione all'unione monetaria e dalla condivisione della moneta, ma anche e soprattutto da un'errata condotta dei governi degli Stati Membri nell'elaborazione dei programmi e degli interventi.

## **Bibliografia**

AMOROSO B., *L'Euro in bilico*

ARCELLI M., *L'economia monetaria e la politica monetaria dell'unione europea*, CEDAM (2007)

BLANCHARD O., AMIGHINI A., GIOVINAZZI F., *Macroeconomia-una prospettiva europea*

CEBRAL L., *Economia industriale*

CICCARONE G., GNESUTTA C., *L'economia monetaria*

DE ARCANGELIS ,*Economia internazionale, McGraw-Hill, Milano (2005)*

DE GRAUWE P., *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino

MANKIW G. E TYLOR M., *Macroeconomia*, Zanichelli

SAUNDERS A., CORNETT M.M., ANOLLI M., ALEMANNI B., *Economia degli intermediari finanziari* , Zanichelli

