



Libera Università Internazionale degli Studi Sociali  
Dipartimento di Impresa e Management  
Corso di Laurea Triennale in Economia e Management

**L'EUROZONA COME  
AREA VALUTATIVA OTTIMALE  
E IL CONFRONTO CON IL DOLLARO**

Candidato: Chiara Pacini  
Matricola: 197961

Relatore: Prof. Pietro Reichlin

Anno accademico 2017-2018

# INDICE

<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>3</b>
<b>CAPITOLO 1. LA NASCITA DELL' EUROZONA</b> .....	<b>5</b>
<i>1.1 I PRIMI PASSI VERSO L'INTEGRAZIONE EUROPEA</i> .....	<i>5</i>
<i>1.2 L'INTRODUZIONE DELL'EURO E LA FONDAZIONE DELLA BCE</i> .....	<i>8</i>
<i>1.3 IL TRATTATO DI MAASTRICHT</i> .....	<i>12</i>
<b>CAPITOLO 2. CONSEGUENZE DI UNA VALUTA COMUNE</b> .....	<b>19</b>
<i>2.1 I COSTI DI UN'UNIONE MONETARIA</i> .....	<i>19</i>
<i>2.2 I BENEFICI DI UN'UNIONE MONETARIA</i> .....	<i>26</i>
<i>2.3 COSTI E BENEFICI A CONFRONTO</i> .....	<i>30</i>
<i>2.4 LA "TEORIA DELLE AREE VALUTATIVE OTTIMALI (AVO)"</i> .....	<i>33</i>
<i>2.5 IL PROBLEMA DELLE UNIONI MONETARIE INCOMPLETE</i> .....	<i>37</i>
<b>CAPITOLO 3. LA CRISI E L'INTEGRAZIONE DEI MERCATI</b> ....	<b>45</b>
<i>3.1 LA REAZIONE DEGLI USA E DELL'EUROZONA DOPO LA CRISI</i> .....	<i>45</i>
<i>3.2 L'EURO E L'INTEGRAZIONE NEI MERCATI FINANZIARI</i> .....	<i>54</i>
<b>CAPITOLO 4. L'EURO COME MONETA INTERNAZIONALE</b> ....	<b>61</b>
<i>4.1 EURO VS DOLLARO</i> .....	<i>61</i>
<b>CONCLUSIONE</b> .....	<b>68</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	<b>69</b>
<b>SITOGRAFIA</b> .....	<b>70</b>

## **Introduzione**

Intorno alla seconda metà del XX secolo iniziò a nascere l'idea di unificare diversi mercati internazionali ed intensificare gli scambi commerciali tra i Paesi europei. Furono queste le basi che portarono alla creazione di un lungo percorso che porterà alla nascita dell'Unione Europea e dell'Unione Monetaria Europea. Infatti, a seguito del secondo conflitto mondiale, proprio per non ripetere gli stessi errori commessi, si pensò di creare un'entità sovranazionale che potesse da un lato garantire la pace tra i popoli e dall'altro di riuscire a sostenere una stabilità economica. Ovviamente furono presi in considerazione i diversi approcci alla politica economica, fiscale e sociale nei vari Paesi europei per cercare poi di trovare una soluzione che potesse essere poi coniugata nelle varie realtà europee. In un primo momento sembrava che, nel complesso, questa Entità Sovranazionale stesse portando i suoi frutti, ma successivamente si alternarono una serie di accordi e trattati per cercare di spingere ciascuno Stato membro verso una convergenza economica; per tale motivo venne introdotto l'euro attraverso la stipulazione del Trattato di Maastricht.

La nascita dell'Eurozona si è accompagnata ad una serie di fatti contingenti: l'intensificazione dei trasporti e degli scambi commerciali, si eliminarono diversi costi di transazione e i Paesi aderenti non dovettero più preoccuparsi dei tassi di cambio derivanti. Tutti questi elementi determinarono un miglioramento dell'integrazione economica e politica tra i Paesi membri.

Tuttavia, con la crisi del 2008 e dopo la crisi dei debiti sovrani 2011, sono stati messi in discussione tutti quei principi che hanno portato alla nascita della Comunità Europea, tutte le norme e regole che vigilano sui Paesi membri e se l'introduzione della moneta unica fosse stata una strategia di politica monetaria positiva. Dunque la struttura e l'impianto dell'Unione era pericolante e stava mettendo in evidenza i suoi limiti e le sue debolezze. Come potevano essere fronteggiati gli shock asimmetrici? Sicuramente le politiche europee si rivelarono inadeguate, in aggiunta al fatto che la BCE mostrò forti vincoli al suo mandato. Perciò il quadro economico-politico che si venne a creare fu tale da evidenziare l'incapacità dell'UE di affrontare la crisi, e mise in dubbio l'efficienza dell'Entità Sovranazionale. È opportuno ricordare che prima della nascita dell'introduzione della moneta unica, ci furono diversi studiosi ed economisti premiati

con premi Nobel, i quali appurarono che l'adozione della moneta unica non avrebbe portato molti benefici agli Stati aderenti. Emerse quindi il fatto che l'Unione Europea non poteva -e non può tuttora- essere considerata un'area valutativa ottimale. Infatti la mancanza di flessibilità di salari e prezzi in aggiunta alla scarsa mobilità del lavoro sono stati influenti nell'aumentare i costi derivanti dall'entrata nell'Unione Monetaria, piuttosto che i suoi benefici.

A seguito di ciò molti Paesi si sono chiesti se sarebbe stata una soluzione saggia quella di continuare a far parte dell'area euro. Per poter diffondere l'ottimismo relativo all'euro le istituzioni europee devono impegnarsi per riportare l'Eurozona a crescere. Così come è accaduto negli Stati Uniti in cui si è registrata una crescita economica maggiore.

Il confronto con l'economia statunitense ha portato molti studiosi a ipotizzare un eventuale superamento dell'euro contro il dollaro e, quindi, a supporre che l'euro possa diventare una moneta transcontinentale.

Procedendo da quanto suddetto, articolerò il lavoro nel modo seguente: nel Capitolo 1 ripercorrerò le varie fasi che hanno portato alla creazione dell'Eurozona, concentrandomi in particolar modo sul Trattato di Maastricht. A seguire nel Capitolo 2 andrò analizzare i costi e i benefici di una valuta comune facendo riferimento alla teoria delle "Aree Valutative Ottimali" (AVO). Nel Capitolo 3, studierò l'impatto che l'introduzione dell'euro ha portato nell'integrazione dei mercati e come quest'ultima sia venuta meno con le due ondate di crisi. Infine concluderò con il Capitolo 4 in cui verrà presentato un paragone tra l'euro e il dollaro, vedremo se sarà possibile sperare in un futuro in cui l'euro verrà utilizzato per ulteriori transazioni internazionali come il dollaro.

## **Capitolo 1. La nascita dell' Eurozona**

In questo capitolo ripercorrerò le varie tappe che hanno portato alla nascita dell'Unione Europea.

L'integrazione europea è sempre stata guidata da fattori politici, caratterizzati dalla volontà di impedire un altro conflitto mondiale e dal desiderio di condividere quelli che sono i frutti derivanti dall'integrazione tra le nuove democrazie dell' Europa centrale e dell'est. Però se da un lato gli obiettivi erano sempre a carattere politico, dall'altro lato, per raggiungerli, i mezzi erano sempre di tipo economico (Baldwin & Wyplosz, 2015).

Ci sono stati principalmente tre grandi sviluppi derivanti dall' integrazione economica europea: la formazione dell'unione doganale dal 1958 al 1968 eliminò le tariffe e i dazi nel commercio intra europeo; l'Atto Unico Europeo valido dal 1986 al 1992 (anche se alcuni suoi elementi sono validi tuttora) eliminò molte barriere non-tarifarie e introdusse il libero movimento dei capitali, ed infine l'Unione Monetaria Europea, con la costituzione della Banca Centrale Europea, unì tutte le monete di diversi Stati membri.

Ciascuna di queste tre fasi che miravano ad una maggiore integrazione tra gli Stati (specialmente l'unione doganale e l'Atto Unico Europeo) generarono degli effetti discriminatori che attirarono l'attenzione degli altri Stati non appartenenti all'Unione. Fu così che anche per le nazione più scettiche, che dovettero decidere se entrare a far parte o meno dell'Unione; ma optarono alla fine per l'annessione. Infatti con l'ampliamento dell'Unione del 2004 - che ha previsto l'entrata di: Cipro, Repubblica Ceca, Estonia, Ungheria, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Slovacchia e Slovenia- ha diffuso nelle altre nazioni dell'est forze favorevoli per la loro annessione (Baldwin & Wyplosz, 2015).

Concluderò poi il capitolo con un focus sul Trattato di Maastricht, ossia l'atto che segnò la nascita dell'Eurozona.

### **1.1 I primi passi verso l'integrazione europea**

A conclusione del secondo conflitto mondiale nel 1945, fu chiaro che le varie *governance* adottate nei diversi stati europei erano profondamente sbagliate: il fascismo in Italia e il nazismo in Germania avevano formato un clima di belligeranza sul resto dell'Europa.

Per non commettere gli errori precedenti, i governatori degli Stati presero atto delle conseguenze determinatesi e adottarono cambiamenti molto radicali in risposta alla

brutalità dell'uomo. Come prima cosa si domandarono: <<Come può l'Europa impedire lo scoppio di una Terza Guerra mondiale?>>, anche perché il periodo storico che si andava sviluppando non vedeva di certo la tregua tra i popoli: il comunismo in Russia e il liberalismo negli Stati Uniti misero le due nazioni in una posizione opposta, in cui l'una cercava di prevalere sull'altra. La Germania, che adesso si trovava devastata dal conflitto, venne divisa in due, il cui confine venne designato da un muro eretto a Berlino: a destra c'era la Repubblica Democratica tedesca, sotto la dominazione dell'Unione Sovietica, con capitale Berlino est, e a sinistra c'era la Repubblica Federale tedesca con capitale Bonn, sotto il controllo della potenza statunitense (Baldwin & Wyplosz, 2015).

Sotto la prospettiva dell'integrazione europea, il risultato più importante raggiunto dalle nazioni europee occidentali per resistere al comunismo fu il cosiddetto "Piano Marshall" e l' "Organizzazione per la Cooperazione Economica Europea (OECE)". Il primo, introdotto da George Marshall, consisteva in un piano economico e finanziario mirato alla ricostruzione nelle nazioni europee a ovest degli Urali. Invece l'OECE, valido dal 1948 al 1961, può essere considerato il primo passo verso l'integrazione; infatti esso consisteva nella promozione della liberalizzazione degli scambi commerciali e dei movimenti di capitali in modo tale da controllare la distribuzione degli aiuti statunitensi del Piano Marshall. Inoltre nel 1950 i Paesi membri dell' OECE divennero automaticamente membri dell' "Unione Europea dei Pagamenti (UEP)" che aveva l'obiettivo di regolare le transazioni monetarie tra gli Stati con la possibilità di compensare i crediti in una moneta europea di uno Paese membro verso l'altro. Il risultato che si ottenne è che ci fu un notevole aumento del PIL nel continente europeo ed un aumento delle importazioni ed esportazioni tra le nazioni. Però le sussistenti, seppur lievi, rivalità tra alcuni Paesi impedirono al programma di conseguire risultati discreti nell'ottica dell'ampiamiento dei mercati. Era necessario un ulteriore passo in avanti. Così nel 1948 il Belgio, i Paesi Bassi e il Lussemburgo diedero vita ad un'unione doganale sotto il nome di "Benelux", la quale promuoveva la libera circolazione delle merci all'interno di questi Paesi (Baldwin & Wyplosz, 2015).

Ma il grande passo ci fu nel 1951, quando il ministro degli esteri francese, Robert Schuman e Jean Monnet, quest'ultimo considerato il "padre dell'integrazione europea", proposero un progetto che aveva lo scopo di mettere in comune la produzione dell' carbone e dell'acciaio della Francia e della Germania, alle quali dopo si aggiunsero

il Belgio, il Lussemburgo, i Paesi Bassi e l'Italia. Questi Paesi diedero vita alla “Comunità europea del Carbone e dell'Acciaio (CECA)” che instaurò un mercato comune delle due materie prime in modo tale da abbattere le barriere doganali e le restrizioni quantitative. Il risultato portato dalla CECA fu un successo; fu registrato un incremento del commercio e della produzione di acciaio da 34 a 56 milioni di tonnellate, ed inoltre la CECA funse da palestra per la futura Unione Europea, dimostrando che le sei nazioni aderenti potevano collaborare all'interno di una struttura federale. Dati gli ottimi risultati del progetto, uniti alla consapevolezza dei leader europei che prima o poi l'industria del carbone e dell'acciaio non sarebbero più potute essere le industrie trainanti dei Paesi membri, i governatori dei vari Paesi maturarono l'idea che c'era bisogno di espandere l'integrazione. Furono cruciali i Trattati di Roma stipulati il 25 Marzo del 1957: il primo creò la “Comunità Europea per l'Energia Atomica (CEEa)” mentre il secondo diede vita alla “Comunità Economica Europea (CEE)”. Sicuramente un ruolo di spicco fu ricoperto dalla CEE, in quanto prevedeva il libero movimento dei beni, dei servizi, dei lavoratori e dei capitali, nonché l'abolizione dei cartelli e dazi doganali e la propensione verso lo sviluppo di politiche congiunte e unificatrici nei settori del lavoro, dello stato sociale, dell'agricoltura, dei trasporti e del commercio estero. (Baldwin & Wyplosz, 2015)

La Gran Bretagna non preferì aderire alla CEE in quanto non voleva rinunciare a quei benefici particolari che aveva nel Commonwealth. Tuttavia, non volendo rinunciare anche ad ulteriori benefici che avrebbero potuto scaturirsi dall'istituzione di un area di libero scambio, la Gran Bretagna promosse nel 1960 l'“Associazione Europea di Libero Scambio (EFTA)”, insieme ai Paesi Scandinavi, il Portogallo, l'Austria e la Svizzera. L'EFTA aveva lo scopo di rimuovere gli ostacoli al commercio e promuovere una stretta collaborazione economica con gli Stati membri della OEEC. Purtroppo però, il peso e la performance economica delle due Istituzioni non erano affatto simili, anzi il PIL registrato nei sei Paesi membri dell'CEE era più di due volte più grande del PIL delle sette nazioni appartenenti all'EFTA. Dunque l'area di libero scambio formata dalla CEE era molto più “attraente” agli occhi delle nazioni esportatrici rispetto che all'EFTA. Infatti la Gran Bretagna aveva previsto che le industrie dei Paesi membri dell'EFTA avrebbero sofferto uno svantaggio economico. Ciò portò all'abbandono da parte della Gran Bretagna dall'EFTA e la sua annessione alla CEE nel 1973 insieme alla Danimarca e

all'Irlanda. Solo verso la fine del ventesimo secolo verranno annesse anche la Grecia, la Spagna, il Portogallo, l'Austria, la Finlandia la Svezia (Baldwin & Wyplosz, 2015).

Nel complesso la CEE registrò risultati che andarono oltre le aspettative. In aggiunta al fatto che ci fu una crescita esponenziale del PIL, ci fu una crescita economica in tutti i Paesi membri che portò ad una forte espansione della potenza Europea. Il commercio estero dei Paesi membri della CEE aumentò, infatti crebbe di 2,4 volte tra il 1953 e il 1992 e ciò si tradusse nel fatto che l'Europa governava il 24% del commercio mondiale. Il quadro politico ed economico che si andava affermando era sempre più favorevole e pronto per un'integrazione europea più completa (Baldwin & Wyplosz, 2015).

## **1.2 L'introduzione dell'euro e la fondazione della BCE**

Verso la fine degli anni sessanta gli Stati Uniti videro un'inarrestabile aumento dell'inflazione nelle strategie di politica monetaria, questo perché l'America aveva bisogno di stampare monete per finanziare la guerra nel Vietnam. Poiché tutte le monete principali erano ancorate al dollaro come pattuito negli accordi di Bretton Woods<sup>1</sup>, l'inflazione del dollaro venne di conseguenza trasmessa anche all'Europa, in tutte quelle nazione in cui la loro moneta era collegata al dollaro. Ciò portò al fallimento degli accordi di Bretton Woods (Baldwin & Wyplosz, 2015).

La stabilità del cambio fu ampiamente vista come un fattore critico quando appunto si doveva sostenere la rapida ricostruzione dopo la guerra con i suoi investimenti. Ciò impedì alle nazioni di controbilanciare gli effetti del libero mercato derivante dalle varie fasi dell'integrazione europea, ricorrendo ad una svalutazione concorrenziale. La CEE cercò numerosi modi per ripristinare la stabilità del cambio tra i Paesi europei. Venne così istituito il Piano Werner, il quale prevedeva un piano di cooperazione economica e monetaria, ovvero uno sviluppo parallelo del settore economico e monetario. Fu delineato un percorso a tre fasi da realizzare in dieci anni: il coordinamento delle politiche

---

<sup>1</sup> Secondo gli accordi di Bretton Woods, il tasso di cambio di una valuta doveva essere sostanzialmente fisso e rientrare nell'ambito di un intervallo definito intorno a un valore specifico, con l'intervento del Governo sul mercato valutario (attraverso acquisizioni o vendite di valute) per assicurare che il tasso di cambio rimanesse all'interno dell'intervallo prefissato (Saunders, et al., 2015).

nazionali, l'armonizzazione secondo direttive comuni e una gestione comune affiancata da un trasferimento di competenze. I leader europei adottarono il Piano Werner nel 1971. Anche se il tale Piano non ebbe alcun seguito, bisogna però riconoscergli il merito di aver posto le basi della politica monetaria comune, che sarebbe stata attuata dal 1971 al 1978, e rappresentò anche un modello per lo sviluppo del "rapporto Delors"<sup>2</sup> (Baldwin & Wyplosz, 2015).

Lo scenario economico che si creò a seguito dell'adozione del Piano Warner fu disastroso. Così nel 1971 vennero stipulato l' "Accordo di Washington" (oppure "Smithsonian Agreement"), il quale ebbe l'obiettivo di ripristinare l'allineamento delle valute: i principali Paesi si accordarono affinché il dollaro fosse svalutato (cioè riportato verso il suo valore reale) e fu anche deciso un allargamento della banda di oscillazione dei tassi di cambio consentiti, che passarono dall'1% al 2,25%. Nel 1973, con il "Secondo Accordo di Washington" ("Smithsonian Agreement II"), furono completamente eliminati i limiti alle variazioni dei tassi di cambio: questo accordo sancì in pratica la libera fluttuazione delle principali valute (regime di cambi flessibili). Contestualmente, scoppiò la guerra dello Yom Kippur<sup>3</sup> nel 1973 nel Medio Oriente che innescò un boicottaggio del petrolio da parte dell'Arabia Saudita nei confronti delle nazioni Occidentali (Saunders, et al., 2015).

---

<sup>2</sup> Il rapporto Delors è documento, così chiamato dal nome dell'allora Presidente della Commissione. Nel corso del Vertice di Hannover del 26 e 27 giugno 1988 i capi di Stato e di governo decisero di affidare ad un Comitato, formato dai governatori delle Banche centrali e da alcuni esperti esterni e presieduto da Jacques Delors, il compito di studiare e proporre le tappe concrete per giungere all'unione economica e monetaria. Il rapporto fu presentato nel mese di aprile del 1989 e nelle sue grandi linee riprendeva le ipotesi di integrazione economica e monetaria già tracciate nel Rapporto Werner del 1970, ed in particolare la scansione temporale articolata in tre fasi.

Il Rapporto Delors fu presentato al Consiglio Europeo di Madrid del giugno 1989 e in quella sede fu deciso di avviare la prima fase già a partire dal 1990. L'anno successivo a Roma fu raggiunto l'accordo politico anche per le fasi successive; tuttavia, come previsto dal Rapporto, questo avrebbe comportato una profonda modifica dei trattati istitutivi della Comunità, ragion per cui fu decisa la convocazione di una Conferenza intergovernativa con il compito di proporre una bozza di nuovo trattato nel quale fossero definite le tappe e le procedure per giungere all'unione economica e monetaria. Due anni dopo sarebbe stato firmato il Trattato di Maastricht (Simone Dizionari online, 2018)

<sup>3</sup> La guerra del Kipur fu la più grande guerra combattuta in Medio Oriente fino a quella del Golfo e portò a alla crisi petrolifera del 1973, un embargo delle esportazioni di petrolio nei Paesi occidentali che aggravò molto la crisi economica che in quegli anni aveva cominciato a colpire Europa e Stati Uniti (De Luca, 2012).

Il risultato fu un incremento del prezzo del petrolio che ebbe ripercussioni negative nei Paesi europei. Già l'inflazione era salita come risultato dall'inflazione statunitense, vi si aggiunsero gli shock petroliferi che ridussero l'attività economica europea, insieme a quella dei partner commerciali. Molte nazioni europee adottarono delle strategie espansive sia a livello fiscale che a livello monetario, con l'obiettivo di compensare la regressione economica che si stava affermando insieme alla crescente inflazione. Il risultato che si determinò fu un aumento dei prezzi che venne accompagnato da una mancanza di crescita economica, tale scenario prende il nome di "stagflazione". In questo panorama seppur buio si inseriscono delle prospettive favorevoli per risollevare l'economia. Infatti nel 1979 venne sottoscritto dai Paesi membri della CEE ( ad eccezione della Gran Bretagna) il "Sistema Monetario Europeo (SME)" che aveva l'obiettivo di mantenere una parità di cambio prefissata che poteva oscillare entro una fluttuazione del  $\pm 2,25\%$  facendo riferimento ad un'unità di conto comune, l'ECU ( European Currency Unit) che era determinata in rapporto al valore medio dei cambi del paniere dei diversi Paesi europei. Negli Stati Uniti, così come in Europa, ci fu dunque la necessità di combattere l' inflazione e per farlo si indusse una lunga e dura recessione: infatti tra il 1981 e il 1983 la crescita fu negativa negli USA e leggermente positiva in Europa. Il risultato fu che il tasso d'inflazione scese ma ad un costo significativo nell'aumento del tasso di disoccupazione. Finalmente nel 1984 l'economia riprese a crescere accompagnata anche dalla fiducia nell'economia di mercato che inizio a diffondersi tra i Paesi industrializzati. Lo SME conseguì buoni risultati fin quando entrò in crisi nel 1992. Nello stesso anno venne poi stipulato il "Trattato di Maastricht" al quale si associa la nascita dell' "Unione Europea (UE)". L'obiettivo del Trattato è tuttora quello di raggiungere un'unione politica, economica e monetaria e per farlo fu stabilita l'introduzione della moneta unica (l'euro) in tutti i Paesi che avrebbero sottoscritto il Trattato. Tuttavia i Paesi aderenti furono sottoposti al rispetto di alcuni criteri di convergenza, introdotti per mirare alla stabilità della moneta unica. Solo con la sottoscrizione del Trattato, e dunque con la promessa del rispetto dei criteri di convergenza, i Paesi poterono adottare l'euro. L'euro venne introdotto nel 1999 ma venne utilizzato essenzialmente come moneta di conto, cioè per fini contabili e pagamenti non liquidi. Fu nel 2002 che l'euro venne introdotto come moneta effettiva, e dunque come moneta circolante nei Paesi. Questo evento è di rilevanza fondamentale perché segna il

completamento dell'Unione Monetaria e l'inizio della concorrenza di questa moneta con il dollaro. I Paesi che all'epoca decisero di aderire all'Eurozona furono 12 con particolare riguardo al Regno Unito che continuò a mantenere la sterlina. Attualmente l'Eurozona conta 19 Paesi: Francia, Germania, Belgio, Italia, Olanda, Lussemburgo, Spagna, Portogallo, Irlanda, Austria, Grecia, Finlandia, Slovacchia, Slovenia, Malta, Cipro, Estonia, Lettonia e l'ultima è relativa all'annessione della Lituania nel 2015. Ovviamente ci fu l'esigenza di introdurre un'entità sovranazionale a presidio della stabilità dell'euro. Venne così fondata il primo giugno del 1999 la "Banca Centrale Europea (BCE)" con sede a Francoforte sul Meno, in Germania. La missione della Banca Centrale Europea è salvaguardare il valore dell'euro e mantenere la stabilità dei prezzi, e per farlo la BCE, con le banche centrali nazionali, che insieme costituiscono l' <<Eurosistema>>, formula decisioni di politica monetaria relativa all'area euro (Baldwin & Wyplosz, 2015).

La BCE è dotata di un "Consiglio Direttivo" che si riunisce due volte al mese. Ogni sei settimane si effettuano una serie di valutazioni circa gli andamenti economici e monetaria e conseguentemente vengono formulate le decisioni di politica monetaria, come ad esempio la fissazione dei tassi d'interesse che debbono essere applicati ai prestiti erogati dalla BCE alle banche centrali nazionali. Oltre al Consiglio Direttivo vi è anche il "Comitato esecutivo" composto dal presidente, il vicepresidente e quattro membri nominati dai leader dei Paesi dell'Eurozona per un periodo di 8 anni. Il Comitato ha il compito di gestire gli affari correnti della BCE. Infine al Consiglio generale sono affidate funzioni consultive e di coordinamento. Esso è presieduto dal presidente e dal vicepresidente della BCE e dai governatori delle 19 banche centrali dell'Eurozona (Saunders, et al., 2015).

Per garantire che vi sia trasparenza dal parte dell' Organo, ogni sei settimane il Presidente della BCE (attualmente questo incarico è ricoperto da Mario Draghi) tiene una conferenza stampa per mettere a conoscenza i cittadini europei sulle decisioni di politica monetaria, e, prima di ogni riunione del Direttivo, la BCE pubblica un resoconto relativo all'ultima riunione del consiglio direttivo (Baldwin & Wyplosz, 2015).

Il principio di trasparenza non è l'unico contemplato dalla BCE, ma vi si uniscono anche i principi di indipendenza e responsabilità. Il primo consiste nel divieto da parte della BCE e delle Banche centrali nazionali di richiedere o ricevere istruzioni circa la politica monetaria da attuare da qualsiasi organismo comunitario o Governo nazionale. Invece il

principi di responsabilità stabilisce che la BCE sia responsabile per il raggiungimento dei obiettivi prefissati. Un aspetto che bisogna ricordare è il ruolo fondamentale assunto dalle banche dell'Eurosistema per garantire la stabilità finanziaria a seguito della crisi dei debiti sovrani del 2010/2011. Infatti, a seguito di ciò, è stata fondata l' "Unione Bancaria Europea" che ha l'obiettivo di rompere quella relazione che intercorre tra rischio bancario e rischio sovrano. Per farlo le banche adottando le disposizioni contemplate da Basilea 3, in cui sono sottoposte ad una supervisione comune con riferimento alla dotazione di capitale e la liquidità di cui esse dispongono. All'interno dell'Unione Bancaria la BCE riveste un ruolo di autorità vigilante verso le banche principali dei Paesi dell'Eurozona, al fine di realizzare un sistema più stabile e sicuro (Saunders, et al., 2015).

### **1.3 Il Trattato di Maastricht**

Nel dicembre del 1991 venne firmato il "Trattato di Maastricht" dai principali capi di Stato dei Paesi europei: Italia, Spagna, Francia, Portogallo, Paesi Bassi, Lussemburgo, Belgio, Germania, Danimarca, Grecia, Regno Unito, Irlanda.

Tale trattato è conosciuto principalmente per aver posto le basi del processo di unificazione monetaria in Europa. La strategia per il conseguimento di questo obiettivo si reggeva su due principi (De Grauwe, 2016):

- la transazione verso l'unione monetaria era vista come un processo graduale, che si espandeva nell'arco di diversi anni;
- l'ingresso nell'unione era subordinato al soddisfacimento dei <<criteri di convergenza>><sup>4</sup>.

È possibile notare dunque che per poter avviare il processo di convergenza, i Paesi avrebbero dovuto sottoporre le proprie economie al rispetto di alcuni criteri. Infatti un Paese avrebbe potuto aderire all'unione monetaria (UEM) soltanto se (De Grauwe, 2016):

1. il suo tasso d'inflazione non avrebbe superato di 1,5% la media dei tre tassi d'inflazione più bassi degli Stati membri (De Grauwe, 2016);

---

<sup>4</sup> Paul de Grauwe, "Economia dell'unione monetaria", 2016.

2. il suo tasso d'interesse di lungo periodo non avrebbe dovuto superare più del 2% la media dei tre Paesi con l'inflazione più bassa;
3. aveva aderito allo SME e non ha avuto una svalutazione durante i due anni precedenti l'adesione all'unione;
4. il suo disavanzo di bilancio pubblico non avrebbe dovuto superare il 3% del PIL (in caso contrario, il rapporto tra disavanzo e PIL sarebbe dovuto diminuire in modo sostanziale e continuo e raggiungere un livello che si avvicina al valore di riferimento del 3%; oppure il superamento di tale valore sarebbe dovuto essere solo temporaneo ed eccezionale ma rimanendo comunque vicino al 3%);
5. il debito pubblico non avrebbe dovuto superare il 60% del PIL (in caso contrario, il rapporto tra debito pubblico e PIL sarebbe dovuto diminuire in misura sufficiente e avvicinarsi al valore di riferimento con ritmo adeguato)<sup>5</sup>.

Bisogna ricordare che nel maggio del 1998, gli 11 Paesi dell'Unione Europea riuscirono a raggiungere e a rispettare questi criteri di convergenza, furono: Austria, Belgio, Finlandia, Paesi Bassi, Francia, Germania, Italia, Irlanda, Lussemburgo, Portogallo e Spagna. L'unico Paese che non riuscì a raggiungere gli obiettivi posti dal Trattato, fu la Grecia, la quale impiegò più tempo. Infatti fu solo il 1 gennaio del 2002 che entrò a far Parte dell'unione monetaria, introducendo così l'euro (De Grauwe, 2016).

Invece la Svezia, la Danimarca ed il Regno Unito nonostante soddisfacessero i criteri di convergenza decisero di non aderire all'UEM. Al Regno Unito venne riconosciuto il "right to opt out", cioè il diritto ad uscire e la Danimarca il diritto di subordinare il proprio ingresso all'esito di un referendum che avrebbe espresso la volontà nazionale. Per ultimo la Svezia ricorse ad un escamotage offerto dal Trattato: essendosi rifiutata di aderire allo SME prima dell'avvio della terza fase, il Paese venne meno ad uno dei criteri necessari per l'ammissione. Riacciandoci al processo dell'avvio dell'unione monetaria, è opportuno osservare un'importante peculiarità. Da un punto di vista tecnico l'unione monetaria ha avuto inizio il 1 gennaio del 1999, quando la BCE ha rilevato le funzioni di controllo dalle banche nazionali. Tuttavia, dal 1 gennaio 1999 al 31 dicembre 2001, l'euro non fu coniato, ma esisteva soltanto nei registri delle banche: le monete nazionali continuarono a circolare in tutti gli stati membri e i tassi di cambio tra una moneta e l'altra erano fissati

---

<sup>5</sup> Paul de Grauwe, "Economia dell'unione monetaria", 2016.

irrevocabilmente. Soltanto il 1 gennaio 2002 l'euro fu introdotto fisicamente, sotto forma di banconote e monete metalliche, e quelle metalliche furono ritirate dalla circolazione. Con l'avvio dell'unione monetari le banche centrali nazionali (BCN), non sono scomparse ma sono entrate a far parte del cosiddetto <<Eurosistema>>. Le BCN, tuttavia non prendono più decisioni indipendenti in materia di politica monetaria e di cambi. Esse esistono per attuare le decisioni prese dalla BCE. Sotto tale aspetto, l'Eurosistema assomiglia al "Federal Reserve System" degli Stati Uniti. Le banche centrali mantengono, tuttavia i propri poteri decisionali nell'importante settore della vigilanza bancaria (De Grauwe, 2016).

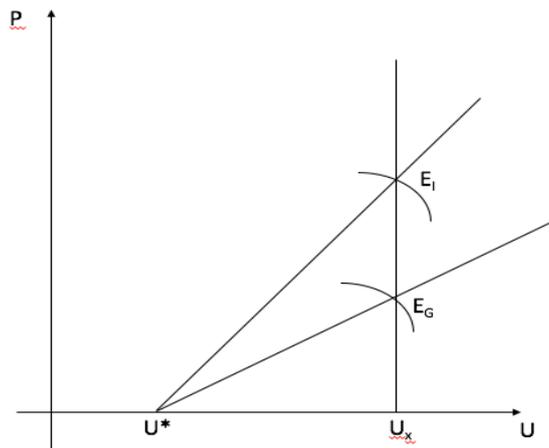
Avendo ora discusso dei termini tecnici che compongono il Trattato, sorge spontaneo andare alla ricerca di una risposta sul perché gli artefici del Trattato di Maastricht abbiano prestato molta attenzione agli agenti macroeconomici quali inflazione, tassi d'interesse e politiche di bilancio per raggiungere una convergenza economica, piuttosto che andare a considerare fattori di tipo microeconomici come la domanda e l'offerta di beni. Sicuramente la principale risposta va ravvisata nella paura che la futura unione monetaria avrebbe potuto determinare tensioni inflazionistiche. Per comprendere al meglio questa preoccupazione è opportuno introdurre il modello di "Barro-Gordon"<sup>6</sup> (figura 1.1).

Ipotizziamo che vi siano due Paesi, ad esempio l'Italia e la Germania, identici tranne che per le preferenze dei responsabili della politica economica. Le autorità tedesche assegnano un peso elevato alla riduzione dell'inflazione, quelle italiane un peso basso. Pertanto le curve di indifferenza delle autorità tedesche sono più piatte, invece quelle delle autorità italiane sono più ripide. Il tasso di disoccupazione naturale,  $U_x$ , è lo stesso nei due Paesi e così pure il tasso di disoccupazione obiettivo delle autorità,  $U^*$ . Il livello di inflazione di equilibrio è raggiunto in  $E_G$  in Germania e in  $E_I$  in Italia. Rispetto alla

---

<sup>6</sup> La costruzione del modello Barro-Gordon parte dalla curva tradizionale di Philips aumentata per le aspettative inflazionistiche. Dunque viene messo in relazione come solo la variazione dell'inflazione inattesa fa variare il tasso di disoccupazione. Poi vengono introdotte le preferenze delle autorità monetarie. Per determinare l'equilibrio del modello si considerano le preferenze delle autorità e le curve di Philips. Con questo modello si mette in luce la rilevanza della credibilità della banca centrale per le scelte di politica monetaria. Gli impegni assunti dalla banca centrale risultano credibili solamente nel momento in cui essa non ha incentivi a barare. In assenza di credibilità il modello mostra che l'economia sarà caratterizzata da tenenze inflazionistiche (De Grauwe, 2016).

Germania, in Italia l'inflazione sarebbe mediamente più elevata senza alcun beneficio in termini dell'obiettivo della disoccupazione, dunque si ha che  $E_I > E_G$  (De Grauwe, 2016).



**Figura 1.1.** *L'effetto dell'inflazione nell'unione monetaria.*

Un'unione monetaria tra i due Paesi porterebbe alla fondazione di una banca centrale comune al posto di quelle nazionali, a tal proposito si possono derivare due ipotesi:

1. Formando un'unione monetaria con un paese a elevata inflazione, la Germania che è il paese con l'inflazione più bassa vede una riduzione del proprio benessere sociale. Questo fenomeno è in risposta al fatto che la banca centrale cercherà di congiungere le preferenze medie dei consumatori, determinando, in questo caso, l'aumento del tasso d'inflazione rispetto a quello tedesco (tra  $E_G$  ed  $E_I$ ).
2. La seconda tesi è conseguenza della prima: subendo la Germania una perdita di benessere sociale nel formare un'unione monetaria con il Paese che ha l'inflazione più alta, cioè l'Italia, richiederà di porre delle condizioni. Infatti la banca centrale dell'unione dovrà rispecchiare le stesse preferenze della banca tedesca<sup>7</sup>.

Perciò le condizioni previste dal Trattato di Maastricht relative all'adesione all'unione monetaria sono servite per capire il valore che ciascun paese nutre per l'inflazione, e

<sup>7</sup> Paul de Grauwe, "Economia dell'unione monetaria", 2016.

per farlo ognuno dei Paesi membri hanno dovuto intraprendere un processo che avrebbe portato ad un abbassamento del tasso d'inflazione e raggiungere quello tedesco dimostrando contestualmente la loro volontà ad entrare a far parte dell'unione monetaria. Nel corso di questo processo deflazionistico è stato inevitabile un aumento temporaneo del tasso di disoccupazione (De Grauwe, 2016).

È possibile dimostrare anche le ragioni dei criteri di convergenza riguardanti il deficit di bilancio e il debito pubblico. Considerando sempre gli stessi Paesi Italia e Germania in cui l'Italia ha un rapporto debito/PIL più elevato, il governo italiano ha un incentivo ad architettare un'inflazione inattesa, dato un elevato valore del debito. La ragione che sta dietro la mossa del governo italiano è che, attraverso l'inflazione inattesa, la stessa provoca l'erosione del valore reale di titoli di debito pubblico, in quanto i titoli non sono indicizzati, e successivamente determinando una minore spesa da sostenere per il governo italiano. Così i detentori dei titoli perderebbero e il governo italiano guadagnerebbe. Di conseguenza, il Paese a basso debito risulta svantaggiato e pertanto insisterà affinché il Paese a elevato debito, prima di aderire all'unione monetaria, riduca il rapporto debito/PIL. Per farlo, il Paese a elevato debito deve ridurre il suo disavanzo pubblico. Una volta raggiunto questo obiettivo il Paese non avrà più incentivo a produrre inflazione inattesa e si può quindi ammetterlo all'unione. Questa tesi dunque sostiene che un Paese con un elevato debito e deficit di bilancio potrebbe causare un aumento interno dell'inflazione a discapito degli altri Paesi membri dell'unione. Per molti anni si sono alternate ricerche di diversi economisti, i quali hanno cercato di fornire prove razionali su come si siano raggiunti i valori del 3% e del 60%. Sembrerebbe che tali valori siano stati ricavati dalla nota formula di determinazione del disavanzo in bilancio necessario per stabilire il debito pubblico<sup>8</sup>:

---

<sup>8</sup> Il disavanzo di bilancio (D) viene finanziato emettendo nuovi titoli di debito:

$$B=D$$

dove B è il debito pubblico. Per definizione si può scrivere:

$$B=b*Y+bY$$

dove  $b=B/Y$  e Y è il PIL.

Combinando le due espressioni si ottiene:

$$D=b*Y+b*Y$$

da cui

$$d=g*b$$

dove **b** è il livello di crescita costante al quale si deve stabilizzare il debito pubblico in percentuale del PIL, **g** è il tasso di crescita del PIL nominale e **d** è il disavanzo di bilancio. Alla luce di quanto citato dal Trattato di Maastricht, per stabilizzare il debito pubblico al 60% del PIL, il disavanzo di bilancio deve essere portato al 3% del PIL, solo se però il tasso di crescita nominale del PIL è uguale al 5% ( $3\%=5\%*60\%$ ). Solo in questo modo l'identità è soddisfatta. Ma come mai il debito deve essere proprio stabilizzato al 60% del valore del PIL? La risposta a questo quesito sta nel fatto che il 60% rappresentava all'epoca il valore medio del rapporto debito/PIL dei Paesi dell'Unione Europea. La formula dipende anche dalla crescita nominale del PIL; questo fattore fa in modo che i Paesi con una crescita maggiore abbiano la possibilità di avere disavanzi superiori per stabilizzare il debito al 60% (De Grauwe, 2016).

Gli ultimi criteri rimasti da discutere sono relativi alla convergenza dei tassi di cambio e quella dei tassi d'interesse. La ragione di fondo della convergenza dei tassi di cambio, era quella di impedire che i Paesi membri potessero manipolare il tasso di cambio nell'intento di conseguire l'ammissione con il tasso di cambio più favorevole (cioè deprezzato, il che avrebbe accresciuto la loro competitività). Però dopo la sottoscrizione del Trattato l'applicazione di questo requisito fu molto meno severa. Infatti già nel 1993 la banda di oscillazione dello SME venne innalzata notevolmente dal 2x2,25% al 2x15%, ciò a prova del fatto che questo vincolo si sarebbe rivelato poi poco rigido. Per quanto concerne invece la convergenza dei tassi d'interesse, la giustificazione dell'applicazione di questo vincolo è relativa agli eccessivi guadagni o perdite in conto capitale che si sarebbero determinati al momento dell'ingresso nell'unione monetaria, derivanti dai differenziali eccessivi dei tassi d'interesse. Tali guadagni e perdite avrebbero causato grossi problemi

---

$$D/Y=b+bY/Y$$

dunque

$$b=d-g*b$$

dove  $d=D/Y$ ,  $g=Y/Y$

Nello stato stazionario  $b=0$  il che implica  $d=g*b$  (De Grauwe, 2016).

nei mercati dei capitali nazionali, per questo motivo fu urgente ridurre il differenziale prima dell'entrata in vigore dell'unione monetaria. In Paesi come Spagna, Irlanda, Grecia, Portogallo e Italia, i cui tassi d'interesse erano di solito molto elevati, questo vincolo ha causato forti cali dei tassi d'interesse a lungo termine, contribuendo ad un'ampia espansione delle economie di quei Paesi, proprio nei primi mesi successivi all'avvio dell'UEM. In conclusione è possibile riconoscere che la strategia del Tratto di Maastricht per creare l'UEM si è rivelata un successo. Il processo di unificazione monetaria si è fondato su due pilastri principali: il gradualismo e la convergenza. I problemi tecnici associati all'avvio dell'unione monetaria si sono risolti egregiamente, tra cui la decisione di annunciare i tassi di conversione già nel maggio del 1998 ha portato alla stabilizzazione dei mercati europei dei cambi, stabilità che è stata mantenuta anche in seguito (De Grauwe, 2016).

## Capitolo 2. Conseguenze di una valuta comune

In questo capitolo analizzerò i costi e i benefici che derivano dalla creazione di un'unione monetaria, per poi andare ad introdurre la “Teoria delle aree valutative ottimali” (AVO). Il fondatore della teoria AVO fu Robert Mundell<sup>9</sup>, anche se fondò il suo studio partendo da una serie di basi poste nel 1940 da un noto economista statunitense, Abba Lerner. Ci fu poi il contributo di altri economisti, quali Ronald McKinnon<sup>10</sup> e Peter Kenen<sup>11</sup>. Tutti questi studiosi si posero una domanda fondamentale: <<Se ci dimenticassimo per un attimo dei confini che delimitano le nazioni e ci focalizzassimo solo sulle relazioni economiche, come ridisegneremmo i confini nazionali ?>> (Baldwin & Wyplosz, 2015). La teoria che elaborarono sviluppa una serie di criteri economici e politici che consentono di capire il vero costo economico di abbandonare la moneta nazionale in presenza di shock asimmetrici, i quali però non impattano negli stati membri di un'unione monetaria. Sembra infatti che i costi di formazione di un'unione monetaria permettano l'accesso ai Paesi in maniera più agevole, anziché porre invece dei paletti proibitivi per la loro entrata (Baldwin & Wyplosz, 2015). Vedremo poi che nella teoria AVO, l'impossibilità di ricorrere a politiche monetarie e dei tassi di cambio con cui facilitare i processi di aggiustamento, viene percepita come un costo dell'adesione all'unione monetaria (De Grauwe, 2016). Infine, concluderò il capitolo analizzando il motivo per cui l'Unione Europea non può essere considerata un'area valutativa ottimale.

### 2.1 I costi di un'unione monetaria

I costi di un'unione monetaria si determinano nel momento in cui un Paese decide di abbandonare la propria moneta nazionale; il che significa che sta rinunciando anche ad

---

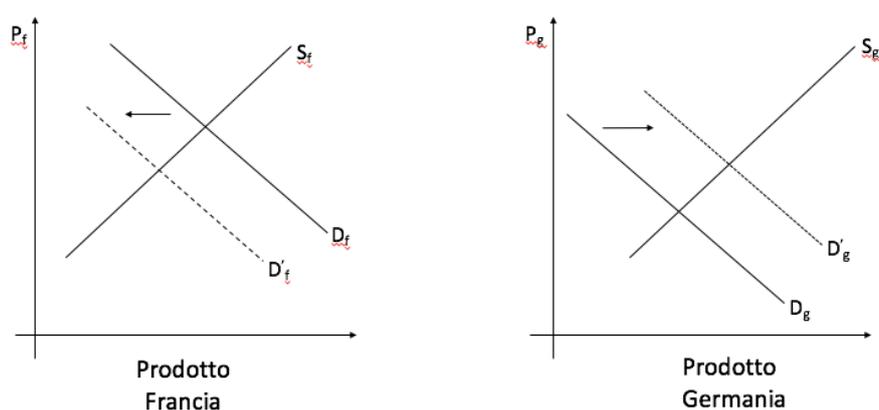
<sup>9</sup> Robert Mundell (1932) è un economista canadese vincitore del premio Nobel per l'economia nel 1999 grazie alla sua teoria sulle aree valutative ottimali. È considerato uno dei più influenti teorici dell'architettura dell'euro (Treccani, 2012).

<sup>10</sup> Ronald McKinnon (1935) è un economista canadese, professore di economia internazionale all'Università di Stanford e consulente di istituzioni internazionali (Banca Mondiale, Fondo monetario internazionale) e di numerosi governi, soprattutto di Paesi emergenti e in via di sviluppo (Treccani, 2012).

<sup>11</sup> Peter Kenen (1932) è un economista statunitense (1932). Professore di economia e finanza internazionale alla Columbia University di New York (1957-71) e poi all'Università di Princeton (1971-2004), è stato consulente di molte delle principali istituzioni monetarie e finanziarie mondiali, fra cui il Fondo monetario internazionale (Treccani, 2012).

uno strumento di politica monetaria, ossia la capacità di decidere e lanciare gli impulsi in materia di politica monetaria nazionale. Infatti, una nazione che aderisce ad un'unione monetaria non sarà più in grado di modificare il prezzo della propria moneta (attraverso svalutazioni e rivalutazioni) o di determinare la quantità di moneta nazionale in circolazione o di variare il tasso di interesse a breve termine. Dunque, la perdita dell'indipendenza monetaria nazionale influenza la capacità del Paese stesso di fronteggiare gli shock asimmetrici unilateralmente. Se ci dovessero essere degli shock asimmetrici tra i Paesi membri, e se tra questi Paesi membri non c'è la flessibilità dei salari o la mobilità del lavoro<sup>12</sup> è pressoché assente, la banca centrale si troverebbe in una situazione in cui non sarebbe in grado di ripristinare l'equilibrio in base alle esigenze di ciascun Paese (De Grauwe, 2016).

Consideriamo il caso di uno spostamento della domanda, sviluppato da Robert Mundell nella sua celebre opera *"The Theory of Optimum currency area"*<sup>13</sup> (1961), riguardanti Germania e Francia che costituiscono un'unione monetaria e supponendo che i consumatori francesi modificano le loro preferenze orientandole verso i prodotti tedeschi. Ciò determina uno spostamento della curva di domanda dei due Paesi (figura 2.1).



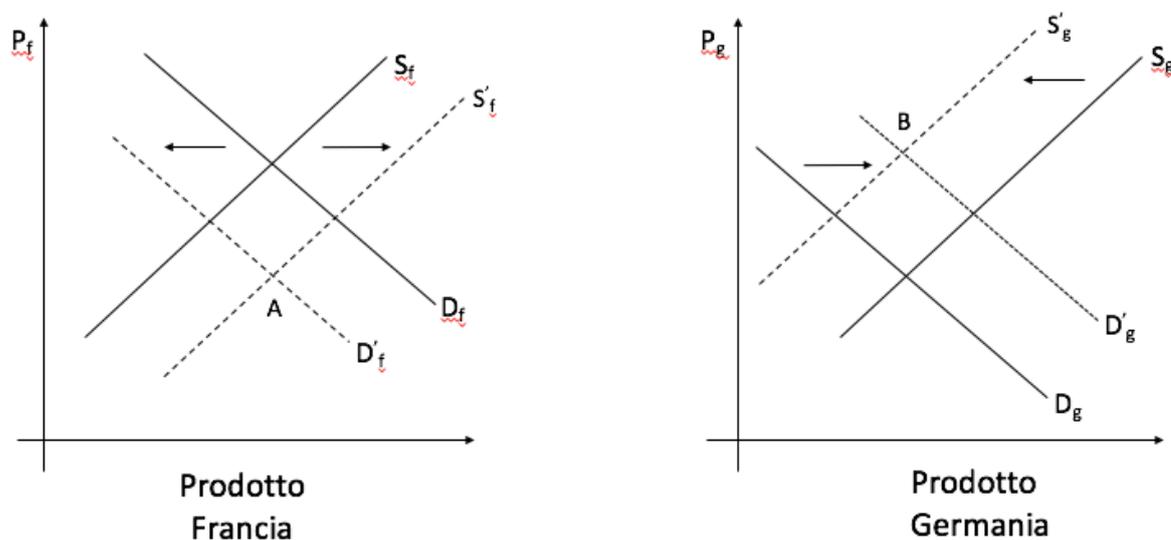
**Figura 2.1.** *Domanda e offerta aggregata in Francia e Germania.*

<sup>12</sup> Secondo Mundell la mobilità dei fattori produttivi è un importante elemento con cui poter ripristinare l'equilibrio.

<sup>13</sup> Paul de Grauwe, "Economia dell'unione monetaria", 2016.

Dalla lettura del grafico è possibile notare che vi è uno spostamento verso sinistra della curva di domanda in Francia e uno spostamento verso destra della curva di domanda in Germania, così da rappresentare il cambiamento delle preferenze dei consumatori francesi. Se questi spostamenti sono di natura permanente, ci sarà una diminuzione della produzione in Francia e un aumento invece in Germania e, dunque, un aumento della disoccupazione in Franca e una diminuzione in Germania. Entrambi i Paesi dovranno quindi fronteggiare un problema di riaggiustamento ricorrendo a due alternative (De Grauwe, 2016):

- *Flessibilità salariale*: Se in Francia e in Germania esiste la flessibilità dei salari, i lavoratori francesi avranno una riduzione sulle richieste salariali, mentre in Germania l'eccesso di domanda di lavoro spingerà verso l'alto il saggio del salario (figura 2.2)<sup>14</sup>.



**Figura 2.2.** *Il processo di aggiustamento automatico.*

La riduzione del saggio salariale in Francia provoca un riduzione dell'offerta (spostamento della curva da  $S_f$  a  $S'_f$ ) determinando così un nuovo punto di equilibrio

<sup>14</sup> Paul de Grauwe, "Economia dell'unione monetaria", 2016.

(punto A). In Germania invece si registra un aumento del saggio salariale che farà aumentare l'offerta (spostamento da  $S_g$  a  $S'_g$ ), il nuovo equilibrio è rappresentato dal punto B. In Francia il prezzo del prodotto diminuisce, rendendo i prodotti francesi più competitivi e stimolando la domanda; mentre in Germania si verifica l'effetto opposto. Inoltre i salari e i prezzi più alti in Germania rendono i prodotti francesi più competitivi e provocano uno spostamento verso destra della curva di domanda aggregata francese. Analogamente, la riduzione dei costi e dei prezzi francesi rende i prodotti tedeschi meno competitivi e sposta verso sinistra la curva di domanda aggregata tedesca (De Grauwe, 2016).

La seconda alternativa a cui possono rivolgersi i Paesi è la:

- *Mobilità dei fattori produttivi*: i lavoratori francesi disoccupati si trasferiscono in Germania dove vi è un eccesso di domanda di lavoro. Ciò elimina la necessità di ridurre i salari in Francia e aumentarli in Germania, cosicché in Francia non c'è più il problema dell'alta disoccupazione e in Germania scompare il problema delle forti pressioni salariali inflazionistiche<sup>15</sup>.

Dunque il presupposto per ripristinare l'equilibrio è tale per cui vi debba essere la flessibilità dei salari e/o un'elevata mobilità del lavoro tra i Paesi. Se tali condizioni non sono soddisfatte sarà difficile raggiungere un nuovo equilibrio (se i salari non diminuiscono, l'aggiustamento dello squilibrio in Francia assumerà la forma di inflazione in Germania) (De Grauwe, 2016).

Se, in principio, i due Paesi in questione non avessero aderito ad un'unione monetaria, per fronteggiare il problema degli shock asimmetrici avrebbero potuto ricorrere a strumenti di politica monetaria nazionale, ad esempio utilizzando un sistema di tassi di cambio flessibili. In base a questa ipotesi, la Francia avrebbe abbassato il proprio tasso di cambio, stimolando la domanda aggregata, mentre la Germania lo avrebbe alzato. Si determina così un deprezzamento del "franco" un apprezzamento del "marco", con il risultato di rendere i prodotti francesi più economici in Germania. Le variazioni del tasso di cambio avrebbero portato ad un forte incremento nella domanda aggregata in Francia

---

<sup>15</sup> Paul de Grauwe, "Economia dell'unione monetaria", 2016.

e a una riduzione in Germania, risolvendo in Francia il problema della disoccupazione e la Germania di evitare di subire pressioni inflazionistiche (De Grauwe, 2016).

Dunque, i due Paesi, partecipando ad un'unione monetaria, rinunciano al controllo della politica monetaria a livello nazionale. Se a ciò si aggiunge un forte problema della disoccupazione, esso può essere risolto solo attraverso una deflazione in Francia. Quindi la Francia, subendo uno shock negativo sulla domanda, è penalizzata dalla partecipazione di un'unione monetaria con la Germania. Quest'ultima è, a sua volta, svantaggiata dalla partecipazione ad un'unione monetaria con la Francia, perché dovrà accettare più inflazione di quanto desidera (De Grauwe, 2016).

Alla luce di ciò è possibile comprendere che un'unione monetaria tra due o più Paesi è ottimale solo se è soddisfatta una delle seguenti condizioni:

- Vi è sufficiente flessibilità salariale;
- Vi è sufficiente mobilità del lavoro<sup>16</sup>.

La situazione sopramenzionata non è tuttavia completa, infatti la perdita dell'indipendenza monetaria comporta anche un'altra conseguenza: viene modificata la capacità dei governi di finanziare il proprio deficit di bilancio. Infatti, se gli investitori iniziano a vendere i titoli di Stato di un Paese membro di un'unione monetaria perché temono il rischio d'insolvenza del governo, si determinerà un aumento dei tassi d'interesse e un deflusso di liquidità dal Paese, che non potrà essere fermata vista la mancanza del meccanismo dei tassi di cambio flessibili. Ciò porterà ad una contrazione della liquidità del paese, il quale non avendo una propria moneta nazionale e una politica monetaria indipendente, non potrà ricorrere all'azione della banca centrale nell'acquistare titoli di Stato per immettere liquidità nel Paese. Se la crisi di liquidità ha un impatto notevole, potrebbe dar luogo all'insolvenza del Paese. Dunque, con un tasso d'interesse più elevato il peso del debito pubblico aumenta, costringendo il governo a ridurre la spesa e aumentare la tassazione. Alla luce di ciò, è possibile appurare che, entrando in un'unione monetaria, i Paesi membri diventano vulnerabili alle ondate di sfiducia degli investitori. Se vi è sfiducia, verrebbe inoltre amplificato l'effetto di uno shock durante

---

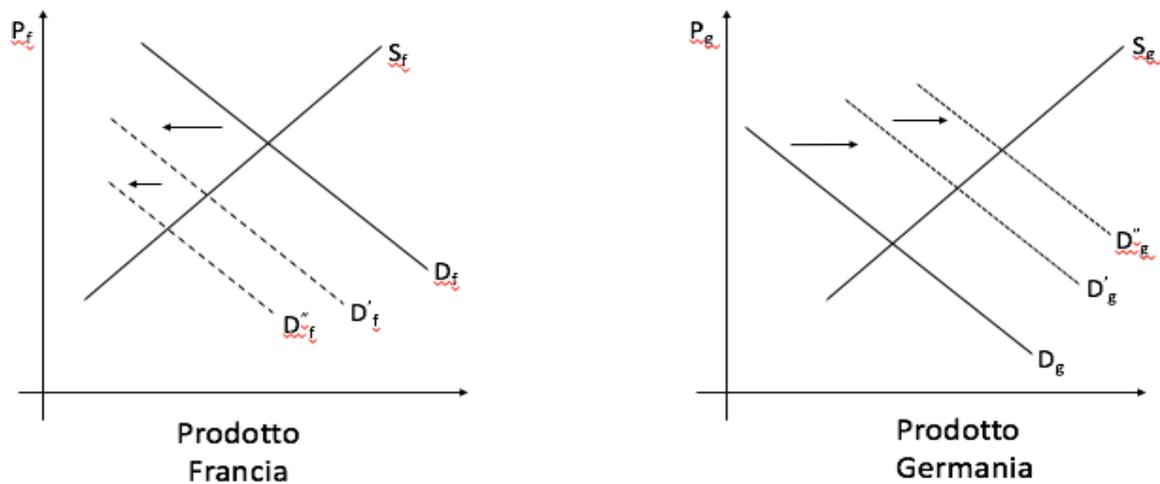
<sup>16</sup> Paul de Grauwe, "Economia dell'unione monetaria", 2016.

una particolare fase del ciclo economico. Per poter dimostrare questo fenomeno, ricorriamo a due Paesi: il Regno Unito, in quanto Paese che conserva la propria indipendenza monetaria, e la Spagna, come Paese facente parte di un'Unione monetaria. Se gli investitori iniziano a dubitare circa la solvibilità del Regno Unito, questi vendereanno i loro titoli spingendo il tasso d'interesse al rialzo e contestualmente un abbassamento del prezzo. Tali investitori, che ora dispongono di sterline derivanti dalla vendita dei loro titoli, vorrebbero liberarsi vendendole nel mercato dei cambi. Quindi il prezzo della sterlina dovrebbe scendere fino ad un livello tale per cui i compratori ne sono attratti, nel caso contrario le sterline rimarrebbero nel mercato dei cambi e verranno probabilmente utilizzate per acquistare strumenti nazionali. Dunque, la quantità di moneta inglese rimarrebbe invariata. Qualora questo meccanismo non avesse effetto, il governo inglese potrà ad ogni modo ricorrere all'azione della Banca d'Inghilterra in quanto organo di ultima istanza, la quale riuscirà a rimborsare i detentori di obbligazioni senza che si determini una crisi di liquidità. La situazione è drasticamente differente nel caso della Spagna e, più in generale, a tutti quei Paesi che fanno parte di un'unione monetaria. In un primo momento si avrà la stessa dinamica dello scenario britannico: gli investitori temendo l'insolvenza del governo spagnolo, vendono i loro titoli in cambio di liquidità in euro. Ciò che accade dopo, però, è diverso. Gli investitori vorranno investire il loro contante in titoli di stato di un governo che non presenta un rischio di insolvenza, ad esempio lo Stato tedesco. Da ciò ne consegue un deflusso di euro dal sistema bancario spagnolo alla Germania. In questo caso la Spagna sarà investita da una crisi di liquidità: l'offerta di moneta inevitabilmente si contrarrà, anche perché il governo spagnolo non può chiedere alla sua banca centrale nazionale di fornire la liquidità necessaria, né tantomeno può rivolgersi alla BCE, perché il governo spagnolo non controlla quell'istituzione. Data l'impossibilità di trovare contante per rimborsare i detentori di obbligazioni, il governo spagnolo non potrà fare altro che dichiarare l'insolvenza. Con l'aumento dei tassi d'interesse, il peso del debito è maggiore e il Paese potrebbe essere costretto ad aumentare il gettito fiscale e diminuire la spesa pubblica; ma ricordiamo che tali azioni sono molto costose. Perciò, in un'unione monetaria se gli investitori e i mercati finanziari non hanno fiducia circa la solvibilità di un Paese, tali attori lo spingeranno ad un'insolvenza forzata che comporterà l'interruzione del servizio del debito del Paese stesso (De Grauwe, 2016).

Analizziamo ora una situazione di shock asimmetrico della domanda, in cui vengono considerati due Paesi: Francia e Germania (figura 2.3).

Per effetto dello shock negativo sulla domanda, in Francia la produzione e l'occupazione si contraggono, con effetti di calo del PIL e quindi delle entrate tributarie. Inoltre, poiché la disoccupazione aumenta, cresce anche la spesa pubblica e il deficit francese (spostamento della curva di domanda da  $D_f$  a  $D'_f$ ). Se il calo della domanda aggregata è abbastanza forte, il conseguente aumento del deficit di bilancio può ampliarsi ancor più a tal punto da diffondere sfiducia tra gli investitori sulla solvibilità dello Stato francese. Quest'ultimo aspetto determinerà un ulteriore spostamento verso sinistra della curva di domanda aggregata rispetto allo shock iniziale, in quanto con tassi d'interesse maggiori, i consumatori e gli investitori spendono di meno (spostamento da  $D'_f$  a  $D''_f$ ). A questo punto ci chiediamo qual è l'effetto della crisi debitoria francese in Germania. Partendo dal fatto che gli investitori, nutrendo sfiducia nei confronti dello stato francese, iniziano a vendere i loro titoli di stato; dalla liquidità che ottengono, ed essendo investitori razionali, vorranno investire in titoli di stato di un Paese in cui hanno fiducia e, dunque, che non presenti un rischio di liquidità: la Germania. Questo flusso di liquidità verso la Germania, provoca un calo del tasso d'interesse tedesco (spostamento da  $D_g$  a  $D'_g$ ), che a sua volta determina un aumento della domanda aggregata in Germania. Quindi, l'iniziale shock positivo da domanda viene ora rafforzato da un ulteriore spostamento verso destra della funzione di domanda (spostamento da  $D'_g$  a  $D''_g$ ) (De Grauwe, 2016).

Sulla scorta di questa analisi, si giunge alla conclusione che in Francia, la crisi debitoria, porta ad un'amplificazione dello shock di domanda asimmetrico, ingigantendo gli effetti negativi in Francia e quelli positivi in Germania. Questo effetto di amplificazione si verifica perché il tasso d'interesse aumenta in Francia e scende in Germania. Pertanto queste due variazioni dei tassi d'interesse, anziché stabilizzare il sistema, tendono a destabilizzarlo. Tutto questo acuisce i problemi di aggiustamento di entrambi i Paesi. Invece se fossimo stati in un sistema di tassi di cambio flessibili, la moneta francese si sarebbe deprezzata rispetto ad un apprezzamento della moneta tedesca, stimolando così una risalita della domanda aggregata. Dunque la variazione dei tassi di cambio, in questo caso, avrebbe un effetto stabilizzante, che, senza autonomia monetaria e mobilità di fattori produttivi a livello internazionale, è difficile ottenere (De Grauwe, 2016).



**Figura 2.3** *Amplificazione di shock asimmetrici*

## 2.2 I benefici di un'unione monetaria

I benefici derivanti dall'adozione di una moneta comune sono principalmente di natura microeconomica, a differenza dei costi appena visti, che sono più a carattere macroeconomico. Tali benefici riguardano principalmente l'eliminazione dei costi di transazione associati al cambio di monete nazionali e dall'eliminazione del rischio che deriva dall'incertezza sui movimenti futuri dei tassi di cambio (De Grauwe, 2016).

Per quanto riguarda il primo beneficio, la Commissione Europea, nel 1990, ha stimato l'entità dei guadagni derivanti dall'eliminazione delle commissioni applicate al cambio delle monete, che si aggirano tra i 13 e i 20 miliardi di euro l'anno: un valore compreso tra un quarto e la metà del PIL comunitario europeo. Va poi evidenziato il fatto che, fintantoché i sistemi di pagamento non saranno pienamente integrati, i trasferimenti bancari tra i Paesi membri dell'UEM saranno relativamente più costosi di quelli che si svolgono all'interno di uno stesso Paese. Il motivo è che i sistemi nazionali, pur essendo collegati tra loro mediante il “*Trans-european Automated Real-time Gross settlement Express Transfer*”, (anche chiamato “sistema TARGET”), continuano ad esistere ed a operare, con il risultato che i trasferimenti bancari transfrontalieri seguono procedure diverse e più costose dei trasferimenti bancari eseguiti all'interno di uno stesso Paese.

Dunque se nel prossimo futuro si ambirà ad una maggiore integrazione nel sistema di pagamento a livello europeo, si registrerà un margine di guadagno in termini di costi ancora più elevato. Dall'eliminazione dei costi di transazione deriva anche un guadagno indiretto. Infatti l'introduzione dell'euro è stata accompagnata da una maggiore trasparenza nei prezzi: i consumatori possono confrontare meglio i prezzi espressi in una stessa unità di conto e, di conseguenza, decidere dove fare gli acquisti. Tale fenomeno favorisce la concorrenza e avvantaggia tutti i consumatori per i quali varranno prezzi più bassi. Un altro guadagno implicito derivante dall'introduzione della moneta comune, è che la stessa moneta può determinare altri tipi di integrazione: politica, legislativa e normativa, ambendo così ad un funzionamento più efficiente dell'Unione Europea (De Grauwe, 2016).

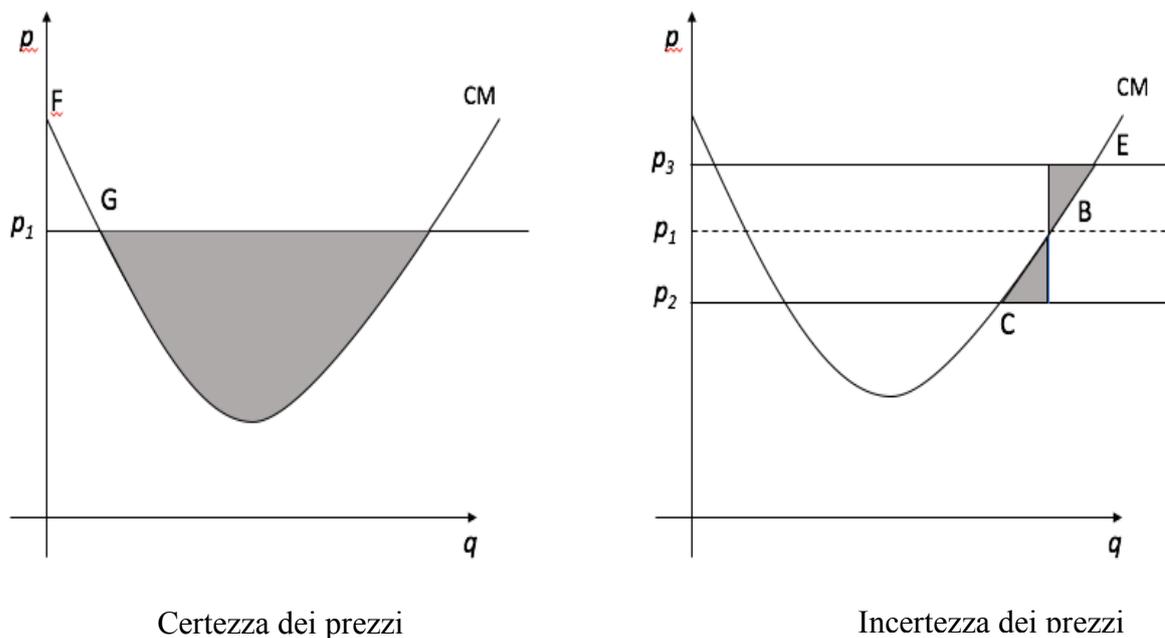
Considerando ora la seconda tipologia di guadagno diretto - cioè la riduzione dell'incertezza sul futuro andamento del tasso di cambio - esso porta con sé incertezza sui ricavi futuri delle imprese. Dunque si determina così una perdita di benessere all'interno della società, dove consumatori e imprese hanno meno sfiducia nel futuro. Al fine di comprendere meglio l'argomento, è opportuno riportare un esempio: si consideri un'impresa che massimizza il profitto, che è "*price-taker*"<sup>17</sup> nel mercato ed esporta tutto il suo prodotto. Il prezzo del prodotto è determinato dal prezzo prevalente nel mercato d'esportazione moltiplicato per il tasso di cambio. Alla luce di queste ipotesi, posso determinarsi due circostanze (figura 2.4) (De Grauwe, 2016):

1. Nel primo caso il tasso di cambio è fisso e dunque il prezzo ottenuto dalle imprese è costante e perfettamente prevedibile. In questo regime di incertezza il profitto dell'impresa è data dall'area grigia meno l'area  $FGp_1$ ;
2. Nel secondo caso il tasso di cambio fluttua casualmente, producendo variazioni casuali del prezzo, dunque il profitto varia a seconda che prevalga il prezzo  $p_2$  o  $p_3$ . Se  $p_2 < p_1$  il profitto sarà minore, pari all'area  $p_1BCp_2$ . Se  $p_3 > p_1$  il profitto sarà

---

<sup>17</sup> Si dice che un'impresa è "*price-taker*" quando non ha la possibilità di influenzare il prezzo di mercato con le proprie decisioni e dunque prende il prezzo di mercato come prezzo dato per la produzione del prodotto o l'erogazione del servizio (Simone Dizionario online, 1968 ).

maggiore, pari all'area  $p_3EBp_1$ . La differenza tra  $p_3EBp_1$  e  $p_1BCp_2$  è rappresentata da due triangoli grigi nella figura, con  $p_3EBp_1 > p_1BCp_2$ <sup>18</sup>.

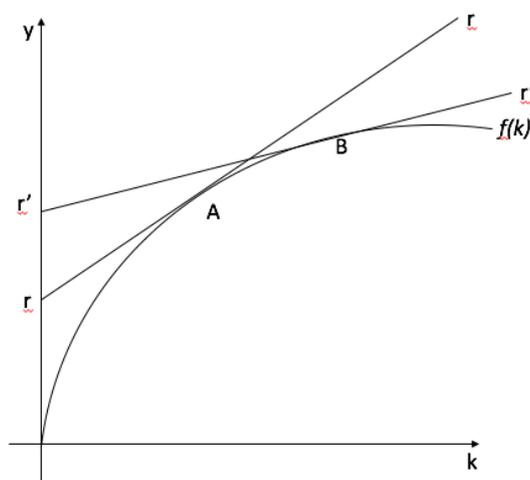


**Figura 2.4** Profitti dell'impresa in condizioni di certezza e incertezza dei prezzi.

È possibile constatare che quando il prezzo è più alto, l'impresa aumenta la quantità prodotta così da beneficiare del maggiore ricavo per unità di prodotto ed, in più, espande la sua produzione. Il secondo effetto è misurato dal triangolo più scuro più alto. Tuttavia, quando il prezzo è più basso, l'impresa ridurrà la produzione cosicché è in grado di contenere la riduzione del proprio profitto totale. Questo effetto è rappresentato dal triangolo scuro più basso. Per capire quale sia il regime migliore, bisognerebbe paragonare l'effetto positivo dell'incertezza dei prezzi sui profitti medi, con la maggiore incertezza relativa alla realizzazione di quei profitti. Quindi un profitto medio più elevato, accresce l'utilità dell'impresa, mentre la maggior incertezza su quei profitti, riduce l'utilità dell'impresa. Pertanto non è chiaro se il benessere diminuisce quando l'incertezza

<sup>18</sup> Paul de Grauwe, "Economia dell'unione monetaria", 2016.

del tasso di cambio aumenta, e, allo stesso tempo, non si può affermare con certezza che il benessere dell'impresa aumenta se si eliminano le monete nazionali e si introduce una moneta comune. Tale fenomeno è stato analizzato utilizzando il modello di crescita neoclassico e la sua estensione a situazione con economie di scala dinamica. Fu proprio la Commissione Europea nel 1990 a sostenere che l'eliminazione dei tassi di cambio costituisce un elemento di stimolo alla crescita economica<sup>19</sup>. Ciò che la Commissione ha analizzato lo troviamo nella figura 2.5. L'asse orizzontale mostra lo stock di capitale per lavoratore mentre l'asse verticale indica il PIL pro capite. La curva  $f(k)$  del modello di crescita neoclassico rappresenta la funzione di produzione, essa è concava proprio perché segue la legge dei rendimenti marginali decrescenti. L'equilibrio del modello si ha quando la produttività marginale del capitale è uguale al tasso d'interesse che i consumatori utilizzano per scontare il consumo futuro, cioè la retta  $rr$  è tangente alla funzione di produzione  $f(k)$  (punto A) (De Grauwe, 2016).



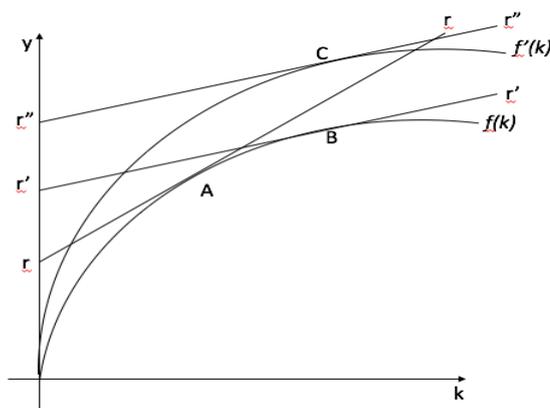
**Figura 2.5** *Il modello di crescita neoclassico.*

L'obiettivo di questo modello è capire gli effetti di un'unione monetaria. Si ipotizzi che l'eliminazione del rischio di cambio riduca il rischio sistemico<sup>20</sup>, con la conseguenza di

<sup>19</sup> L'analisi è spiegata nel rapporto "One Market, One Money" (De Grauwe, 2016).

<sup>20</sup> Il rischio sistemico è il rischio che l'insolvenza o il fallimento di uno o più intermediari determini generalizzati fenomeni d'insolvenza o fallimenti a catena di altri intermediari (Campobasso, 2012).

ridurre il tasso d'interesse reale. Dunque nel grafico la curva  $rr$  si sposta a  $rr_1$ , appiattendosi e spostando il punto di equilibrio nel punto B. L'economia, essendosi spostata dal punto A al punto B, vi sarà un'accumulazione di capitale e un aumento del tasso di crescita, cosicché nel nuovo equilibrio saranno aumentati sia il prodotto per lavoratore, sia lo shock di capitale a sua disposizione. Tuttavia, questo effetto è solo temporaneo, infatti il tasso di crescita del prodotto ritorna al suo livello iniziale, che è determinato dal tasso esogeno del cambiamento tecnologico e dal tasso di crescita della popolazione. A questo modello sono state aggiunte le economie di scala dinamiche. Si supponga che la produttività del capitale aumenti con l'aumento dello stock di capitale. Ciò determina più stock di capitale per lavoratore che può portare ad un incremento della produttività, dunque la curva  $f(k)$  si sposta verso l'alto, a  $f'(k)$  (figura 2.6). Tale fenomeno accade perché un minor tasso d'interesse consente all'economia di accumulare una maggior quantità di capitale, che, a sua volta, fa aumentare la produttività per lavoratore e spostare la curva verso l'alto. Dunque, l'economia si muoverà su un sentiero di crescita più alto (De Grauwe, 2016).

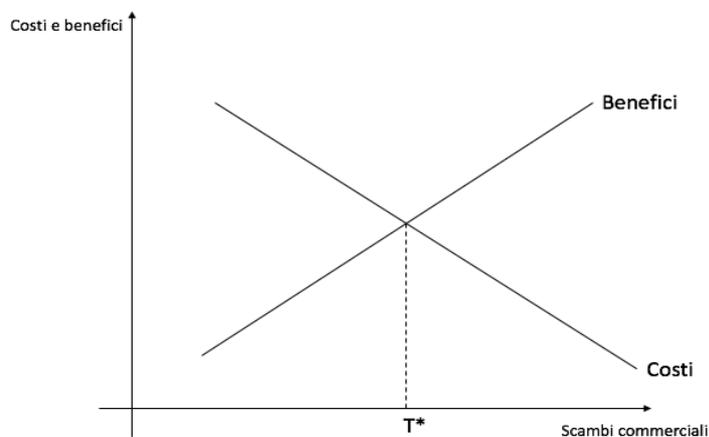


**Figura 2.6** *Crescita endogena del <<nuovo>> modello di crescita.*

### 2.3 Costi e benefici a confronto

Per poter confrontare contestualmente i costi ed i benefici derivanti da un'unione monetaria, è opportuno introdurre il grafico della figura 2.7. Il punto di intersezione della retta dei benefici con quella dei costi, determina il livello critico di apertura che rende conveniente per un Paese aderire a un'unione monetaria con i suoi partner commerciali:

a sinistra di questo punto, il Paese è in una posizione migliore se mantiene la propria moneta nazionale; a destra è invece in una posizione migliore se rinuncia alla propria moneta nazionale e la sostituisce con la moneta dei propri partner commerciali (De Grauwe, 2016).

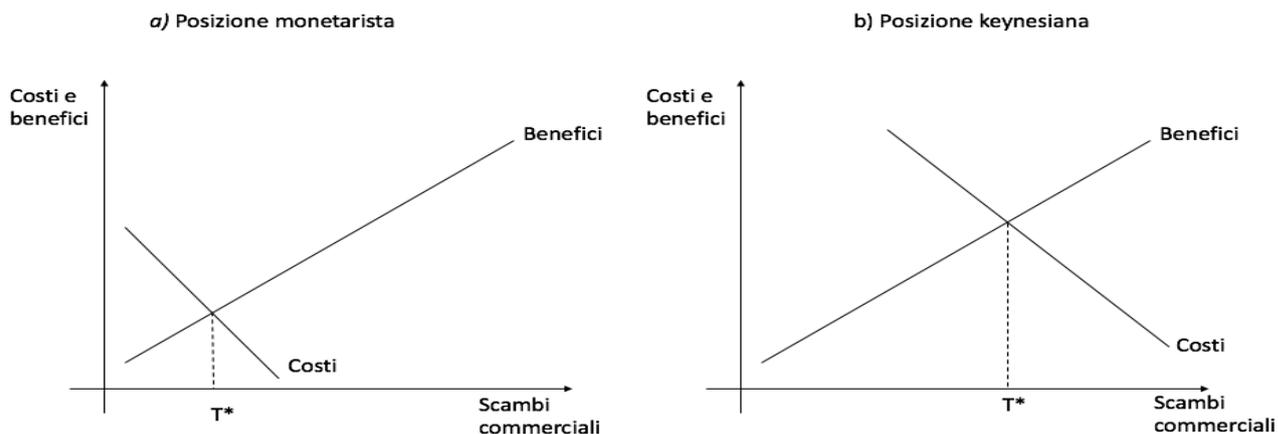


**Figura 2.7** *Costi e benefici di un'unione monetaria (% del PIL).*

Un'importanza fondamentale l'assumono la forma e la posizione delle due curve. Per quanto concerne la curva dei costi, la sua forma e posizione dipendono principalmente dall'opinione che si ha riguardo all'efficacia delle politiche monetarie. Dunque si possono avere due posizioni estreme:

- *Posizione monetarista*: in questo caso le variazioni del tasso di cambio sono inefficaci come strumento per correggere gli shock asimmetrici sia permanenti che temporanei. La posizione monetarista implica che la curva dei costi sia molto vicina all'origine (figura 2.8a). Il punto critico che rende conveniente costituire un'unione monetaria è vicino all'origine, perciò molti Paesi del mondo guadagnerebbero abbandonando le rispettive monete nazionali e partecipando ad un'unione monetaria.
- *Posizione monetarista*: secondo tale posizione i salari e i prezzi sono molto rigidi per cui le politiche monetarie e quelle relative al tasso di cambio sono strumenti

molto potenti per correggere gli shock asimmetrici (Mundell, 1961). In questa posizione la curva dei costi è molto lontana dall'origine (figura 2.8b) e di conseguenza saranno pochi i Paesi che preferiranno abbandonare la loro moneta nazionale per costituire un'unione monetaria. Ne consegue che molti grandi Paesi che oggi hanno una moneta unica, migliorerebbero la propria posizione economica se suddividessero il Paese in differenti aree monetarie<sup>21</sup>.

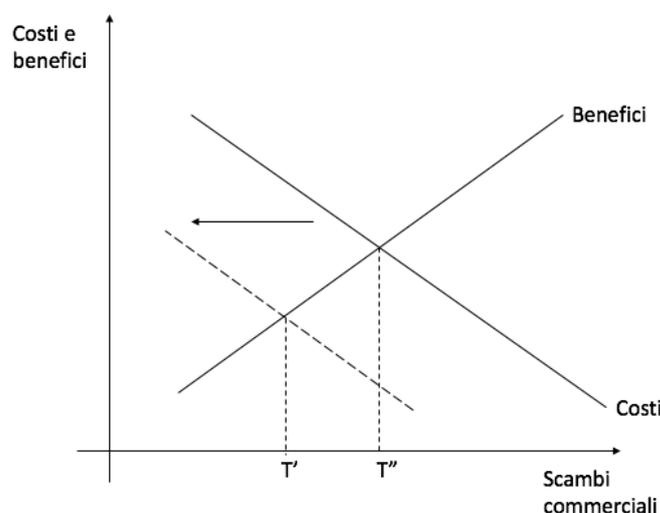


**Figura 2.8** Costi e benefici di un'unione monetaria secondo le due posizioni (% del PIL).

L'analisi dei costi e dei benefici è notevolmente influenzata dal grado di rigidità dei prezzi e dei salari. Avendo discusso in precedenza che nei Paesi in cui si verificano shock asimmetrici tali da richiedere cambiamenti dei prezzi relativi, fare uso del tasso di cambio potrebbe rivelarsi uno svantaggio perché rischia di rendere molto più difficile il percorso di aggiustamento successivo agli shock. Ne consegue che i prezzi e i salari se sono poco rigidi incorrono in costi minori se decidono di aderire ad un'unione monetaria. Come mostrato dalla figura 2.9, una diminuzione della rigidità dei prezzi e salari ha l'effetto di spostare la curva dei costi verso il basso. Di conseguenza il punto critico che rende vantaggiosa l'entrata in un'unione monetaria nazionale si abbassa. Cioè i Paesi

<sup>21</sup> Paul de Grauwe, "Economia dell'unione monetaria", 2016.

candidati ad entrate in un'unione monetaria aumentano. Analogamente, un aumento del grado di mobilità del lavoro sposta la curva dei costi verso sinistra e rende più attraente un'unione monetaria (De Grauwe, 2016).



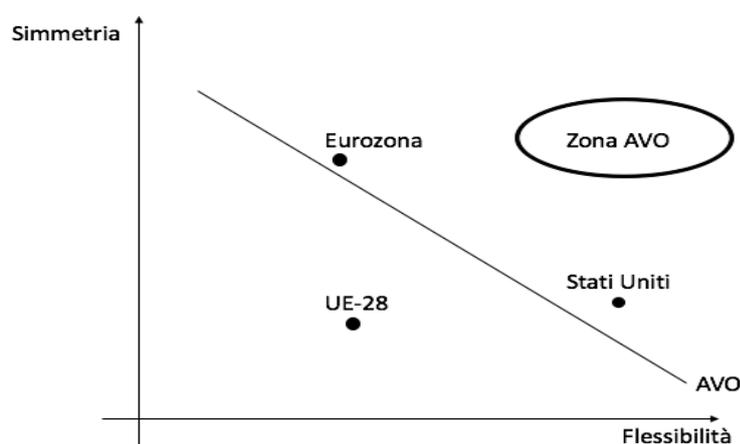
**Figura 2.9** *Costi e benefici con rigidità decrescenti.*

Per poter stabilire se un'unione monetaria sia desiderabile per un determinato Paese occorre tener conto non solo del grado di flessibilità del mercato del lavoro, sia salariale che della manodopera, ma anche della dimensione della frequenza degli shock asimmetrici a cui lo stesso Paese è esposto. Ciò significa che, i Paesi che subiscono shock da domanda e da offerta differenti, troveranno più costoso formare un'unione monetaria e dunque la curva di costo della figura 2.9 si sposta verso destra. Al fine di andare ad analizzare meglio la relazione che lega la flessibilità del mercato del lavoro e gli shock asimmetrici in un'unione monetaria, è opportuno andare ad introdurre nel prossimo paragrafo la "Teoria delle Aree Valutative Ottimali (AVO)" (De Grauwe, 2016).

#### **2.4 La "Teoria delle Aree Valutative Ottimali (AVO)"**

I costi e i benefici derivanti dalla costituzione di un'unione monetaria analizzati fin qui, costituiscono i pilastri principali dello studio portato avanti da Mundell, McKinnon e Kenen all'interno della "Teoria delle Aree Valutative Ottimali (AVO)".

L'idea di fondo della teoria AVO è che, i Paesi o le regioni caratterizzati da una forte asimmetria nella crescita del prodotto e dell'occupazione, se vogliono formare un'unione monetaria, evitando al tempo stesso aggiustamenti come quelli sopramenzionati, devono contare su un'elevata flessibilità dei mercati del lavoro. In altri termini, quanto minore è il grado di simmetria, tanto maggiore è il grado di flessibilità dei mercati del lavoro necessario per far funzionare senza tensione un'unione monetaria (De Grauwe, 1996). È possibile rappresentare la relazione tra simmetria e flessibilità attraverso il seguente grafico (Figura 2.10) (De Grauwe, 2016):



**Figura 2.10** *Flessibilità e simmetria del mercato del lavoro nelle unioni monetarie.*

Sull'asse delle ascisse troviamo la flessibilità dei mercati del lavoro nei Paesi, misurato dalla flessibilità salariale e dalla mobilità del lavoro stesso tra i Paesi. Mentre sull'asse delle ordinate è indicato il grado di simmetria fra i Paesi che sono candidati a formare un'unione monetaria, ed intendendo per simmetria, il grado della correlazione esistente tra i tassi di crescita del prodotto e dell'occupazione. Questa relazione tra flessibilità e simmetria è rappresentata dalla retta AVO, che mostra la combinazione minima tra simmetria e flessibilità, che i Paesi devono avere, affinché un'unione monetaria offra più benefici che costi. I Paesi e le regioni ubicate a sinistra della retta AVO, non hanno una flessibilità sufficiente, dato il livello di simmetria che fronteggiano. È probabile che questi

Paesi debbano sostenere forti costi di aggiustamento per assorbire gli shock asimmetrici. È chiaro che tali Paesi non possono formare un'AVO: farebbero bene quindi ad optare per politiche monetarie incentrate sulla flessibilità del tasso di cambio. Ciò non toglie che questi Paesi sono esenti dal formare un'unione monetaria, ma sicuramente l'economia ne risentirà negativamente per questa decisione. Invece i Paesi a destra della retta AVO sono caratterizzati da una forte flessibilità, dato il livello di simmetria che fronteggiano. Ciò vuol dire che riusciranno ad adeguarsi agli shock asimmetrici senza dover sostenere forti costi di aggiustamento. Dunque per questi Paesi i benefici derivanti dalla costituzione di un'unione monetaria superano i costi connessi, perciò essi formano un'area valutaria ottimale. Nel grafico, l'Unione Europea, a seguito di alcuni studi empirici<sup>22</sup>, è stata collocata a sinistra della retta AVO giungendo alla conclusione che l'UE non sia un'area valutativa ottimale. Infatti per un buon numero di Paesi i costi economici di un'unione monetaria sarebbero maggiori dei benefici. Gli economisti che arrivarono a questo risultato, pur essendo estremamente concordi nel ritenere che l'UE-28 non dovrebbe formare un'unione monetaria, gli stessi sono altrettanto fermamente convinti che esista un sottoinsieme di Paesi della UE che costituiscono un'area valutativa ottimale. Questi Paesi che dovrebbero formare un'unione monetaria ottimale sono: la Germania, i Paesi del Benelux, l'Austria e la Francia. Tuttavia, questa conclusione ha subito diverse critiche sul fatto che l'area dovrebbe essere estesa ad altrettanti Paesi dell'Unione. Economisti come Melitz (1995), Canzoneri, Vallès e Vinals (1996) hanno rivelato che nella maggioranza dei Paesi dell'Unione Europea, le politiche monetarie sono inefficaci a modificare le variabili reali, quali il livello del prodotto e l'occupazione. Così, anche se questi Paesi sono investiti da shock asimmetrici, i loro strumenti di politica monetaria nazionale non possono essere utilizzati per fronteggiarli in maniera efficace. Di conseguenza la perdita di sovranità di questi strumenti di politica economica non dovrebbe risultare molto onerosa per la maggior parte dei Paesi membri dell'UE. Alla luce di ciò, ci chiediamo a questo punto, dove dovrebbe essere collocata l'area dell'Eurozona composta dai 19 Paesi che hanno aderito all'adozione della moneta comune. Tale gruppo, nel grafico, viene collocato al di sopra della retta AVO, ma molti

---

<sup>22</sup> Tali studi vennero condotti da: Eichengreen 1990; Neumann e von Hagen 1991; Bayoumi e Eichengreen 1993-1997; De Grauwe e Heens 1993; De Grauwe e Vanhaverbeke 1990; Beine e Candelon e Sekkat 2003.

economisti dissentirebbero e collocherebbero l'Eurozona al di sotto della retta AVO<sup>23</sup>. A sostegno di quest'ultima posizione, vi è il fatto che la recente crisi dell'Eurozona depone a favore della tesi che la stessa non sia un'AVO. Proprio perché vi sono molte difficoltà che si incontrano nel momento in cui bisogna quantificare i costi di un'unione monetaria, è difficile ottenere dei risultati ben definiti, e molto spesso i risultati a cui si giunge hanno una percentuale di soggettività. Nel grafico, gli Stati Uniti sono stati collocati al di sopra della retta AVO. Nonostante vi è dell'incertezza sul fatto che gli Stati Uniti costituiscano un'area ottimale, sicuramente si è molto meno incerti in merito alla loro posizione rispetto all'UE. Rispetto all'asse verticale, gli Stati Uniti sono quasi in linea con UE-28; quest'aspetto mira a cogliere il fatto che il grado di simmetria fra le regioni statunitensi non differisce di molto da quello dell'Unione Europea. Invece la differenza tra i due Paesi risiede nel grado di flessibilità dei rispettivi mercati del lavoro: è evidente che molti cittadini statunitensi sono maggiormente disposti a spostarsi di Stato in Stato per ragioni lavorative, lo stesso non si può dire dell'Europa (De Grauwe, 2016).

Appurato che l'Unione Europea non è un'area valutativa ottimale, la sfida che la stessa deve affrontare è quella di entrare nell'area AVO, ossia di rendere meno costosa l'unione monetaria. Per fare ciò vi sono essenzialmente due strategie (De Grauwe, 2016):

- Ridurre il grado di asimmetria degli shock e specularmente aumentare la simmetria;
- Accrescere il grado di flessibilità del mercato del lavoro<sup>24</sup>.

La difficoltà nella prima strategia risiede nel fatto che il grado di asimmetria dipende in buona parte da fattori poco influenzabili dai responsabili della politica monetaria. Tuttavia, vi è un campo in cui i *policy-maker* possono intervenire, ed è quello dell'unificazione politica. Infatti attraverso un coordinamento delle politiche economiche si potrebbe ridurre il grado di asimmetria degli shock. L'altra strategia per spostare l'UE nella zona AVO consiste nell'aumentare il grado di flessibilità dei mercati del lavoro con

---

<sup>23</sup> Gli economisti che non sono d'accordo con la posizione di De Grauwe sono: Milton Friedman e Martin Feldstein i quali collocherebbero l'Eurozona al di sotto della retta AVO (De Grauwe, 2016).

<sup>24</sup> Paul de Grauwe, "Economia dell'unione monetaria", 2016.

riguardo ai salari reali e/o alla mobilità del lavoro. Questa strategia implicherebbe una riforma delle istituzioni del mercato del lavoro la quale è però di difficile attuazione in quanto si dovrebbero coinvolgere tutti i Paesi dell'UE (De Grauwe, 2016).

Per quanto discusso finora, è possibile affermare con certezza che l'Unione Europea è improbabile che costituisca un'AVO. Infatti, non tutti i Paesi dell'UE nutrono lo stesso interesse ad abbandonare le proprie monete nazionali per aderire all'UEM. Inoltre, l'analisi dei costi e benefici analizzati in questo capitolo implica che un'unione monetaria, in Europa, può soddisfare meglio gli interessi economici dei diversi Paesi membri se può procedere a velocità diverse: se cioè alcuni Paesi, convinti che oggi non sia nel loro interesse aderire all'unione, avranno la possibilità di aspettare prima di fare questo passo. In aggiunta anche per i Paesi che risulterebbero beneficiari netti della partecipazione all'UEM, l'aderirvi comporta qualche rischio. Questo deriva dal fatto che, in presenza di shock di una certa ampiezza essi faranno più fatica a procedere agli aggiustamenti, vista la rinuncia alla sovranità monetaria. Sicuramente, però, la moneta comune può essere il primo passo verso un'unione politica che i Paesi decidono di formare, per poter ambire a diventare un'unione completa<sup>25</sup> (De Grauwe, 2016).

## **2.5 Il problema delle unioni monetarie incomplete**

Nei paragrafi precedenti è stato discusso il fatto che un'unione monetaria può essere molto fragile nel momento in cui è investita da shock asimmetrici; infatti i suoi Stati membri devono affrontare difficili problemi di aggiustamento. Poiché, solitamente, gli shock asimmetrici da domanda fanno crescere il deficit di bilancio in questi Paesi, i mercati finanziari possono provocare una crisi di liquidità forzata in questi Paesi, amplificando così gli shock asimmetrici. Tuttavia esiste un meccanismo, composto da due elementi, in grado di attenuare questi problemi e, di conseguenza, ridurre i costi di un'unione monetaria. Il primo riguarda il ruolo della banca centrale comune nell'evitare crisi di liquidità. Il secondo consiste nel centralizzare una porzione significativa dei bilanci nazionali in un bilancio comune a tutta l'unione. La centralizzazione dei bilanci

---

<sup>25</sup> Un'unione si dice essere completa nel momento in cui l'unione monetaria è accompagnata anche da un'unione di bilancio (De Grauwe, 2016).

nazionali porta ad avere un'unione monetaria insieme ad un'unione di bilancio. Quest'ultima ha due funzioni (De Grauwe, 2016)

1. Creare un meccanismo assicurativo che innesca trasferimenti di reddito dal Paese in condizioni di prosperità verso quelli che si trovano in difficoltà. Così facendo, l'unione di bilancio riduce i disagi dei Paesi colpiti da uno shock negativo;
2. Consentire di consolidare una parte significativa dei debiti pubblici nazionali, proteggendo così i Paesi membri da crisi di liquidità e da insolvenze forzate<sup>26</sup>.

Per quanto concerne il primo aspetto, il problema principale è, come tutti gli altri sistemi assicurativi, quello di dare frequentemente adito ad azzardo morale<sup>27</sup>. Questa caratteristica diviene evidente se si considera come l'unione di bilancio opera all'interno dei singoli Paesi. Si pensi alla stessa Italia, in cui il bilancio nazionale trasferisce automaticamente reddito dalle regioni che crescono rapidamente a quelle in cui la crescita è più lenta. Questi trasferimenti tendono a ridurre le pressioni per l'attuazione di aggiustamenti regionali, con il risultato di rendere permanenti i trasferimenti. L'utilizzo di schemi a livello europeo sarebbe certamente problematico. Potrebbe portare ad una situazione in cui il bilancio centralizzato indurrebbe ampi e permanenti trasferimenti di reddito da taluni Paesi ad altri, il che susciterebbe una forte resistenza da parte dei Paesi i cui redditi verrebbero trasferiti altrove. Spostandoci adesso sul secondo aspetto, cioè l'unione di bilancio come meccanismo protettivo, si è visto che quei Paesi, in cui mantengono il loro bilancio indipendente, sono molto fragili. Infatti, in questo caso, i governi nazionali emettono strumenti di debito in una moneta sulla quale non hanno alcun controllo. Ciò, come visto in precedenza, rende i governi vulnerabili da ondate di sfiducia, che possono portare a crisi di liquidità e insolvenze forzate. Dunque un'unione di bilancio può risolvere questo problema, in quanto anche i debiti pubblici nazionali sarebbero centralizzati nel debito pubblico dell'unione. Come risultato il governo dell'unione diviene a tutti gli effetti un "governo indipendente", ossia emette strumenti di debito in

---

<sup>26</sup> Paul de Grauwe, "Economia dell'unione monetaria", 2016.

<sup>27</sup> L'azzardo morale (*moral hazard*) è il rischio che può sopravvenire in una situazione *ex-post* alla erogazione di un finanziamento e deriva dal comportamento scorretto nell'utilizzare i prestiti erogati per attività più rischiose rispetto a quelle dichiarate (Bankpedia, 2009).

una moneta della quale ha il pieno controllo. Di conseguenza il governo dell'unione non si troverà ad affrontare crisi di liquidità. Purtroppo, l'Unione Europea<sup>28</sup> possiede ben poche prospettive per formare una simile unione di bilancio e dunque, centralizzare i propri bilanci nazionali a livello europeo nel futuro prevedibile. Infatti tale centralizzazione richiederebbe un grado molto elevato di unificazione politica; richiederebbe un consistente trasferimento di sovranità nazionale ad un governo e un parlamento europei in materia di tassazione e di spesa. Di fatto, in Europa manca la volontà di procedere in questa direzione. Ne consegue che i meccanismi di assicurazione e protezione derivanti dalla centralizzazione del bilancio non sono disponibili nell'Unione monetaria europea. Dalla discussione precedente discende che un'unione monetaria senza un'unione di bilancio<sup>29</sup> funziona in maniera diversa da un'unione monetaria che sia accoppiata a un'unione di bilancio<sup>30</sup>. L'Eurozona, come anticipato, è a tutti gli effetti un'unione monetaria incompleta, proprio perché non possiede un'unione di bilancio. Vi è poi una sola autorità monetaria, la BCE, e molte autorità nazionali indipendenti, ciascuna delle quali controlla il proprio bilancio ed emette i propri strumenti di debito. Il tratto saliente di questo assetto è che i governi nazionali emettono i propri titoli di debito nella moneta comune, l'euro, e questa è una moneta nella quale nessun governo nazionale possiede il controllo diretto. Un simile contesto può darsi equilibri monetari multipli. Al fine di cogliere meglio questo aspetto, è opportuno introdurre il seguente modello, analizzato da Paul De Grauwe, che si basa su due ipotesi principali (De Grauwe, 2016):

- L'inadempienza sul debito sovrano ha costi e benefici il cui calcolo orienta il comportamento del governo;
- Gli investitori tengono conto di questo calcolo del governo<sup>31</sup>.

Supponiamo poi che ci sia un shock di solvibilità determinato da una recessione o una perdita di competitività che provoca un diminuzione delle entrate pubbliche: più elevato è lo shock, maggiore è la perdita di solvibilità (figura 2.11) (De Grauwe, 2016):

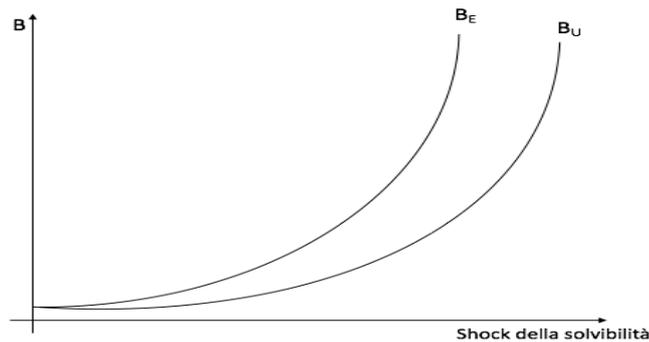
---

<sup>28</sup> Una prova tangibile è data dal fatto che il bilancio dell'UE ammonta all'1,1% del suo PIL, mentre di regola i bilanci nazionali assorbono dal 40% al 50% dei rispettivi PIL.

<sup>29</sup> Unione monetaria incompleta.

<sup>30</sup> Unione monetaria completa.

<sup>31</sup> Paul de Grauwe, "Economia dell'unione monetaria", 2016.

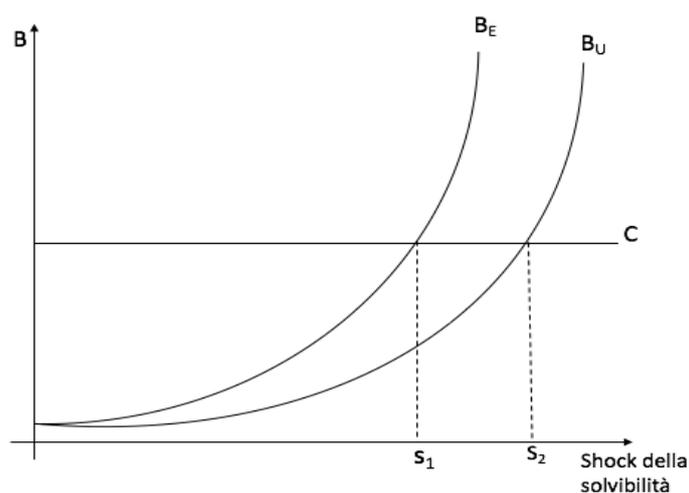


**Figura 2.11** *I benefici (B) dell'indipendenza dopo uno shock della solvibilità.*

Sull'asse delle x è indicato lo shock della solvibilità, mentre sull'asse delle y il beneficio ottenibile dall'inadempienza, ovvero la possibilità per il governo di ridurre il carico complessivo degli interessi sul debito in essere. Come risultato dopo l'insolvenza, lo Stato può applicare una dose minore di misure di austerità, dovrà cioè ridurre la spesa e/o aumentare le tasse in misura inferiore a quanto avrebbe fatto se non si fosse dichiarato insolvente. Poiché l'austerità ha un costo, evitando di pagarlo, il governo trae un vantaggio dall'inadempienza. Dal grafico è possibile notare che vi sono due curve dei benefici:  $B_U$  indica il beneficio di un'inadempienza che gli investitori non si aspettano;  $B_E$  è il beneficio di un'inadempienza che gli investitori si aspettano. La curva  $B_U$ <sup>32</sup> è inclinata verso l'alto, perché il beneficio che il governo trae dall'inadempienza aumenta con la forza dello shock della solvibilità, per il motivo che quando lo shock è forte, il calo del gettito fiscale è ampio, e il costo da pagare per le imposizioni delle misure di austerità è elevato. In tal caso, l'inadempienza diviene più allettante per i governanti. La curva  $B_E$  giace invece al di sopra della curva  $B_U$ , perché, quando gli investitori si aspettano l'insolvenza, vendono titoli di stato, determinando poi l'innalzamento del tasso d'interesse. L'aumento del tasso d'interesse sui titoli di Stato provoca a sua volta un aumento del disavanzo del deficit di bilancio, che richiede l'intensificazione del programma di austerità consistenti in tagli alla spesa e aumento delle imposte.

<sup>32</sup> La posizione e la pendenza della curva sono influenzati da: il livello iniziale del debito, l'efficienza del Sistema tributario, l'entità del debito estero (De Grauwe, 2016).

L'inadempienza diventa dunque più attraente. Per ogni shock della solvibilità, ora i benefici dell'inadempienza saranno più elevati di quanto lo fossero quando l'inadempienza non era attesa. Tuttavia, l'inadempienza ha anche un costo derivante dal fatto che, nel momento in cui il governo è inadempiente, subisce anche una perdita di reputazione, la quale rende difficile per il governo ottenere dei prestiti in futuro. A questo punto, per poter andare a rintracciare i molteplici equilibri possibili, ai quali il governo può ambire, bisogna introdurre nel grafico i costi fissi, in modo tale da poterli confrontare con i benefici (figura 2.12) (De Grauwe, 2016).



**Figura 2.12** *Costi e benefici di un'insolvenza dopo uno shock della solvibilità.*

Dal grafico è possibile distinguere tre livelli di shock della solvibilità<sup>33</sup>:

1. *Shock debole* ( $S < S_1$ ): Per questo shock debole il costo di un'inadempienza è sempre maggiore dei benefici, indipendentemente dal fatto che l'inadempienza sia attesa o inattesa. L'equilibrio sarà basato sulla non inadempienza perché il governo scarterà l'inadempienza. In tal caso gli investitori saranno propensi a

<sup>33</sup> Paul de Grauwe, "Economia dell'unione monetaria", 2016.

- coprire il buco del gettito fiscale acquistando titoli di stato. Non vi sarà alcuna carenza di liquidità;
2. *Shock forte* ( $S > S_2$ ): In questo caso il costo dell'inadempienza è sempre minore dei benefici. L'equilibrio sarà rappresentato dall'inadempienza in quanto scelta dal governo e di conseguenza lo stesso non troverà il denaro per finanziare il deficit di bilancio;
  3. *Shock intermedio* ( $S_1 < S < S_2$ ): Tale shock rappresenta una zona di indeterminatezza, dove sono cioè possibili due equilibri. Per capire quale dei due prevarrà, dipende soltanto dalle aspettative degli investitori. L'inadempienza si verificherà se essi se l'aspettano, non si verificherà in caso contrario<sup>34</sup>;

Dunque, per ridurre la fragilità delle unioni monetarie incomplete nel momento in cui si verificano tali shock, è possibile ricorrere a tre alternative:

1. *Accrescere il costo dell'inadempienza*, facendo sì che la curva dei costi fissi si sposti verso l'alto in modo tale da spostare verso destra la zona dei timori suscettibili di auto-avverarsi,
2. *Affidare il ruolo di <<prestatore di ultima istanza alla BCE>>*<sup>35</sup>, cioè la BCE è autorizzata a fornire la liquidità che necessita un determinato Paese membro al relativo mercato dei titoli di Stato;
3. *Consolidare tutti o debiti nazionali in un unico debito comune*, il che significherebbe dar vita ad un'unione di bilancio. In tal modo si elimina quella fragilità fondamentale che caratterizza le unioni monetarie incomplete<sup>36</sup>.

In realtà il primo e il secondo punto fanno già parte di un pacchetto di misure che è necessario per rendere sostenibile un'unione monetaria incompleta quale l'Eurozona. Piuttosto il consolidamento del bilancio è necessario per rendere l'Eurozona robusta nel lungo periodo. La chiave per riuscirci è consolidare parte dei bilanci e dei debiti pubblici nazionali in un unico componente centrale. Le ragioni per cui rendono necessaria questa

---

<sup>34</sup> Paul de Grauwe, "Economia dell'unione monetaria", 2016.

<sup>35</sup> Ciò equivale a fare della BCE una banca centrale sulla scorta del modello della Federal Reserve o della Banca d'Inghilterra (De Grauwe, 2016).

<sup>36</sup> Paul de Grauwe, "Economia dell'unione monetaria", 2016.

scelta sono principalmente che, un simile consolidamento, crea un'autorità fiscale comune che può emettere strumenti di debito in una moneta che è sotto il suo controllo. In questo modo l'autorità fiscale protegge gli Stati membri dal rischio di venire forzati all'inadempienza da parte dei mercati finanziari. Inoltre, centralizzando i bilanci nazionali in un bilancio centrale, si può organizzare un meccanismo di trasferimenti automatici in modo tale da assicurare il trasferimento di risorse al Paese investito da uno shock economico negativo. È chiaro che per realizzare tutto ciò ci deve essere un elevato grado di unione politica, cioè i Paesi membri dovrebbero essere disposti a trasferire sovranità in materia di tassazione e spese a istituzioni europee (De Grauwe, 2016).

Benché giusta, l'affermazione che <<un'unione monetaria dovrebbe essere incorporata ad un'unione politica>> in realtà non è esauriente. Naturalmente, se l'Eurozona fosse incorporata in una federazione di Stati Uniti d'Europa, la sua fragilità forse scomparirebbe. È però chiaro che, in questo momento storico, manca una variabile profonda necessaria per realizzare una piena unione politica. Questa variabile profonda è costituita da un forte sentimento collettivo di appartenenza alla stessa unione, unita da un fine comune (Baldwin & Wyplosz, 2015)<sup>37</sup>.

Si ricordi l'unione monetaria tedesca fra Germania Ovest e Germania Est, creata nel 1990 dopo un periodo di transizione di appena sei mesi dall'unificazione dei due Paesi, tale unione presentava una sostanziale differenza rispetto all'UEM. L'unione monetaria tedesca era parte di un'unione politica più vasta. Il primo luglio del 1990, l'unione monetaria tedesca fu istituita insieme all'unificazione di tutti gli strumenti macroeconomici importanti (politiche di bilancio, sistema previdenziale, sistema di trasferimenti, contrattazione salariale, normative ambientali). Senza dubbio un'unione politica così ampia fu determinata da una forte consapevolezza di un fine comune e dal senso di appartenenza alla stessa nazione (Baldwin & Wyplosz, 2015). In un certo senso si può dire che questa consapevolezza di un fine nazionale comune fu la <<variabile profonda>> che rese possibile la creazione dell'unione monetaria e politica in Germania. In altri termini le unioni, monetarie e politiche, erano variabili endogene

---

<sup>37</sup> Paul de Grauwe, "Economia dell'unione monetaria", 2016.

trainate da una forza comune. L'esistenza di questa variabile <<profonda>> rese inconcepibile l'idea che la Germania desse inizio a un'unione monetaria senza avere un bilancio centralizzato, capace di effettuare grandi trasferimenti fra le regioni, o senza disporre di un sistema unificato di previdenza sociale. A livello europeo questa variabile profonda è poco sviluppata. È questa debolezza della variabile profonda che rende così difficile progredire verso l'unione politica in Europa. La debolezza della variabile profonda spiega anche perché l'Europa sia partita dall'unione monetaria. Quest'ultima può essere considerata la parte facile del cammino verso la creazione dell'unione politica. Ma al tempo stesso mette a repentaglio l'intero processo. Se manca il senso di un fine comune, si può fondatamente dubitare della possibilità di progredire ulteriormente verso un'unione politica. Inoltre, se non si compiono ulteriori passi verso un'unione politica, anche quella monetaria rimarrà una costruzione fragile. È indubbio che l'allargamento indebolirà il senso di un fine comune. La variabile profonda che governa la dinamica della creazione dell'unione politica può dunque divenire più debole di quanto già lo sia. Il successo dell'Eurozona nel lungo periodo dipenderà dalla continuazione del processo di unificazione politica. L'unificazione politica è necessaria per ridurre la possibilità del verificarsi di shock asimmetrici, per ridurre la fragilità strutturale dell'unione, in cui i governi emettono i propri strumenti di debito in una moneta che non controllano, e per incorporare l'Eurozona in un sistema più ampio di saldi legami politici, necessari per far fronte agli inevitabili movimenti economici divergenti, che si manifestano in seno alla stessa Eurozona. In conclusione, l'unificazione politica è necessaria perché l'Eurozona ha indebolito drasticamente il potere e la legittimazione degli stati-nazione senza creare una nazione a livello europeo. A lungo andare questo stato di cose potrebbe divenire insostenibile (De Grauwe, 2016).

## **Capitolo 3. La crisi e l'integrazione dei mercati**

In quest' ultimo capitolo esaminerò gli effetti della crisi - del 2008 e la crisi del debito sovrano del 2011- che si sono determinati nell'Eurozona e negli Stati Uniti. Procederò poi la mia analisi analizzando quanto le due ondate di crisi abbiano impattato sull'integrazione dei mercati.

Con l'adozione dell'euro, ci si aspettò una più profonda integrazione tra i mercati finanziari dell'Europa, assicurando sia ai soggetti in surplus di fondi, sia ai soggetti in deficit di fondi, il trasferimento di risorse con migliori opportunità a condizioni più vantaggiose. Più in generale, gli affari del commercio internazionale, avrebbero ridotto quei costi sostanziali relativi al cambio delle monete nazionale all'interno dell'Eurozona. Tutto ciò fu prima della crisi dei debiti sovrani, la quale provocò non poche difficoltà all'UEM. Tuttavia negli ultimi anni l'Eurozona ha cercato, pian piano, di uscire dalla crisi che ha scombussolato notevolmente l'assetto politico-finanziario. Così, l'euro ha cominciato a riaffermarsi nei mercati internazionali, lasciando spazio all'idea che in un prossimo futuro tale moneta possa aumentare il numero di transazioni internazionali come il dollaro, se non addirittura superarlo (Baldwin & Wyplosz, 2015).

Infine, a conclusione dell'elaborato, discuterò circa la possibilità del superamento della supremazia dell'euro contro il dollaro.

### **3.1 La reazione degli USA e dell'Eurozona dopo la crisi**

L'Eurozona non fece neanche in tempo a celebrare il suo decimo anno di vita, quando la crisi finanziaria dei mutui subprime del 2007, che coinvolse l'intero sistema finanziario, si trasformò nella crisi da debito sovrano in diversi Stati europei. Infatti, tale crisi, non ha soltanto deturpato i primi risultati della moneta unica, ma ha anche rivelato profondi difetti relativi alla realizzazione dell'Eurozona (Baldwin & Wyplosz, 2015).

Prima di procedere nell'analisi della crisi dell'Eurozona e come si sono poi risollevate le due principali valute dopo questi anni di depressione, andiamo ad introdurre brevemente le radici della crisi finanziaria.

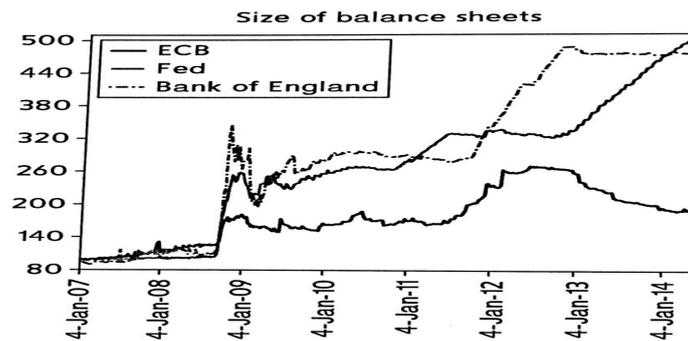
La causa principale della crisi va ricercata principalmente nell'erogazione dei mutui ad un ampio numero di cittadini statunitensi. Infatti le autorità americane, desiderosi di

incoraggiare il cosiddetto “sogno americano”<sup>38</sup>, adottarono una serie di misure che resero possibile l’erogazione di mutui a lunga scadenza anche a soggetti poco solvibili. Ciò comportò un rischio non indifferente che si accollarono le banche stesse: infatti le banche incorsero nel cosiddetto rischio di credito, e cioè nella possibilità che la controparte potesse fallire, divenendo non più in grado di restituire i soldi prestati inizialmente dalla banca insieme agli interessi che crescevano sempre di più. Non avendo denaro a disposizione le banche incorsero anche nel rischio di liquidità e cioè nell’impossibilità di pagare le passività. Tutto questo meccanismo divenne reale e portò al fallimento di una delle più importanti banche statunitensi (*Lehman & Brothers*). Il fatto che il collasso dei prezzi delle case si tradusse poi in una crisi finanziaria, dipese dall’elevato numero di banche che partecipò al “*subprime game*”. Tali banche (principalmente statunitensi, inglesi, francesi, olandesi, belghe e tedesche) dovettero fronteggiare pesanti perdite e divennero molto fragili. Le banche, speranzose di superare lo shock, si sforzarono di nascondere la loro situazione nei confronti delle altre banche. Potettero fare ciò perché i loro “titoli tossici”<sup>39</sup> divennero di proprietà di sussidiarie, le quali di fatto non erano vere e proprie banche e quindi non erano soggette alla regolamentazione. Quando questo sistema iniziò ad essere utilizzato, non più da una, ma da tutte le banche come modo per rivendicare la loro solvibilità finanziaria, il sistema finanziario cedette. In tale contesto, le banche centrali di vari Paesi si adoperarono per cercare di supportare il sistema bancario. Infatti, le banche centrali iniziarono a comprare i titoli tossici derivanti dai mutui immobiliari e allo stesso tempo sperimentarono varie azioni di salvataggio. Così, l’Amministrazione americana avviò una serie di riforme e misure in larga scala che riguardarono principalmente le piccole imprese, mercato immobiliare e i mercati finanziari. Ma il provvedimento più importante fu il TARP (*Troubled Asset Relief Program*) mirato alla regolamentazione del settore bancario. Tale sistema ha aiutato a ripristinare il sistema finanziario statunitense attraverso la fornitura di capitale a circa 700 istituti di credito cosicché questi potessero comunque supportare l’economia a livello locale mediante l’erogazione di prestiti e investimenti. Dopo qualche mese, la Federal Reserve raddoppiò il suo stato patrimoniale e la BCE lo aumentò più del 50% (Baldwin & Wyplosz, 2015).

---

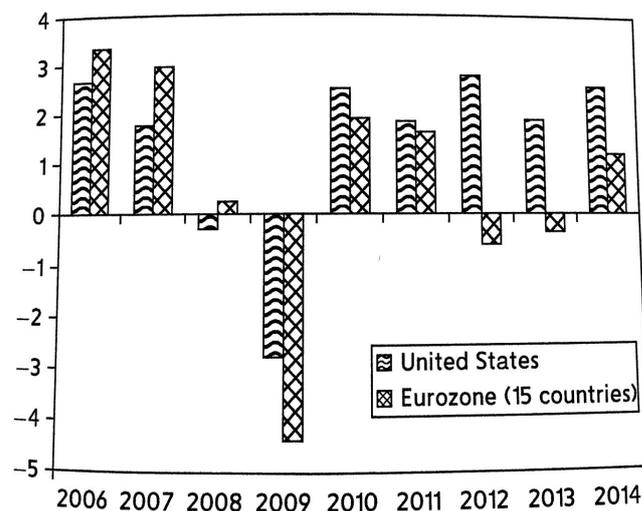
<sup>38</sup> Con il termine sogno Americano si indica la possibilità per l’individuo di poter divenire a tutti gli effetti proprietario di casa.

<sup>39</sup> Sono titoli la cui valutazione non è reale.



**Figura 3.1** *Crescita dello Stato Patrimoniale.*

Se l'obiettivo era quello di ripristinare una crescita positiva, nel 2010 l'andamento del PIL stava andando in quella direzione. Sicuramente la recessione era stata profonda ma relativamente breve rispetto alle stime iniziali (Baldwin & Wyplosz, 2015).



**Figura 3.2** *La crescita del PIL tra Stati Uniti ed Eurozona.*

Tuttavia, mentre negli Stati Uniti si stava registrando una crescita economica, l'Eurozona intraprese un altro periodo di decrescita.

Infatti, nel 2011 in alcuni Paesi europei e in altri Paesi la crisi dei debiti sovrani. Anche questa crisi, come quella del 2007 è stata una crisi di tipo finanziario, connessa alla notevole mobilità dei capitali e alla speculazione, ma a differenza della precedente ha riguardato principalmente il settore pubblico e nello specifico il finanziamento del debito degli stati sovrani. La crisi di un debito sovrano consiste in un rialzo eccessivo dei tassi di interesse sui titoli di stato che vengono periodicamente messi all'asta per finanziare il rinnovo e la crescita del debito pubblico. Lo Stato per riuscire a vendere i propri titoli di debito può essere costretto ad alzare il tasso di interesse, tuttavia un tasso d'interesse troppo alto in presenza di una grande quantità di debito può minare la capacità dello Stato di far fronte al pagamento del debito<sup>40</sup>.

Quel che accadde fu che una crescita negativa, che coinvolse in particolar modo la Grecia, l'Italia, la Spagna e l'Irlanda.

Per quanto concerne il caso della Grecia, nel 2009, il governo ha dato il via alla crisi annunciando che il suo deficit di bilancio sarebbe stato del 12,9% del PIL, che è più di quattro volte il limite del 3% imposto dall'UE. Le agenzie di rating Fitch, Moody's e Standard & Poor hanno subito tagliato il rating della Grecia, spaventando gli investitori e aumentando il costo dei prestiti futuri. Il tutto ha reso sempre più difficile che la Grecia potesse trovare i fondi per rimborsare i suoi titoli di Stato. Nel 2010, la Grecia ha annunciato un pacchetto di austerità per abbassare il deficit al 3 per cento del PIL in due anni, progettato per rassicurare le agenzie e i mercati. Appena quattro mesi dopo, la Grecia ha avvertito che sarebbe andata in default lo stesso. L'UE e il FMI hanno fornito 240 miliardi di euro in fondi di emergenza in cambio di ulteriori misure di austerità. Questo ha dato alla Grecia abbastanza soldi solo per pagare gli interessi sul proprio debito già esistente e mantenere le banche capitalizzate. Le misure di austerità hanno rallentato ulteriormente l'economia greca riducendo le entrate fiscali necessarie per ripagare il debito. La disoccupazione è salita al 25% e numerose rivolte sono esplose per le strade. Il sistema politico greco è entrato in un periodo di profonda crisi (Provenzani, 2017).

---

<sup>40</sup> Fonte: <https://politicasemplice.it/politica-italiana/crisi-economica-italiana-2008-2014>

In Italia quando si registrò una scarsa crescita del PIL, l'enorme stock di debito pubblico di nuovo in crescita a partire dal 2008, la scarsa credibilità del Governo e del sistema politico indussero gli investitori internazionali a dubitare della solidità del bilancio pubblico italiano e, quindi, ad acquistare i titoli di debito italiani solamente a condizione che i relativi tassi d'interesse fossero abbastanza alti da compensare l'aumentato rischio. La crisi del debito italiano divenne evidente nel mese di Giugno 2011, subito dopo che Grecia e Irlanda ormai ad un passo dal default avevano chiesto aiuto all'Europa, ed andò via via peggiorando. Lo "spread", cioè il differenziale di rendimento fra titoli di stato italiani e quelli tedeschi presi come riferimento, cominciò a crescere di mese per mese arrivando a superare i 500 punti nel mese di Novembre. Poco prima, a Settembre, l'agenzia internazionale di valutazione dei rischi finanziari Standard & Poor's aveva abbassato il rating sui titoli del debito pubblico italiano. La crescita dello spread mise in enorme difficoltà il sistema bancario italiano che stava già fronteggiando crescenti sofferenze negli impieghi del settore privato (cioè le perdite dovute a prestiti e affidamenti erogati ad imprese andate in crisi a causa della diminuzione della domanda di beni e servizi). Le banche italiane, che avevano in portafoglio una enorme quantità di buoni del tesoro - il 60% del portafoglio titoli delle cinque maggiori banche italiane era composto da BOT - videro compromessi i propri bilanci a causa del virtuale congelamento del mercato delle obbligazioni bancarie, dovuto alla perdita di valore dei titoli (perdita in conto capitale che si determina sui titoli precedentemente emessi ad un tasso d'interesse più basso rispetto al tasso d'interesse delle nuove emissioni). Inoltre, la situazione delle banche venne aggravata da una crisi di fiducia generalizzata che provocò il ribasso delle borse europee ed in particolare della Borsa di Milano, dove i titoli bancari registrarono perdite spaventose. Così la maggior parte delle banche italiane si ritrovò sottocapitalizzata ed a rischio liquidità, tanto che nel mese di Dicembre l'Autorità Bancaria Europea (EBA) ammonì l'Italia sulla necessità di una urgente ricapitalizzazione del suo sistema bancario. Le difficoltà del sistema bancario produssero già a partire dall'estate del 2011 una stretta del credito (*credit crunch*), cioè le banche italiane non furono più in grado di elargire finanziamenti al settore privato a tassi ragionevoli, determinando ulteriori difficoltà di accesso al credito alle famiglie e alle imprese che già

si trovavano in difficoltà per la crisi economica strutturale che stava impoverendo il paese<sup>41</sup>.

Le cause della crisi che si registrò in Spagna invece vanno ricercate nello scoppio della bolla speculativa nel settore immobiliare. La bolla immobiliare spagnola, come ogni bolla immobiliare, era un tipo di bolla speculativa: una fase del mercato, in questo caso il mercato immobiliare, in cui i prezzi aumentavano di molto in un breve arco di tempo a causa della crescita della domanda. Banche, imprese e famiglie spagnole avevano investito in un settore che credevano in grado di portare guadagni a costi accessibili. Questa domanda di nuove case o seconde case fece aumentare i loro prezzi, rallentando la domanda. I fattori in gioco in questo rallentamento furono: la difficoltà a trovare nuovi investitori disposti ad acquistare ad un prezzo che nel frattempo è cresciuto; la vendita di chi aveva già acquistato con lo scopo di monetizzare il guadagno che nel frattempo è maturato; la situazione economica che peggiorò – nell’ambito di una crisi globale – facendo svanire le prospettive di guadagno che si erano ipotizzate. Da un eccesso di domanda nel comprare case si passò a un eccesso di vendite dettato da un ribasso del loro valore, che era cresciuto straordinariamente sollecitato dalle politiche dei successivi governi e delle banche spagnole<sup>42</sup>.

Anche l’Irlanda fu coinvolta in una crisi derivante dallo scoppio della bolla immobiliare. Lo scoppio della bolla immobiliare che aveva inflazionato la crescita irlandese ha travolto il sistema bancario e fece esplodere il debito pubblico. Lo spostamento dell’insostenibilità del debito privato a quello sovrano ha causato una fuga di capitali e un’esplosione dei tassi delle obbligazioni statali. Il boom dell’immobiliare aveva portato l’Irlanda a essere il Paese Ocse con la più alta percentuale di occupati in questo settore, fino a sfiorare il 15% nel momento di massima vitalità dell’edilizia. L’espansione di questa bolla è stata favorita in modo sensibile dagli investimenti delle banche, che prima dello scoppio della crisi avevano accumulato *asset* pari al 320% del Pil irlandese, un dato che indicava un pericoloso sovradimensionamento. Il rapporto tra prestiti e depositi degli istituti di credito del Paese, in merito ai clienti domestici, era del 133% del gennaio 2013 e del 215% del

---

<sup>41</sup> Fonte: <https://politicasemplice.it/politica-italiana/crisi-economica-italiana-2008-2014>

<sup>42</sup> “La crisi immobiliare spagnola”, “Il post”, Luglio 2012

maggio del 2008, con un gap di finanziamento chiuso grazie ai prestiti raccolti sui mercati esteri, in particolare dalle banche britanniche (Mollica, 2015).

Insomma gli scenari non erano dei migliori e il risultato fu paradossale: la crisi finanziaria spinse i governi ad aumentare considerevolmente il deficit per contenere gli effetti della recessione, il che in un primo momento funzionò, ma questi ampi deficit che si registrarono in quel periodo spinsero i mercati finanziari a non avere più fiducia sulla solvibilità di alcuni Paesi dell'Eurozona, i quali dovettero affrontare una profonda recessione.

Di fatto, i governi e le banche sono tra di loro correlati: le banche detengono titoli emessi dal loro Stato, perché tradizionalmente questi titoli sono considerati a basso rischio<sup>43</sup>, in quanto uno Stato per definizione è considerato un soggetto solvibile. Questi titoli sono utilizzati nel mercato interbancario e scambiati talvolta con le banche centrali perché sono dei buoni *asset*. Il rischio è che le banche incorrerebbero in notevoli perdite se il loro governo dichiara default, perché in quel caso non è più in grado di ripagare le proprie obbligazioni. Dunque, se il governo è in una posizione fragile, la situazione può solo che peggiorare. Infatti, già in tempi di recessione l'indebitamento del governo aumenta cosicché i profitti delle banche diminuiscono. Quindi grandi deficit e profonde perdite in capo alle banche determinano un circolo vizioso (Baldwin & Wyplosz, 2015).

Il quadro economico che si ebbe nel 2011 era il seguente: dall'altra parte del globo l'economia statunitense si stava riprendendo dalla crisi economica e aveva avviato una crescita ormai sostenuta; in Europa non si poteva dire lo stesso, perché molti Stati (in particolare Grecia, Italia, Spagna, e Irlanda) erano in procinto di dichiarare default ed, eventualmente, abbandonare l'Eurozona.

Per evitare che ciò potesse divenire realtà, i Paesi dell'Eurozona istituirono un fondo di emergenza temporaneo che inizialmente era sotto il nome di “*European Financial Stability Facility*” ma poi, nel 2012, divenne un' istituzione permanente chiamata “*European Stability Mechanism*”. All'ESM aderirono i 19 Paesi dell'area Euro ed insieme hanno fatto sì che il fondo potesse raggiungere una capacità di 700 miliardi di euro. L'EFSF e l'ESM hanno garantito prestiti a diversi Paesi, tra cui la Grecia, l'Irlanda e la Spagna per un totale di esborso pari a 270 miliardi di euro. L'ESM ha già un capitale

---

<sup>43</sup> Generalmente hanno una tripla A (AAA) nella scala di rating.

versato di 80 miliardi di euro, che è l'ammontare più alto di qualsiasi istituzione finanziaria a livello internazionale. Ma l'utilizzo di questi soldi non è finalizzato a finanziare i programmi specifici delle nazioni, infatti l'ESM non investe i soldi versati dai contribuenti per finanziare programmi assistenzialisti. Piuttosto, l'ESM funge da garanzia nei confronti degli investitori. Il fondo raccoglie soldi dagli investitori ed emette titoli. I titoli vengono acquistati a tassi vantaggiosi, ciò perché, essendo il capitale versato nell'ESM elevato, consente di avere un buon merito creditizio. Dunque, i tassi di interessi bassi, consentono di accantonare considerevoli risparmi per i Paesi, perché il pagamento degli interessi sostenuto dalle nazioni per l'ESM è lo stesso di quello che l'ESM paga ai Paesi che prendo in prestito grandi ammontare di fondi. L'ESM non è l'unica innovazione che è stata introdotta in risposta alla crisi del debito sovrano. Altre misure sono state prese per rendere l'UEM più robusta, e per rendere la sua economia più resiliente. Inizialmente uno dei motivi che portò all'adozione di queste misure fu che i Paesi che avevano perso l'accesso al mercato si adoperarono per cercare soluzioni a livello nazionale. Inoltre, il fatto che gli squilibri macroeconomici sono stati ridotti in molti Paesi, è dovuto in gran parte alle politiche nazionali. I deficit di bilancio sono, infatti, diminuiti ovunque. La competizione è stata ristabilita attraverso l'abbassamento dei salari e degli stipendi e attraverso riforme strutturali. In seconda istanza, le regole fiscali per l'UEM sono state considerevolmente severe e alla Commissione Europea sono stati dati nuovi poteri per monitorare e sanzionare coloro i quali registrano un deficit di bilancio eccessivo. Infine, per quanto concerne il settore finanziario, importanti progressi sono stati fatti nell'organizzazione dell'Unione bancaria (Regling, 2017).

Dunque, si procedette verso un "Unione Bancaria" nel 2012, che prevede un insieme di provvedimenti e misure coordinate verso una serie di obiettivi:

- Rafforzamento del capitale e delle banche
- Creazione di un corpus regolamentare unico
- Regime di risoluzione delle crisi a tutela dei depositanti
- Sistema di sorveglianza e vigilanza univoco
- Sicurezza e trasparenza del sistema finanziario
- Minore affidamento sui rating del credito
- Prevenire gli abusi di mercato

Successivamente a partire dal 2014 fu avviata la vigilanza unica da parte della BCE, che riguarda l'insieme delle banche dell'area Euro. Infatti, la BCE è deputata alla cosiddetta “Vigilanza diretta” nei confronti delle banche di maggiori dimensioni. Il “*Single Supervisory Mechanism (SSM)*” conferisce alla BCE il compito di assicurare il funzionamento efficace e coerente del SSM, in cooperazione con le autorità nazionali competenti (NCA) dei Paesi appartenenti all'UE. Inoltre, la BCE effettua in via diretta la vigilanza delle «*significant Banks*»<sup>44</sup>, mentre le «*less significant Banks*» sono poste sotto la vigilanza diretta dell'Autorità Competente Nazionale (NCA) che opera in stretta collaborazione con la BCE. Poi, sempre nel 2014 venne introdotto il “*Single Resolution Mechanism (SRM)*” creato al fine di gestire in modo uniforme la ristrutturazione di enti creditizi in difficoltà finanziaria e a rischio di insolvenza. Il SRM prevede che tali banche vengano gestite da un *Single Resolution Board (SRB)* costituito dai membri della Commissione Europea e della BCE. Il SRB avrà potere decisionale sull'eventuale attivazione del *Single Resolution Fund (SRF)*, ovvero di un fondo unico per la risoluzione delle crisi, cui tutte le banche appartenenti all'Unione Europea dovranno contribuire a partire dal 2014, al fine di arrivare ad un ammontare target pari a € 55 miliardi. Infine, per evitare un ulteriore scoppio simile alla crisi del 2010, venne introdotto il “*Deposit Guarantee Scheme (DGS)*”. L'obiettivo del DGS consiste nell'armonizzazione dei sistemi nazionali di garanzia dei depositi bancari al fine di creare un sistema di finanziamento bancario solido e integrato. Il DGS prevede un meccanismo di copertura unico a livello europeo dei depositi bancari fino a 100.000 €, con modalità di accesso al rimborso semplificate e tempistiche progressivamente accelerate rispetto alle attuali (da 20 a 7 giorni). Inoltre, il DGS pone maggiore enfasi sull'informativa rivolta ai creditori al fine di aumentare la consapevolezza presso i risparmiatori circa l'esistenza di tale meccanismo di assicurazione<sup>45</sup>.

In conclusione, la crisi ha mostrato che l'impianto dell'Eurozona si è dimostrato debole facendo emergere la sua fragilità. Questa fragilità includeva la mancanza di una disciplina

---

<sup>44</sup> Sono anche dette banche sistemiche e fa riferimento a quell'insieme di banche che hanno attività superiori ai 30 miliardi di euro o il rapporto tra attività e PIL dello Stato non sia superiore al 20%. Questo insieme di banche è vigilato direttamente dalla BCE. Tutto ciò fa parte di quel sistema che viene chiamato “Single Supervisory Mechanism”.

<sup>45</sup> Nozioni tratte dalla lezione di “Economia dei Mercati e degli Intermediari finanziari” del professor Francesco Cerri.

fiscale in alcuni Stati membri, l'assenza di una regolamentazione, supervisione e vigilanza bancaria a livello Europeo e una povera amministrazione economica (Baldwin & Wyplosz, 2015). Qualche progresso è stato raggiunto ( ad esempio, come abbiamo visto, con il “Meccanismo di Vigilanza unico”) ma forse è ancora troppo presto per verificare l'efficacia effettiva di questi strumenti.

### **3.2 L'euro e l'integrazione nei mercati finanziari**

Fino al 1986, l'Atto Unico europeo insieme alla direttiva del 1998, che eliminarono qualsiasi forma di restrizione sui movimenti di capitale sui cittadini europei, i mercati dei capitali non erano affatto integrati. Nonostante il Trattato di Roma incentivava esplicitamente il libero movimento dei capitali, molti Stati europei escogitarono una serie di scappatoie per impedire la mobilità dei capitali. Una delle ragioni dietro tale decisione di questi Stati membri, era che loro volevano proteggere le proprie istituzioni finanziarie dalla competizione estera. Inoltre, tali nazioni, semplicemente, non credevano che lasciar circolare liberamente il capitale senza sottoporlo ad alcun tipo di restrizione, non fosse una buona soluzione. Infatti, loro ritenevano che la libera fluttuazione dei capitali come responsabile delle crisi bancarie. All'inizio degli anni Sessanta, la Commissione Europea promosse una liberalizzazione parziale ma incluse numerose clausole di tipo “*opt-out*” e a carattere di tutela, le quali vennero utilizzate in maniera estensiva da diversi Stati membri. L'enfasi era mirata a facilitare l'attività di business oltre i confini nazionali, ad esempio nel trasferimento internazionale dei capitali o dell'invio dei profitti e delle remunerazioni al Paese di competenza. L'Atto Unico europeo del 1986 andò oltre: introdusse il principio che a qualsiasi forma di bene dovrebbe essere consentito di muoversi liberamente all'interno dell'EU. Infine, con l'adozione dell'euro fu eliminato il rischio valutario<sup>46</sup> all'interno dell' Eurozona. Di conseguenza, i risparmiatori non avrebbero dovuto più preoccuparsi dove sarebbero stati investiti i loro risparmi attraverso l'azione degli intermediari finanziari, fintantoché si sarebbe trattato di euro, cosicché anche gli utilizzatori di fondi avrebbero potuto attingere in qualsiasi Stato, purché il loro debito sarebbe stato erogato in euro. Infatti, non ci sarebbe più stata l'esigenza per i mercati finanziari di essere Francesi, Spagnoli o Italiani (Baldwin & Wyplosz, 2015).

---

<sup>46</sup> Il rischio valuta è una tipologia di rischio che potrebbe verificarsi nel caso in cui ci sia un cambiamento repentino dei tassi di cambio.

Adesso cercheremo di capire il livello di integrazione dell' economia dell'area euro nei principali mercati (monetari, obbligazionari e azionari).

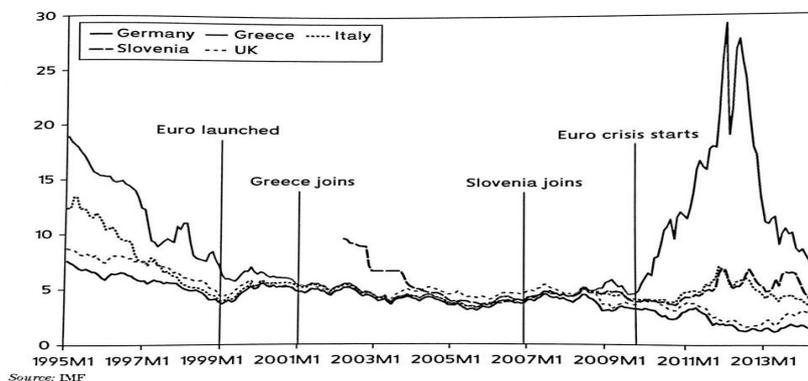
Tra il 1999 e il 2010 i mercati monetari hanno raggiunto la piena integrazione. Infatti, la BCE ha applicato lo stesso tasso d'interesse in tutte le operazioni di prestito erogate, generando una concordanza del tasso d'interesse applicato dalle banche nei prestiti interbancari<sup>47</sup>. Purtroppo la crisi del debito sovrano esplosa nel 2010 ha posto fine a questa situazione. Il mercato interbancario dell'Eurozona si è in gran parte liquefatto, poiché è venuta meno la fiducia tra le stesse banche (De Grauwe, 2016).

Per quanto concerne il mercato dei titoli obbligazionari, anche questi ultimi si sono integrati fortemente con l'inizio dell'Eurozona dal 1999. Si pensi al fatto che i titoli emessi dal governo francese e tedesco divennero sostanzialmente stretti sostituti, in quanto i rischi presentati da questi due titoli erano indistinguibili. Tuttavia, anche in questo caso la crisi finanziaria ha modificato questa situazione. A partire dal 2008, i differenziali fra i tassi d'interesse sui titoli di stato hanno iniziato a crescere sensibilmente. In risposta a ciò, come spiegato nel paragrafo precedente, il mercato ha iniziato a percepire una rischiosità diversa fra i titoli pubblici dei vari Paesi, attribuendo, ad esempio, ai titoli della Grecia, Italia e Irlanda una rischiosità più elevata rispetto a quelli della Germania e della Francia. È come se in quel periodo si fosse assistito ad un processo d'integrazione a ritroso nel mercato dei titoli di Stato. Dunque, nei portafogli degli investitori i titoli di stato non sono più considerati perfettamente sostituti gli uni degli altri. Benché l'introduzione dell'euro abbia costituito un potente fattore di integrazione, nel mercato delle obbligazioni societarie, il processo d'integrazione è stato più lungo. La causa va ricercata nei differenti sistemi giuridici nazionali: le norme contabili, la regolamentazione fiscale, i diritti degli azionisti, sono ambiti in cui i governi dei vari Paesi hanno esercitato la loro discrezionalità determinando regole talvolta differenti da Paese a Paese. Inoltre la crisi del debito sovrano ha influito sul mercato delle obbligazioni societarie. Molto spesso, le imprese non sono riuscite a collocare le proprie obbligazioni a un tasso d'interesse inferiore a quello applicato nei titoli di stato, e dunque, quei Paesi caratterizzati dalla presenza di titoli di stato ad alti tassi di rendimento, le società operanti dovranno emettere anch'esse obbligazioni con tassi di interesse elevati.

---

<sup>47</sup> Il tasso in questione è l'Euribor, cioè il tasso interbancario entrato in vigore con l'introduzione dell'euro. È un tasso d'interesse medio applicato dalle principali banche dell'area euro su operazioni da 0 a 12 mesi.

Soltanto le multinazionali con un'ampia diversificazione del loro portafoglio possono sfuggire alla regole secondo la quale il tasso di riferimento delle obbligazioni societarie è quello dei titoli di stato (De Grauwe, 2016).



**Figura 3.3** *Andamento del tasso d'interesse sui titoli di stato.*

La figura mostra l'evoluzione dei tassi d'interesse sui titoli di stato. Per anni, il tasso d'interesse più basso registrato è stato quello della Germania, in quanto il marco era considerata una delle monete più forti. Con l'avvio della moneta unica il rischio valuta diminuì e piano piano divenne irrilevante. Guardando la figura è interessante cogliere la convergenza del tasso d'interesse italiano verso quello tedesco, intorno a Gennaio del 1999. Ma lo stesso accadde per molte altre nazioni, come la Grecia che ricordiamo entrò a far parte dell' Eurozona nel Gennaio 2001, e la Slovenia che adottò l'euro nel 2007. Osservando il tasso del Regno Unito, esso non converge di molto perché non adottò l'euro, ma comunque la differenza è poca proprio perché il mercato credeva che il cambio euro/sterlina sarebbe rimasto prevalentemente stabile. Tutto ciò finì con la crisi del debito sovrano nell'Eurozona (Baldwin & Wyplosz, 2015).

Infatti il grafico registra un aumento dei tassi in particolare intorno al 2010 per poi raggiungere il massimo nel 2011. Il tasso d'interesse della Grecia fu il più alto registrato, in quanto i mercati finanziari avevano perso fiducia nella capacità del Paese di continuare a servire un debito pubblico che andava esplodendo. Per quanto riguarda le azioni emesse dalle società l'euro non ha avuto un impatto molto forte a livello d'integrazione. Questo perché la maggior parte delle imprese continua a quotarsi ne mercato nazionale relativo al suo Paese. Anche perché, il tentativo delle imprese di quotarsi sui mercati esteri

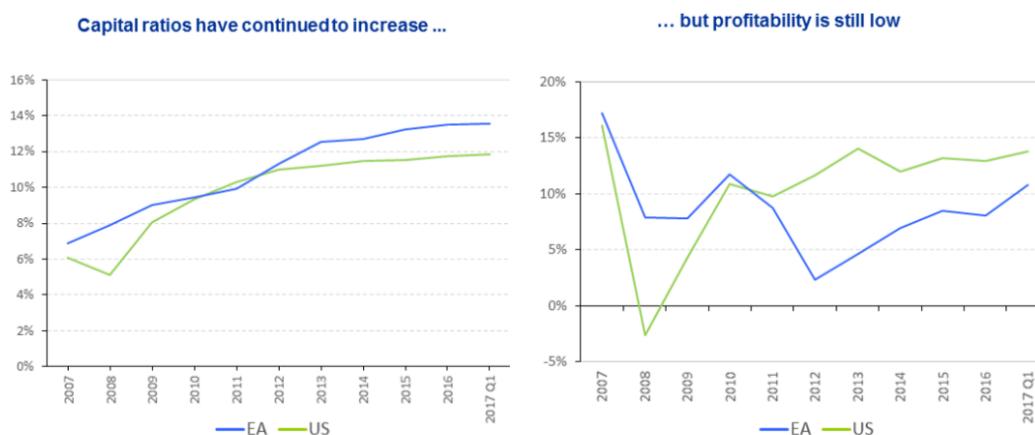
potrebbe essere intralciato dalla presenza di leggi e regolamenti differenti dal Paese d'origine dell'impresa. Tuttavia, al fine di favorire l'integrazione dei mercati di capitali, e, dunque, anche quello obbligazionario, la Commissione europea nel 2015 ha proposto il lancio dell' "Unione dei mercati dei capitali". Questa proposta ha l'obiettivo di eliminare tutti quegli ostacoli di natura normativa e regolamentare presenti nei mercati mobiliari, cosicché le imprese e le famiglie potrebbero accedere a un unico mercato dei capitali andando a diversificare il loro portafoglio così da ridurre il rischio connesso ai titoli (De Grauwe, 2016).

Sicuramente, un altro effetto di cui bisogna tener conto nel processo d'integrazione è relativo al settore bancario. Le banche sono gli unici intermediari finanziari deputati alla raccolta diretta del risparmio tra il pubblico e l'utilizzo di questi fondi per l'erogazione dei prestiti. Il settore bancario, è un settore molto segmentato su base nazionale: prima dell'adozione della moneta unica, le monete delle varie nazione avevano contribuito a distinguere notevolmente i mercati nazionali (Baldwin & Wyplosz, 2015). Successivamente, con l'adozione dell'euro è stato eliminato questa fonte di frammentazione. Inoltre, l'integrazione bancaria facilita la condivisione del rischio e ciò va a vantaggio di quei Paesi che se subiscono degli shock negativi comunque hanno la possibilità di mantenere relativamente alto il proprio prodotto. Quindi è molto importante per un'unione monetaria l'integrazione dei mercati finanziari in generale. Un'analisi (Marinheiro, 2002) confronta l'entità della condivisione del rischio tra gli Stati degli USA e fra i membri dell'UEM. Le differenze sono notevoli: i mercati dei capitali statunitensi redistribuiscono circa il 48% degli shock asimmetrici sul prodotto che colpiscono al livello di stato, mentre nell'UE i mercati dei capitali redistribuiscono il 15% appena degli shock asimmetrici sul PIL a livello nazionale. Ad esempio, se il prodotto del Massachusetts diminuisce del 10% rispetto agli altri stati USA, il mercato dei capitali americano gliene restituisce circa il 5%. Al contrario, se il PIL italiano diminuisce del 10% rispetto a quello degli altri Paesi dell'UE, i mercati europei ne restituiscono all'Italia solo il 1,5%. Si può dunque concludere che l'Europa ha molta strada da fare per conseguire quell'integrazione dei mercati finanziari necessaria per fronteggiare gli shock asimmetrici. Per quanto riguarda la rapidità del processo di integrazione del settore bancario al dettaglio, esso è stato molto lento. La ragione principale va ravvisata nel fatto che vi sono leggi nazionali che regolano il settore bancario nel proprio Paese. Anche se

un passo in avanti verso la centralizzazione della regolamentazione e della vigilanza delle banche è avvenuto nel 2014, quando la BCE è divenuta ufficialmente l'autorità di vigilanza unica per le banche *significant*. Questo sviluppo dovrebbe contribuire a promuovere l'integrazione dei settori bancari operanti al dettaglio. Infatti, con la crisi del debito sovrano le banche hanno dovuto affrontare non pochi problemi. La crisi in alcuni Paesi, come la Grecia ha portato una forte pressione sulle banche locali, le quali sono i principali detentori del debito pubblico del loro Paese. Le perdite che hanno subito sono state ampie. In aggiunta, come accennato in precedenza, al crescere dei tassi d'interesse sui titoli di stato, sono aumentati anche i tassi applicati dalle banche relativi ai loro finanziamenti. Poiché le banche si indebitano a breve e prestano a lungo, i tassi d'interesse passivi sono aumentati più di quelli attivi. Ciò ha comportato perdite per molte banche che hanno generato sfiducia nelle stesse perdendo talvolta l'accesso al mercato interbancario (De Grauwe, 2016).

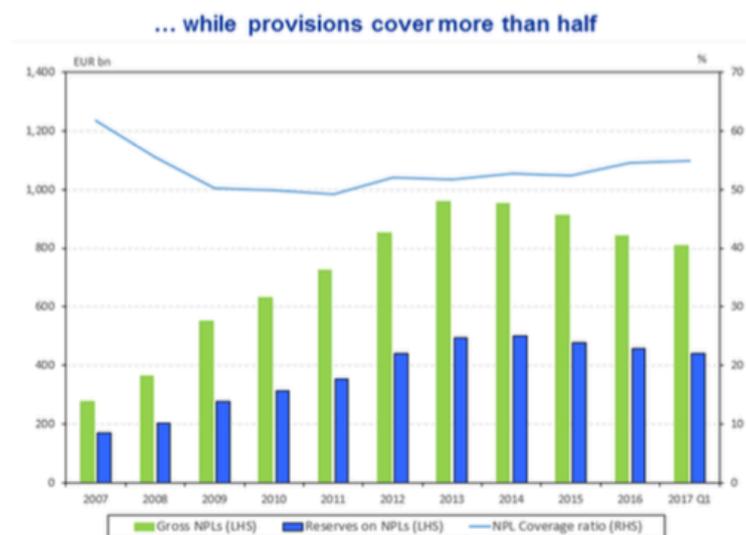
In risposta a ciò, i governi, essendosi resi conto che la liquidità, di fatto, non fosse un bene illimitato, hanno promosso una serie di azioni mirate ad incrementare la vigilanza e regolare alcuni ambiti che di fatto nella normativa vigente allora non erano stati tenuti in considerazione, come il rischio di liquidità che in Basilea 3 viene inserito all'interno del primo pilastro che regola i rischi più importanti.

Osservando il settore finanziario, le banche europee si sono fortemente riprese dopo la crisi. Il sistema è molto più sicuro ora. Il capitale è raddoppiato, e il profitto aumenta a tassi crescenti, anche se è ancora sotto i livelli registrati negli Stati Uniti (Regling, 2017).



**Figura 3.4.** Confronto andamento banche europee e statunitensi.

I prestiti *non-performing* si sono ridotti gradualmente dal picco registrato nel 2013. Comunque, sono chiaramente troppo alti, specialmente in alcuni Paesi (figura 3.5).



**Figura 3.5.** *Andamento dei crediti non-performing.*

Questo significa che il settore finanziario è meno efficiente rispetto a come potrebbe essere. Infatti, gestire i crediti *non-performing* non solo comporta la riduzione del capitale delle banche che potrebbe essere utilizzato per erogare altri prestiti e dare un impulso all'economia, ma è richiesto anche del tempo elevato per gestire questo tipo di portafoglio; tempo che potrebbe essere impiegato per gestire il business model delle banche o anche gestire acquisizioni strategiche. Sicuramente c'è spazio per il consolidamento del settore finanziario in molti Paesi europei, ma la presenza ancora troppo elevata dei crediti *non-performing* è probabilmente la ragione del perché l'integrazione del settore finanziario a livello europeo stenta ad arrivare. Da ciò è possibile comprendere che, ridurre la presenza dei prestiti *non-performing* è una priorità urgente alla quale le banche devono orientarsi in un'ottica di integrazione del settore (Regling, 2017).

Quindi, la crisi finanziaria ha bloccato, forse temporaneamente, la globalizzazione finanziaria e quell'integrazione dei mercati a cui tanto ambiva il Tratto di Maastricht, in

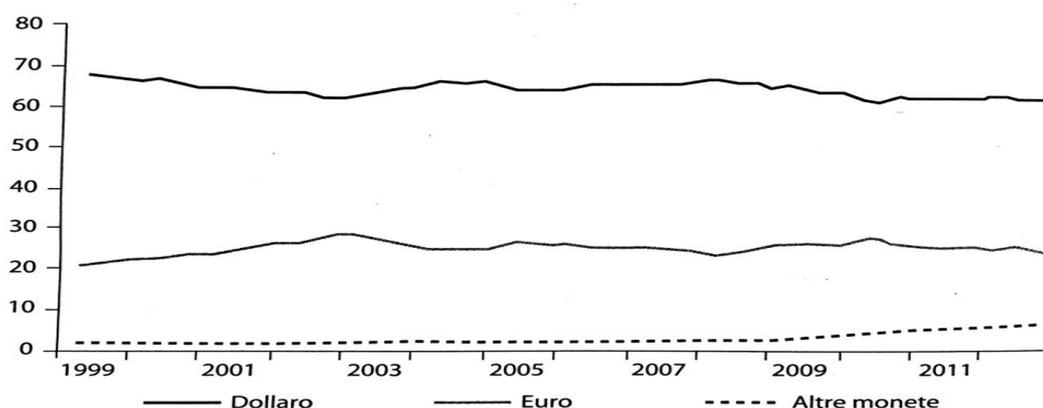
quanto, indipendentemente dalle varie forme che gli scenari di crisi hanno assunto nei Paesi, è emerso il fatto che i benefici sono quasi sempre affiancati da costi, talvolta maggiori (Baldwin & Wyplosz, 2015).

## **Capitolo 4. L'euro come moneta internazionale**

Nel diciannovesimo secolo, la sterlina era la principale moneta utilizzata a livello internazionale, ma nella prima parte del ventesimo secolo il suo ruolo venne assunto dal dollaro statunitense. Chiaramente, solo le monete di Paesi molto forti a livello economico possono raggiungere lo status di moneta internazionale: condizione soddisfatta dall'Eurozona. Attualmente, intorno a 340 milioni di persone vivono all'interno dell'Eurozona e questo numero potrebbe arrivare a 480 milione con l'aggiunta di nuovi stati membri contro i 310 milioni di persone che vivono negli Stati Uniti. Poi Il PIL dell'UE è il 75% di quello statunitense. Un'altra condizione è che la moneta deve essere stabile: l'impegno dell'Eurosistema di ambire al contenimento dell'inflazione suggerisce che l'euro è una moneta candidata per assumere un ruolo di moneta internazionale (Baldwin & Wyplosz, 2015).

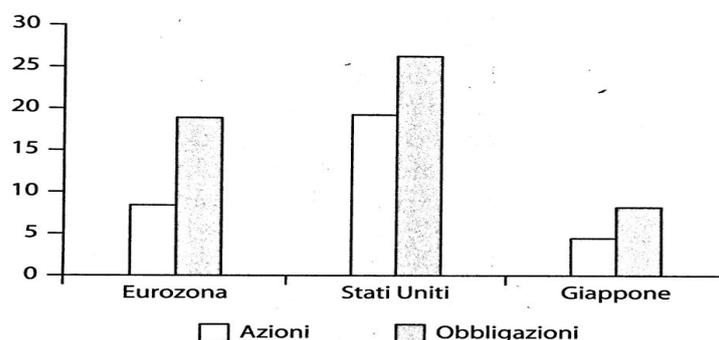
### **4.1 Euro vs Dollaro**

La quota dell'euro detenuta come riserva valutaria dalle banche centrali estere continua a crescere dalla creazione dell'Eurozona (figura 4.1). Nel 2013 l'euro rappresentava oltre del 25% di tutte le riserve detenute dalle banche centrali. La quota del dollaro ancorché in calo, rimase però più importante, superiore al 60% nel 2013. Una domanda ricorrente è se l'euro potrà superare il dollaro nel ruolo di moneta internazionale. La questione è stata esaminata di recente dall'economista Eichengreen nel 2012. Per analizzarla è importante studiare i fattori che portano all'affermazione di una moneta internazionale e si distinguono in “fattori strutturali” (ciò i presupposti necessari) e i “fattori legati alla politica economica” la cui mancanza impedisce di acquisire lo status di internazionale, anche se sono presenti quelli strutturali (De Grauwe, 2016).



**Figura 4.1** *Quota dell'euro sul totale globale delle riserve valutarie dal 1999 al 2012.*

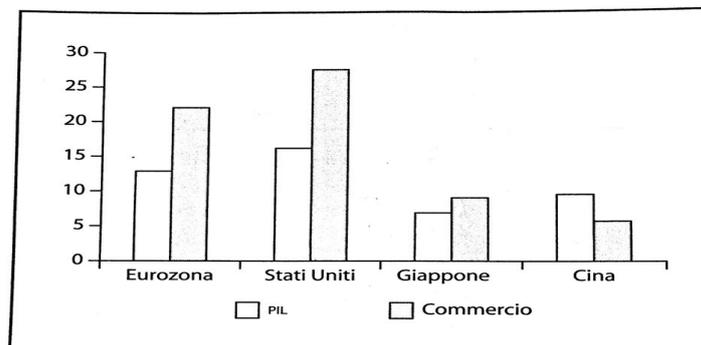
È importante che vi sia la presenza dei giusti fattori strutturali, e dunque del giusto contesto economico, per far sì che la moneta in questione possa conseguire la sua “fama a livello internazionale”. L'Eurozona è innegabilmente grande: in termini di prodotto e commercio è quasi alla pari con gli Stati Uniti (De Grauwe, 2016).



**Figura 4.2** *Quote del Pil e di scambi commerciali sui totali mondiali(%).*

Invece, in termini di dimensione di mercati finanziari resta ancora molto da fare. Infatti i mercati azionari e obbligazionari statunitensi nel loro insieme sono ancora del 70% circa più grandi di quelli dell'Eurozona. Perciò, sebbene l'economia reale dell'Eurozona sia quasi tanto grande quanto quella degli Stati Uniti, lo stesso non si può dire dell'economia

finanziaria. Sotto il profilo dell'economia finanziaria gli stati uniti sono quasi del 70% più grandi dell'Eurozona (De Grauwe, 2016).

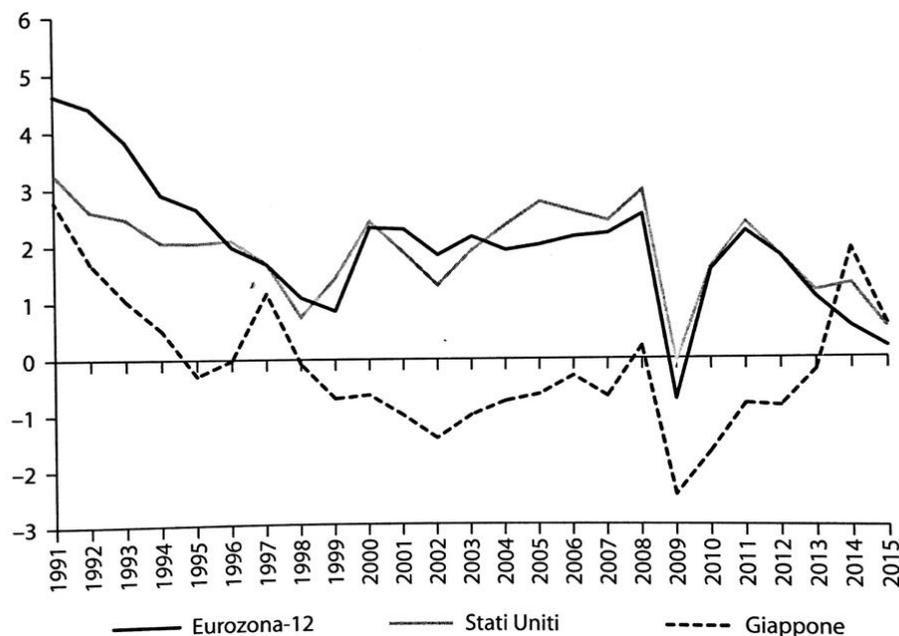


**Figura 4.3** Azioni e obbligazioni in essere (miliardi di dollari).

La dimensione finanziaria influenza la liquidità degli attivi finanziari, e quindi la facilità con cui i grandi investitori possono modificare i propri portafogli. Inoltre, la dimensione accresce la diversità e la scelta delle opportunità di investimento. Per il fatto di disporre di mercati finanziari notevolmente più grandi di quelli dell'area euro, gli Stati Uniti mantengono un importante vantaggio competitivo. Tuttavia, le economie sono una realtà dinamica e prima della crisi del debito sovrano nell'Eurozona ci si poteva aspettare che l'integrazione monetaria in Europa accelerasse la crescita dei mercati azionari e obbligazionari dell'Eurozona, cosicché la dimensione finanziaria si sarebbe avvicinata a quella della sua economia reale. Probabilmente, tale processo si è interrotto a seguito della crisi del debito sovrano che ha avuto l'effetto di segmentare i mercati dei titoli di stato e sconvolgere il mercato interbancario. Inoltre la piena integrazione dei mercati finanziari, di dimensioni analoghe a quelle degli Stati Uniti, di fatto, costituisce la *condicio sine qua non* per lo sviluppo dell'Eurozona. Dato che anche questo processo richiederà più del tempo previsto, è difficile pensare che l'euro possa sostituire il dollaro in un futuro lontano (De Grauwe, 2016).

La seconda ipotesi anticipata all'inizio del paragrafo è che una moneta per ambire a diventare internazionale deve avere condizioni monetarie e finanziarie stabili, il che a sua volta dipende dalle politiche monetarie e finanziarie perseguite nel Paese. L'indicatore

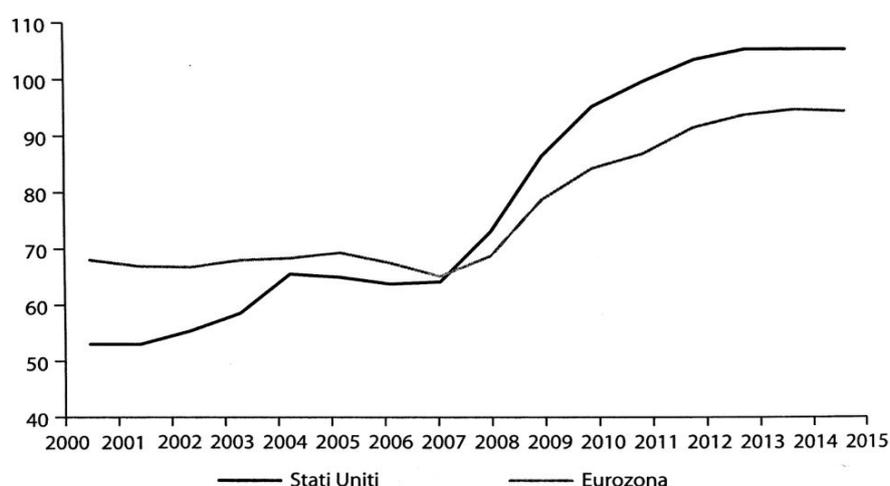
più adatto per misurare la stabilità monetaria è il tasso d'inflazione, che misura la stabilità del potere d'acquisto. Analizzando la figura 4.4 notiamo che negli anni Novanta, sia in Europa che negli Stati Uniti, si è assistito ad un forte processo disinflazionistico. Ciò è fatto sì che entrambi i Paesi entrassero nel ventunesimo secolo con un basso tasso d'inflazione. A partire dagli anni 2000 il tasso medio d'inflazione ha avuto un andamento simile sia negli Stati Uniti sia nell'Eurozona, intorno al 2% annuo; dopo il 2010 sono scesi verso lo zero in entrambe le zone (De Grauwe, 2016).



**Figura 4.4** *Spesa per consumi privati deflazionati, dal 1999 al 2010 (variazione percentuale annua).*

Non ci si aspettano grossi cambiamenti in futuro e sembrerebbe, dunque, che la stabilità dei prezzi sia destinata a perdurare. Per l'Europa, questa questione, appare avvalorata dalla struttura istituzionale della BCE, cui è stato assegnato il mandato della stabilità dei prezzi ed è stata resa politicamente indipendente. Ciò rafforza la prospettiva dell'ascesa dell'euro allo status di valuta internazionale. Tuttavia, sia l'Eurozona che gli USA, devono affrontare problemi analoghi per quanto concerne il debito pubblico. Negli anni Novanta, gli Stati Uniti hanno avuto più successo dell'Eurozona per quanto riguarda la riduzione del debito pubblico. Ma, nel 2001, quando gli Stati Uniti hanno avviato una

politica di spesa di disavanzo, il rapporto debito/PIL ha iniziato a crescere più rapidamente che nell' Eurozona, come mostra la figura 4.5. Questo andamento ha subito un'ulteriore accelerazione in seguito alla crisi bancaria del 2008, cosicché nel 2015 gli Stati Uniti aveva un debito pubblico notevolmente più elevato di quello dell' Eurozona. L'emergere della crisi finanziari del 2008 ha dunque avuto sul debito pubblico degli Stati Uniti un impatto maggiore che su quello aggregato dei Paesi dell' Eurozona. Nonostante la situazione del debito pubblico fosse notevolmente peggiore negli Stati Uniti che nell' Eurozona, è stata quest'ultima ad essere colpita dalla crisi del debito sovrano nel 2010. Solo nel lungo termine sarà possibile stabilire se l' Eurozona sarà uscita vincitrice dall'ultima crisi e dunque sperare in un futuro in cui l'euro dominerà il panorama economico (De Grauwe, 2016).

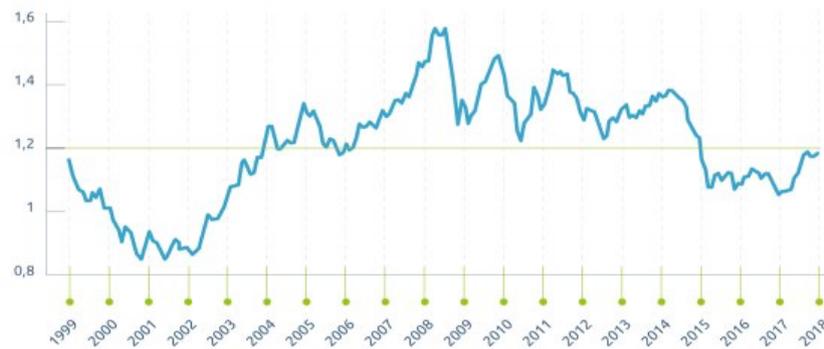


**Figura 4.5** *Debito pubblico dell' Eurozona e negli Stati Uniti.*

È incerta la questione relativa al fatto che una moneta, per diventare internazionale, debba essere necessariamente forte: nel caso dell'euro, infatti, esso dovrebbe apprezzarsi nei confronti del dollaro. Il prezzo di una moneta è determinato dai valori correnti e da quelli attesi dalle variabili fondamentali quali: il tasso d'interesse, il tasso d'inflazione, il livello di attività economica, le partite correnti, il PIL e altri fattori macroeconomici. Dunque, l'andamento futuro dell'euro dipenderà pertanto dall'evoluzione comparata di queste variabili rispetto alle analoghe variabili che influenzano il dollaro. Poiché in genere è

molto difficile predire questi andamenti futuri, le previsioni finiscono per essere influenzate prevalentemente dalle percezioni e aspettative. Nella seconda metà degli anni Novanta, si credeva fermamente che l'economia americana fosse superiore a quella europea soprattutto per la nascita di una "new economy" negli Stati Uniti. Queste credenze, nonostante avessero scarsi riscontri nella realtà, influenzavano comunque il modo in cui gli agenti economici predicevano il futuro. Ciò portò ad un forte apprezzamento del dollaro sull'euro (Figura 4.6). Quando la recessione colpì gli Stati Uniti nel 2001, divenne chiaro a molti osservatori che l'economia americana non era così superiore a quella europea. Ciò ha portato ad un nuovo capovolgimento di percezioni e credenze, tanto che prevalse un atteggiamento di pessimismo nei confronti del dollaro. Contestualmente gli investitori si resero conto che l'eccessivo pessimismo nei confronti dell'euro era fuori luogo ormai, cosicché divenne la valuta preferita degli investitori. Ciò portò ad uno straordinario aumento del valore dell'euro rispetto al dollaro. Emerse una classica bolla che portò al raddoppio del valore dell'euro contro il dollaro intorno al 2001. Tuttavia, non c'è da stupirsi che l'euro sia crollato nel 2008, avendo seguito il destino di tutte le bolle. Da allora in poi il cambio euro/dollaro ha alternato rialzi e ribassi, trainato dal mutare delle impressioni circa la forza e la debolezza dell'economia degli Stati Uniti e dell'Eurozona. Un assetto molto interessante da analizzare è che nonostante la crisi del debito sovrano, l'euro sia rimasta una valuta relativamente forte rispetto al dollaro. Fu poi intorno al 2014 che si è osservato un calo sensibile dell'euro con l'annuncio da parte della BCE del programma di "Quantitative Easing (QE)" mirante ad accrescere la base monetaria (De Grauwe, 2016).

Si noti che intorno al 2016 l'euro ha registrato una ripresa. Lo confermò anche il presidente della BCE, Mario Draghi, durante la conferenza di luglio 2017. Le società europee hanno iniziato a produrre più utili. Esse hanno generato un aumento degli utili nel primo trimestre del 2017 del 25% su base annua (Lops, 2017).



**Figura 4.6** *Tasso di cambio dollaro/euro dal 1999 al 2018.*

Alla luce di quanto è stato analizzato, l'euro ha del potenziale per sfidare la supremazia del dollaro, in quanto possiede tutte le condizioni menzionate all'inizio. Tuttavia, alcune volte si è dimostrato debole nei confronti del suo competitor, che unito alle difficoltà tipiche dell' Eurozona (come il problema del debito pubblico) fanno sì che la supremazia del dollaro continua a persistere. Attualmente però, l'Eurozona ha un ruolo rilevante, in quanto funge da ancora per le valute locali. Solo il futuro potrà dirci chi delle due valute predominerà a livello globale (Baldwin & Wyplosz, 2015).

## Conclusion

L'Eurosistema è un'istituzione notevole, unica nella storia. Per la sua ideazione è stato necessario considerare esplicitamente le specificità nazionali e il desiderio delle banche centrali nazionali di mantenere alcune prerogative alla formulazione e attuazione delle politiche monetarie. Al contempo, affinché l'unione monetaria potesse funzionare si è reso necessario adottare un processo decisionale chiaro ed unitario. Il risultato è stato un raffinato compromesso che crea un equilibrio fra queste opposte tendenze (De Grauwe, 2016). Tuttavia, questo disegno presenta varie carenze che sono emerse soprattutto durante le due ondate di crisi che si sono avute nel 2007 e nel 2010, spingendo le autorità ad adottare misure più restrittive per evitare di cadere nuovamente in un simile circolo vizioso. Questo periodo di tensione economica ha messo a dura prova la sopravvivenza dell'Unione Europea, diffondendo in molti Paesi la possibilità di uscita, di quella stessa nazione, dall' UE. Furono numerosi i partiti politici che hanno fatto leva su questo aspetto, costruendovi la loro campagna elettorale. La presenza di "euroscettici" alla guida di un governo sicuramente non giova a quella <<variabile profonda>>, in termini di coesione, adesione e appartenenza, di cui ha bisogno la nostra Unione per diventare completa. L' essere cittadino europeo è un "sentimento" ancora poco diffuso in molti Stati membri, aspetto sicuramente deleterio per l'Unione. La volontà di tutti quei fondatori che li hanno spinti alla creazione di tale sistema, rischia di non avere un seguito, in quanto confligge con le divergenze attuali circa l'essere parte di un' Unione di Stati. Lo scenario politico che si sta creando, potrebbe andare a depauperare il lavoro che i fondatori hanno realizzato per le future generazioni europee. Avere fiducia nella bellezza e nella bontà dell' Unione, è la cura di cui al giorno oggi c'è bisogno per auspicare ad una maggiore coesione e appartenenza tra gli Stati all'interno di un'entità sovranazionale che è l' Europa.

## **Bibliografia**

Richard Baldwin, Charles Wyplosz (2015), *“The Economics of European Integration”*, McGraw-Hill Education.

Paul De Grauwe (2016), *“Economia dell’unione monetaria”*, il Mulino, Bologna.

Klaus Regling (2017), *“European Integration and the ESM”*, Speech at Science Po, Paris School of International Affairs and School of Public Affairs.

Anthony Sunders, Marcia Millon Cornett, Mario Anolli, Barbara Alemanni (2015), *“Economia degli intermediari finanziari”*, Mc Graw Hill, Milano.

## Sitografia

<https://www.simone.it/newdiz/newdiz.php?action=view&dizionario=11&id=1204>

<https://www.ilpost.it/2012/10/06/la-storia-della-guerra-dello-yom-kippur/>

<http://bankpedia.org/index.php/it/125-italian/r/23720-rischio-sistemico>

<http://www.bankpedia.org/index.php/it/86-italian/a/18592-azzardo-morale-enciclopedia>

<https://www.money.it/Crisi-Grecia-spiegata-cause-conseguenze-sviluppi-Grexit>

<https://politicasemplice.it/politica-italiana/crisi-economica-italiana-2008-2014>

<https://www.ilpost.it/2012/07/09/la-crisi-immobiliare-spagnola/>

<https://www.giornalettismo.com/archives/1868363/crisi-irlanda-austerita-troika>

<http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-07-27/ecco-perche-l-euro-sta-volando-oggi-oltre-117-12percento-inizio-anno--153749.shtml?uuid=AEAHCd4B>

<http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-07-27/ecco-perche-l-euro-sta-volando-oggi-oltre-117-12percento-inizio-anno--153749.shtml?uuid=AEAHCd4B>