

ATTACCHI SPECULATIVI SU VALUTE.

SME E EUROZONE: UNO STESSO DESTINO?

SIRI ANDREA

MAT. N° 147531

Relatore: Prof. Marco Spallone

Anno accademico: 2010/2011

Sommario

INTRODUZIONE.....	3
Capitolo 1. Il Sistema Monetario Europeo a la Eurozone a confronto.....	5
1.1. Principi e sviluppi dello SME.	5
1.2. Valori fondamentali dei paesi europei durante il secondo periodo dello SME.	8
1.3. La Crisi dello SME.	15
1.4. La Eurozone oggi: punti in comune ed in contrasto con il 1992.	17
Capitolo 2. Un modello economico per gli attacchi speculativi su valute.....	27
2.1. I modelli economici che nel tempo hanno tentato di prevedere gli attacchi speculativi.	27
2.2. Variabili e descrizione del modello.....	29
2.3. Assunzioni alla base del modello.	34
2.4. Lo sviluppo del modello.....	39
Capitolo 3. La Zona Euro: le reazioni degli speculatori oggi.	45
3.1. Interpretazione del comportamento degli speculatori durante la crisi dello SME.	45
3.2. <i>Eurozone</i> : perché eventi simili potrebbero portare ad una diversa conclusione.	48
3.3. Il comportamento degli speculatori oggi.....	52
<i>Bibliografia</i>	54

INTRODUZIONE.

E' definita speculazione quell'attività nella quale un operatore economico entra sul mercato scommettendo sull'andamento futuro di una determinata attività al fine di trarne profitto. Dopo la crisi finanziaria mondiale del 2008, tutto il mondo della finanza è stato messo in discussione e, con esso, la speculazione su quelle attività non definibili "reali" ma, appunto, finanziarie. L'azione speculativa, però, in situazioni economiche normali non è sufficiente a scatenare shock economici. I problemi insorgono quando questa avviene durante una crisi economica, dove diventa elemento amplificatore della durata e degli effetti di tale crisi. Ne sono esemplificativi alcuni avvenimenti del passato, tra i quali il principale è la crisi del Sistema Monetario Europeo del 1992, quando alcuni paesi europei, accordatisi per mantenere fissi i tassi di cambio reciproci, furono oggetto di intense speculazioni. Quando uno shock economico aggravò gli squilibri già presenti tra i paesi aderenti allo SME, rendendo difficile il mantenimento di tale politica monetaria, furono gli attacchi speculativi alle valute appartenenti all'accordo a renderlo insostenibile.

L'attacco speculativo verso attività finanziarie è, di per sé, difficilmente prevedibile e quantificabile. Quando l'attività presa di mira è la valuta di un paese, però, esistono variabili che, se correttamente interpretate, aiutano a prevedere quali variazioni del mercato possono modificare la probabilità di un'azione speculativa verso tale valuta. Inoltre, è anche possibile prevedere quanto una valuta sia in grado di resistere a ripetuti attacchi speculativi a seconda della solidità economica e della credibilità del paese. Molti economisti si sono impegnati a costruire modelli al fine di delineare le relazioni tra le variabili economiche che influenzano i comportamenti degli speculatori. In particolare, però, i lavori di Morris e Shin e di Prati e Sbracia sono quelli più adatti a spiegare situazioni che comprendono paesi diversi tra loro. I modelli da loro ideati, se applicati alla situazione precedente la crisi del Sistema Monetario Europeo del 1992, aiutano ad identificare quali elementi siano stati il *trigger* degli attacchi speculativi e a spiegare il perché dei comportamenti dei vari governi dei paesi coinvolti.

Oggi l'Europa sta attraversando un periodo che molti economisti ritengono speculare a quello che ha portato alla crisi degli accordi monetari nel 1992. Adesso, come allora, i paesi europei si trovano ad affrontare una crisi che aggrava gli squilibri economici intrinseci tra loro, minando la stabilità dell'accordo monetario che ha portato alla costituzione della *Eurozone*. Gli elementi economici in comune sono, però, sufficienti a indurre gli speculatori a scommettere sulla caduta dell'accordo monetario? Data la situazione odierna, inoltre, può un attacco speculativo essere di nuovo l'elemento che, aggiunto agli altri, condurrebbe alla crisi della Zona Euro? La risposta deve essere trovata attraverso un'attenta analisi delle due situazioni, anche alla luce delle previsioni dei modelli economici descritti da Morris e Shin e da Prati e Sbracia.

Capitolo 1. Il Sistema Monetario Europeo a la Eurozone a confronto.

1.1. Principi e sviluppi dello SME.

La data alla quale è attribuito l'inizio del Sistema Monetario Europeo è nel marzo 1979. I paesi appartenenti all'*European Economic Union* annunciarono la formazione di un sistema interno di cambi fissi, con il fine di migliorare l'integrazione economica tra i paesi europei, e con l'obiettivo futuro di costituire un'unica moneta ed un'unica Banca Centrale Europea. I vantaggi derivanti dall'utilizzo combinato di politiche di tassi di cambio fissi è proporzionale alla consistenza dei rapporti economici intercorrenti tra i paesi in questione. Inoltre, con tale sistema, alcuni paesi dalle economie più deboli, come allora i paesi scandinavi, l'Italia, la Spagna ed il Portogallo, hanno avuto l'ulteriore vantaggio di aumentare la propria credibilità, grazie all'appoggio di economie solide, come quelle tedesca e francese. Da sola questa credibilità creatasi, però, non sarebbe stata sufficiente a convincere gli speculatori a non attaccare economie ancora molto deboli. Gli elementi che maggiormente hanno consentito la protezione di queste valute, per il primo periodo, erano i vincoli posti ai flussi di capitale. Questi furono poi rimossi dalla maggior parte dei paesi europei entro il 1990, quando, teoricamente, anche i paesi dalle strutture più fragili avevano raggiunto una certa stabilità. Se la situazione stabilitasi il periodo successivo il 1990 fosse rimasta immutata, probabilmente, gli agenti economici non avrebbero ritenuto conveniente attaccare i paesi appartenenti allo SME. Quando uno shock economico ha scosso i delicati equilibri venutisi a creare tra i paesi europei, la caduta delle divise dei paesi economicamente più deboli, dovuta anche alla pressione degli speculatori, ha generato un cedimento di credibilità talmente significativo da rendere gli agenti economici sicuri nell'attaccare una valuta stabile come il franco, sostenuto dalla solida economia francese e da politici dichiaratamente non intenzionati ad uscire dagli accordi dello SME.

Le condizioni poste dallo SME, in principio, erano le seguenti:

- La creazione di una unità monetaria di conto: la *European Currency Unit* (ECU). Nasce come media ponderata del valore delle valute dei paesi membri. L'intero sistema deve fare riferimento ad essa;
- La creazione di un meccanismo di cambio: *Exchange Rate Mechanism* (ERM). Questo è composto da una griglia di parità bilaterali, dove le valute possono oscillare sino ad un massimo del 2,25% in positivo o in negativo, dato il valore di partenza dall'accordo;
- Un sistema simmetrico secondo il quale quando il cambio raggiunge i limiti previsti, entrambe le Banche Centrali sono obbligate ad intervenire;
- Le modifiche dei cambi di riferimento devono avvenire all'unanimità.

Sebbene Francia e Germania fossero gli unici paesi dell'Europa ad avere basi abbastanza forti da poter gestire un cambio fisso anche in caso di shock macroeconomici, tra i primi paesi aderenti al Sistema Monetario troviamo anche economie meno stabili, come appunto quella italiana. Per ovviare al problema di instabilità economica per il primo periodo, vengono prese misure più flessibili di quelle accordate. Per quanto concerne l'Italia, la banda iniziale pattuita è del 6%. Nonostante questa agevolazione e la presenza dei vincoli ai flussi di capitale, più riallineamenti sono stati concessi a tutti i paesi partecipanti durante il periodo che intercorre tra il 1979 ed il 1987.

Nel suo secondo periodo di vita, lo SME vede l'ingresso di Spagna e Regno Unito, quest'ultimo con un tasso di cambio considerato sopravvalutato da alcuni economisti dell'epoca. La valutazione in eccesso della propria divisa ha creato i primi sospetti che la sterlina non fosse in grado di rispettare le bande di oscillazione stabilite. Gli speculatori hanno sicuramente osservato che questa decisione è stata presa in un periodo in cui il Regno Unito stava entrando in una grave recessione, causata da una crisi dei mercati americani. È facile intuire perché, a fronte di un ulteriore shock economico, la sterlina sia stata una delle prime divise a subire l'attacco degli speculatori.

Dopo il primo periodo dello SME, durante il quale le economie delle nazioni aderenti hanno seguito un processo di convergenza economica ed i vincoli ai flussi di capitali sono

stati gradualmente rimossi, entriamo in un periodo di apparente stabilità dello SME. Effettivamente tra il 1987 ed il 1992 vi è stato un solo riallineamento (il deprezzamento della lira del 3,7% nel 1990). Nonostante ciò, è proprio in questo lasso di tempo che vengono a crearsi le condizioni che porteranno alla crisi del Sistema Monetario Europeo. Infatti un avvenimento del 1989, in concomitanza con un pessimo coordinamento delle economie europee, porterà qualche anno dopo ad una insostenibilità delle politiche seguite dai paesi dello SME in regime di cambi fissi. Mi riferisco a ciò che simbolicamente è “la caduta del Muro di Berlino”, momento d’inizio dell’unificazione tra Germania Est e Germania Ovest. La Germania Ovest era la nazione più significativa dello SME, la cui valuta, il marco tedesco, è spinta ad un continuo apprezzamento rispetto le altre divise europee, dovuto alla migliore competitività dell’economia tedesca. L’operazione di unificazione ha generato un elevato livello di inflazione, in parte dovuto alla grande spesa pubblica necessaria, in altra parte dovuta al maggiore costo del lavoro presente nella Germania Est. Come ogni banca centrale, la Bundesbank ha dovuto seguire il mandato di stabilità dei prezzi, ed in un periodo di inflazione incalzante la decisione più ovvia è stata quella di aumentare i tassi d’interesse. Come ci mostrano i modelli economici ed il buon senso, un aumento dei tassi d’interesse porta ad un flusso di capitali verso l’interno, portando ad una maggiore richiesta di marchi tedeschi. Una divisa che è già in continuo apprezzamento grazie alla maggiore competitività del paese, alla quale viene aggiunto l’effetto di un maggior rendimento finanziario dei propri titoli, porta ad una pressione verso l’alto ancora più elevata. Ciò riversa sugli altri paesi partecipanti allo SME l’onere di attuare politiche volte ad impedire il deprezzamento della propria valuta nei confronti della valuta tedesca. Come accennato in precedenza, questo shock economico, in corrispondenza di una caduta di competitività generale dei paesi europei, ha portato gli speculatori ad aspettarsi una insostenibilità del regime di tassi di cambio fissi e ad attaccare le valute delle nazioni al momento economicamente più fragili, vedi paesi scandinavi, Italia e Regno Unito. Dopo il cedimento di questi, la fiducia verso lo SME è crollata in modo tale che anche la Francia, che finì successivamente sotto attacco, fu costretta ad abbandonare il cambio fisso nel 1993. Per comprendere cosa ha spinto gli speculatori ad agire in una determinata maniera è comunque necessario esaminare le variabili fondamentali delle nazioni interessate.

1.2. Valori fondamentali dei paesi europei durante il secondo periodo dello SME.

E' interessante osservare come la crisi del 1992 abbia compreso paesi molto diversi tra loro. Il fatto che il *range* di nazioni incluso sia così ampio, sottolinea come, non solo i reali valori fondamentali di un paese influenzino le aspettative degli speculatori, ma anche eventi non direttamente connessi al paese in questione, come crisi valutarie verificatesi altrove, possano generare l'aspettativa di una insostenibilità di politica di cambio. Tale effetto è amplificato se la crisi valutaria coinvolge una divisa appartenente ad un sistema di accordi monetari. È naturale immaginare che la caduta della valuta di un paese, appartenente ad una ipotetica "unione monetaria", coinvolga anche gli altri paesi che vi aderiscono. In ogni unione monetaria, un elemento fondante è la cooperazione tra i pesi appartenenti. Se l'uscita di un paese è stata accompagnata da una mancanza di cooperazione con esso, la credibilità dell'intera area è messa in discussione. Per quanto concerne il nostro studio analizzeremo quei paesi che considero rappresentativi delle diverse situazioni generatesi alla fine degli anni 80'. I paesi in questione sono: Germania, Regno Unito, Italia e Francia.

La Germania è sicuramente il paese con i fondamentali più solidi in Europa, data la sua forte competitività e la grande credibilità che ha nei confronti del mercato. Non stupisce che l'atteggiamento di non attaccare il marco sia stato condiviso dalla quasi totalità degli speculatori. Essendo l'economia tedesca quella più solida e consistente tra quelle europee, un attacco nei confronti della sua divisa è stato percepito come un modo profittevole di investire denaro. Inoltre, essendo più sensato rivolgere l'attacco verso le nazioni più deboli, porre pressione sul marco avrebbe diminuito l'effetto di caduta delle altre valute, portando ad un decremento del profitto derivante da altre speculazioni su divise. Data la mole dell'economia tedesca in relazione alle altre, lo shock interno ha coinvolto in modo rilevante tutti i paesi dello SME, perché impegnati a tenere il proprio tasso di cambio fisso con il marco tedesco.

La situazione economica tedesca, per quanto riguarda il secondo periodo dello SME può essere sintetizzato in alcuni punti essenziali:

- L'inflazione raggiunge livelli elevati a causa dell'unificazione;

- I tassi d'interesse vengono alzati dalla Bundesbank al fine di combattere l'inflazione;
- Come prevedibile il tasso di crescita del PIL diminuisce sino a diventar negativo a causa dell'inasprimento dei tassi d'interesse (*Fig.1.3.*);
- Il saldo delle partite correnti diviene negativo a sua volta, data la minor produzione da parte della Germania e l'aumento dei prezzi interni dovuti all'inflazione (*Fig.1.1.*);
- Il tasso di disoccupazione diminuisce nel periodo subito dopo l'unificazione, probabilmente a causa dell'aumento della spesa pubblica del paese che ha generato numerosi posti di lavoro. Quando l'effetto dell'aumento della spesa pubblica svanisce, la diminuzione di crescita dell'output, dovuto all'innalzamento dei tassi porta ad un aumento del tasso di disoccupazione, anche se ancora su livelli accettabili (*Fig.1.2.*);
- Un debito pubblico molto basso negli ultimi anni dello SME, 42,7% e 47,3% rispettivamente nel 1992 e nel 1993, con un deficit annuo che si aggira intorno al 3%.

Grafici riguardanti l'andamento di alcuni valori fondamentali della Germania dal 1987 al 1995.

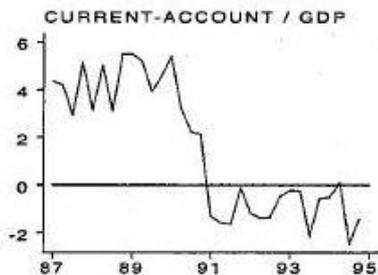


Fig. 1.1.



Fig. 1.2.

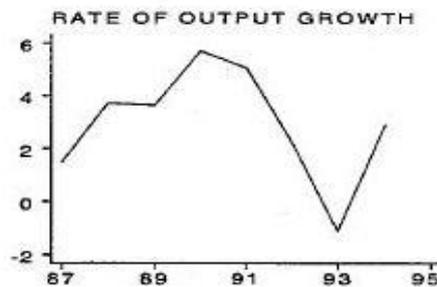


Fig. 1.3.

Fonte: "Interpreting the ERM crisis: country – specific and systemic issues." di Willem H. Butter, Giancarlo M. Corsetti e Paolo A. Pesenti (1998).

Il secondo paese che mi appresto ad analizzare è il Regno Unito. Questo è un caso particolare poiché entra a far parte dello SME solo nel 1990, quando, nonostante i suoi fondamentali siano ancora solidi, il paese sta lentamente entrando in una fase di recessione, trainata dai mercati americani in calo. Il tasso di crescita del PIL è positivo, ma in declino, seguito da un saldo delle partite correnti negativo (*Fig.1.4. e Fig.1.6.*). Il tasso di disoccupazione (*Fig.1.5.*), che è molto basso nell'anno dell'entrata nel sistema, segue una impennata fortissima dovuta al fatto che, al fine di mantenere salda la sterlina rispetto al marco tedesco, la Bank of England ha dovuto alzare i tassi d'interesse, aggravando il declino del tasso di crescita del proprio PIL. Il debito pubblico non è invece un problema, poiché si aggira sui livelli della Germania, anche se il deficit annuo dal 1992 al 1993 aumenta dal 2,6% al 6,1%. Occorre notare quali siano stati gli effetti del deprezzamento della sterlina e dell'uscita dallo SME. Il tasso di disoccupazione ha iniziato a scendere vertiginosamente, mentre il tasso di crescita del PIL, che già aveva rimbalzato dal picco negativo nel 1991, continua la sua espansione negli anni successivi. Inoltre il deficit annuo passa da un picco di 7,9% del 1993 ad un 4,2% nel 1995. Il Regno Unito è da sempre stato un paese che gode di buona credibilità e di buoni valori economici fondamentali. Le cause scatenanti la caduta della sua valuta sono dovute a coincidenze di più fattori, seguiti da una non cooperazione della Germania. Un periodo di recessione, aggiuntosi ad una valuta già sopravvalutata in partenza, ha portato il Regno Unito a condurre una situazione di stabilità economica precaria. Difatti, quando la Germania ha optato per la stretta monetaria, il governo britannico ha dovuto rialzare i propri tassi d'interesse. Gli speculatori che, inizialmente, potevano essere convinti della sostenibilità della sterlina, ritennero il tasso di cambio insostenibile quando il Regno Unito, richiedendo più volte alla Germania un ribasso dei tassi, ottenne risposta negativa. Data la situazione venutasi a creare, gli agenti economici ritennero che la Bank Of England non sarebbe stata capace di mantenere fissa la propria valuta sotto la pressione di un pesante attacco speculativo.

Grafici riguardanti l'andamento di alcuni valori fondamentali del Regno Unito dal 1987 al 1995.

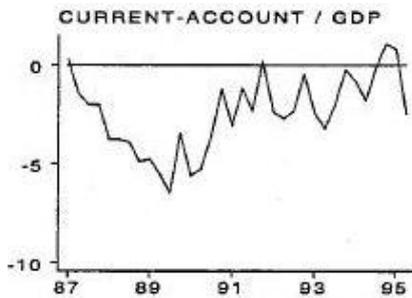


Fig. 1.4.



Fig. 1.5.

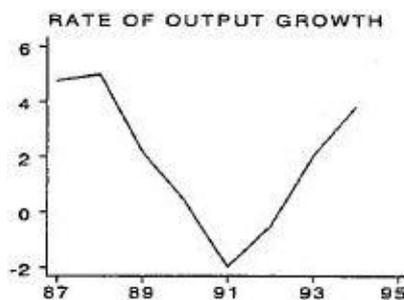


Fig. 1.6.

Fonte: "Interpreting the ERM crisis: country – specific and systemic issues." di Willem H. Butter, Giancarlo M. Corsetti e Paolo A. Pesenti (1998).

Un caso a sé è l'Italia. Questo è, infatti, uno dei paesi che ha avuto le maggiori difficoltà durante l'arco di tutta la vita dello SME, portando la lira a subire continui riallineamenti dovuti ad una costante carenza di competitività nei confronti della Germania. I fondamentali italiani non sono solidi, ma la possibilità di porre dei vincoli alla circolazione di capitali ha limitato, per un determinato lasso di tempo, l'eccessiva fuoriuscita di flussi monetari dal paese. Con la rimozione di questi vincoli, è stato poi difficile mantenere la lira all'interno delle bande del 2,25% con il marco tedesco. Osservando nello specifico i valori fondamentali dell'economia italiana notiamo che il tasso di disoccupazione ha un andamento ciclico (*Fig.1.8.*), dovuto al fatto che l'Italia è un paese la cui economia dipende molto dal turismo, ma con livelli generalmente alti rispetto agli altri paesi europei, anche quando ci posizioniamo sui valori più bassi. Il discorso della ciclicità può essere applicato anche al saldo delle partite correnti (*Fig.1.7.*), che è, però, costantemente negativo sino a poco dopo l'uscita della lira dall'ERM nel 1992, quando un forte deprezzamento aumenta l'attrattiva estera verso

beni e servizi italiani. Come per gli altri paesi europei, il dover alzare i propri tassi d'interesse nei confronti di quelli tedeschi, al fine di evitare la fuoriuscita di capitale, causa una forte diminuzione del tasso di crescita del PIL del paese (*Fig. 1.9.*), che arriva a livelli negativi nel 1992, anno nel quale il governo italiano riterrà i costi di un cambio fisso eccessivi rispetto ai vantaggi. Un grave problema che non viene riscontrato negli altri paesi è un eccessivo debito pubblico che “naviga” per tutto il periodo su livelli elevatissimi, oltre il 100% del PIL. Con un deficit annuo del 10%, la Banca d'Italia oltre a dover mantenere il tasso di cambio fisso, deve anche gestire un debito governativo in continua espansione, non supportato da un adeguato livello di competitività del paese. Data la sua situazione, non stupisce che l'Italia sia stata uno dei primi paesi ad essere oggetto di attacchi speculativi. In particolare la decisione di abbandonare lo SME è stata presa la sera stessa del giorno in cui il Regno Unito ha deciso di far fluttuare la propria divisa. Probabilmente il governo italiano sapeva già da tempo che il mantenimento della lira entro le bande di oscillazione era una politica insostenibile. Al fine di non incorrere in una perdita di credibilità nei confronti delle altre grandi economie europee, che sarebbe stata causata dall'essere la prima di esse ad abbandonare lo SME, il governo italiano ha mantenuto tale politica monetaria a spese della propria economia. Infine, però, una volta che il Regno Unito decise di abbandonare il *peg*, non aveva più alcun senso sostenere la lira a tutti i costi.

Grafici riguardanti l'andamento di alcuni valori fondamentali dell'Italia dal 1987 al 1995.

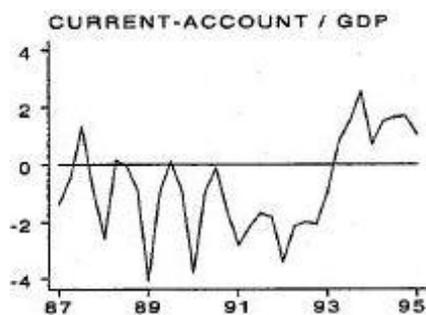


Fig. 1.7.



Fig. 1.8.

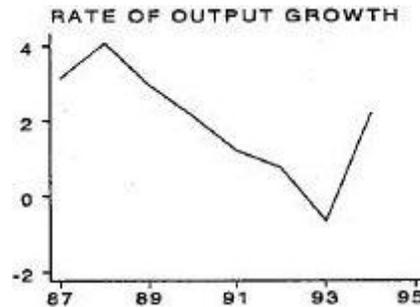


Fig. 1.9.

Fonte: "Interpreting the ERM crisis: country – specific and systemic issues." di Willem H. Butter, Giancarlo M. Corsetti e Paolo A. Pesenti (1998).

L'ultimo paese oggetto della mia analisi dello SME è la Francia. In questa troviamo forse il caso più interessante. Nonostante la maggiore solidità dei suoi valori fondamentali e le forti dichiarazioni del suo governo nel voler mantenere il tasso di cambio fisso ad ogni costo, anch'essa è stata oggetto di pesanti attacchi speculativi negli anni successivi all'uscita dallo SME da parte di Italia, Regno Unito e di alcuni paesi scandinavi. Nel 1993 era ormai opinione condivisa che la sopravvivenza del Sistema Monetario Europeo dipendesse solo dalla capacità di resistenza da parte del franco.

Rispetto agli altri paesi europei al di fuori della Germania, i fondamentali francesi hanno alcune similitudini ed alcune differenze. Come il Regno Unito il debito pubblico si aggira su livelli molto bassi, di poco superiori al 40%, con un deficit annuo che nei periodi peggiori non supera il 6,1%. A differenza degli altri paesi però il gap di competitività non è così evidente con la Germania. Addirittura il saldo delle partite correnti (Fig. 1.10) è positivo nel 1992, anno nel quale buona parte dei paesi appartenenti allo SME decidono di uscire dal "gioco" al fine di svalutare la propria valuta ed ottenere competitività. Per far fronte agli elevati tassi d'interesse tedeschi, la Francia agisce specularmente alle altre nazioni, alzando i propri tassi e portando la crescita del PIL annua a valori molto bassi (Fig. 1.12.), ma non ancora negativi nel 1992. Ovviamente l'abbassamento della crescita del PIL, dovuto all'inasprimento dei tassi, porta anche ad un aumento del tasso di disoccupazione (Fig. 1.11), che, comunque, arriva ad essere preoccupante solo dopo il 1993. Nonostante siano migliori di altri paesi europei, anche i valori fondamentali francesi mostrano fragilità nel tentativo di

reggere la politica tedesca. Questa ha infatti portato la Francia a sostenere oneri economici molto elevati, anche se inferiori al Regno Unito e all'Italia. Oneri che, dopo feroci attacchi speculativi, hanno comunque condotto la Francia verso la stessa situazione degli altri paesi, ovvero incapace di mantenere il proprio tasso di cambio fisso senza che i costi per la propria economia divenissero eccessivi. L'atteggiamento degli speculatori verso il franco non può essere compreso osservando solamente i valori fondamentali della Francia. Questa economia era talmente forte e ben integrata con quella tedesca che veniva presa in considerazione l'ipotesi di un asse monetario franco – tedesco. La Francia presa isolatamente non sarebbe mai stata attaccata. Dopo la caduta di varie valute, non un cedimento della fiducia verso la Francia in sé, ma la caduta della credibilità dell'intero sistema e poi, indirettamente, di quella della Francia, ha indotto gli agenti economici ad attaccare il franco, forti anche degli ingenti guadagni ottenuti con le speculazioni precedenti.

Grafici riguardanti l'andamento di alcuni valori fondamentali della Francia dal 1987 al 1995.



Fig. 1.10.



Fig. 1.11.

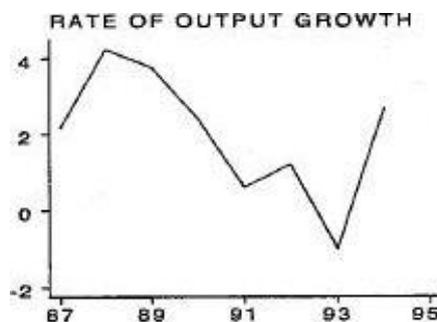


Fig. 1.12.

Fonte: "Interpreting the ERM crisis: country – specific and systemic issues." di Willem H. Butter, Giancarlo M. Corsetti e Paolo A. Pesenti (1998).

1.3. La Crisi dello SME.

Come già ampiamente discusso durante l'analisi dei valori fondamentali dei paesi appartenenti al Sistema Monetario Europeo, lo Shock economico che ha travolto l'Europa è stato l'unificazione della Germania nel 1989. L'inasprimento dei tassi di interesse tedeschi ed il successivo peggioramento delle situazioni economiche dei paesi europei non sono, però, sufficienti a spiegare la crisi del ERM. Due elementi non possono essere trascurati: l'impatto degli attacchi speculativi e la credibilità dello SME sul mercato.

L'obiettivo dell'organizzazione era quello di raggiungere un'integrazione economica, da conseguirsi attraverso una cooperazione degli stati europei tra di loro. Uno dei principi specifica, infatti, che, in caso di oscillazione eccessiva delle valute, siano entrambe le banche centrali a doversi impegnare ad attuare politiche al fine di contenere il tasso di cambio all'interno delle bande. Quando i fondamentali economici dei paesi appartenenti allo SME hanno cominciato ad aggravarsi e la Germania ha dichiarato espressamente che la sua priorità fosse la lotta all'inflazione, ovvero di non cooperare, la perdita di credibilità da parte del sistema ha indotto gli agenti economici a puntare forti somme sulla svalutazione delle valute più deboli.

La lira era sicuramente una delle valute più attraenti per un attacco speculativo. Il fatto che questa abbia dovuto subire continui riallineamenti durante tutto il periodo di vita dello SME ha indotto a ritenere insostenibile la politica italiana di mantenimento del tasso di cambio fisso. Inoltre, la già avvenuta uscita della markka finlandese dal sistema ha aumentato la confidenza degli speculatori sulla effettiva possibilità di abbandono da parte dei paesi europei del sistema monetario. Considerando che i dati economici riguardanti la situazione italiana erano così poco rassicuranti che, pur con dei vincoli ai flussi di capitali, la lira era stata costretta a più riallineamenti, la credibilità italiana era già bassa di per sé, senza la necessità che uno shock economico di tale portata avesse incoraggiato gli agenti economici a speculare.

Come osservato in precedenza, nel momento di entrata nello SME, l'economia del Regno Unito stava attraversando un periodo di perdita di competitività, aggravato dall'aumento dei tassi necessario a far fronte all'apprezzamento del marco. Questo portò ad

una caduta di crescita del PIL annuo di quasi 6 punti percentuali. Quando le riserve della Bank of England incominciarono ad assottigliarsi, il governo inglese iniziò a preoccuparsi seriamente della sostenibilità degli accordi dello SME. Rifacendosi ad un principio di coordinazione insito negli accordi dello SME, in un incontro tra i capi di stato tenutosi a Bath nel settembre del 1992, il cancelliere britannico Norman Lamont chiese più volte al presidente della Bundesbank Helmut Schlesinger un abbassamento dei tassi d'interesse, ottenendo sempre risposte negative. A questo punto il Regno Unito poteva fare affidamento solo sui propri valori fondamentali. Data la situazione, gli speculatori, che già erano indotti a ritenere che la sterlina fosse sopravvalutata rispetto al suo valore reale, incominciarono a scommettere sulla caduta della divisa britannica. Uno di questi in particolare, George Soros, divenne famoso per aver ottenuto enormi guadagni grazie all'attività speculativa sulla sterlina.

Nel giorno che venne definito *Black Wednesday*, il 16 settembre 1992, il Regno Unito ritenne che il tasso di cambio fisso non fosse più sostenibile dalla propria economia, ed optò per una svalutazione ed un rientro nel sistema posticipato indefinitamente. Sempre lo stesso giorno, l'Italia decise di seguire lo stesso percorso, dichiarando, però, di voler rientrare a breve. In un sistema dove la coordinazione doveva essere elemento fondante di stabilità, l'azione solitaria delle autorità monetarie tedesche è bastata a minare la credibilità dell'intero Sistema Monetario Europeo. Inoltre un esito negativo del referendum danese sul trattato di Maastricht non ha fatto altro che incrementare tale sfiducia, portando gli speculatori, come già detto, a puntare anche sul franco, nonostante questi fosse sostenuto da un'economia solida come quella francese. Il 23 settembre dello stesso anno è stato riportato un attacco verso il franco, che però non ha avuto successo grazie all'utilizzo di 80 miliardi di riserve in franchi da parte della Banque de France. Le forti somme guadagnate dagli speculatori con la caduta della lira e della sterlina hanno però permesso un attacco prolungato, trascinando il franco prima sulla soglia minima della banda il 4 gennaio 1993, poi al di sotto il 30 luglio. A quel punto i ministri finanziari ed i governatori delle banche centrali decisero di ampliare tutte le bande sino ad un margine di oscillazione del 15%, rendendo il sistema monetario quasi indistinguibile da uno sistema di tassi di cambio fluttuanti.

1.4. La Eurozone oggi: punti in comune ed in contrasto con il 1992.

La situazione che si trovano ad affrontare i paesi aderenti all'euro nel 2011 può essere considerata in certi versi simile a quella del 1992, anche se con fondamentali punti di differenza che non possono essere trascurati. Incominciamo analizzando questi ultimi.

Il primo elemento di scostamento dallo SME consiste nella presenza di una moneta e di una banca centrale unici, istituite nel 1999. A differenza del sistema a tassi di cambio fissi, dove le banche centrali attuavano politiche monetarie al fine di mantenere le proprie valute entro livelli prefissati, una moneta unica implica che tali decisioni siano tutte attribuite ad una sola banca centrale. Questa diversità ha due forti implicazioni: in primo luogo uno shock coinvolgente solo alcune economie non può essere bilanciato da oscillazioni delle proprie valute; secondariamente nel caso gli speculatori decidano di attaccare un paese appartenente alla Zona Euro, questi non hanno più come strumento lo *short selling* della valuta di quel paese.

Una seconda importante differenza sono le relazioni tra i paesi utilizzando l'euro. A differenza dello SME questi sono oggi più numerosi, nel 2011 gli utilizzatori ufficiali sono 17. Unire un numero maggiore di economie sotto una comune politica monetaria potrebbe essere più destabilizzante, date le divergenze tra i paesi. È necessario però elencare quali siano i limiti da dover rispettare per avere accesso a tale unione monetaria. Questi, in particolare, sono definiti nel trattato di Maastricht e sono:

- Il debito pubblico non può superare il 60% del proprio PIL;
- Il deficit pubblico annuo non può superare il 3%;
- Il tasso d'inflazione non può superare di più di 1,5% la media dell'inflazione dei tre paesi europei con il tasso minore;
- Il tasso d'interesse nominale a lungo termine non deve essere maggiore di oltre il 2% rispetto alla media dei tassi d'interesse dei tre paesi con i tassi d'inflazione minori.

Bisogna infatti notare che le economie europee appartenenti al sistema sono oggi più integrate rispetto a 20 anni fa, grazie a vari fattori:

- La migliore tecnologia ha permesso un maggiore numero di scambi tra i paesi europei, dovuto ai minori costi di trasporto;
- La globalizzazione ha modificato i gusti dei consumatori, che in molti casi oggi preferiscono prodotti stranieri a quelli del proprio paese;
- L'espansione di una lingua come l'inglese in tutti i paesi europei ha permesso che i rapporti commerciali e politici tra i paesi europei migliorassero;
- Una migliore organizzazione internazionale dovuta all'evoluzione dell'Unione Europea ha portato a miglie in coordinazione tra politiche internazionali;
- Più di dieci anni di vita della moneta unica, e di un'unica istituzione come la Banca Centrale Europea, seppur con difficoltà, ha trasmesso credibilità alla Eurozone.

Terza differenza fondamentale sono i vincoli di uscita. Quando è stato definito l'accordo per la Eurozone, nessuna condizione è stata inserita per l'abbandono dell'euro.

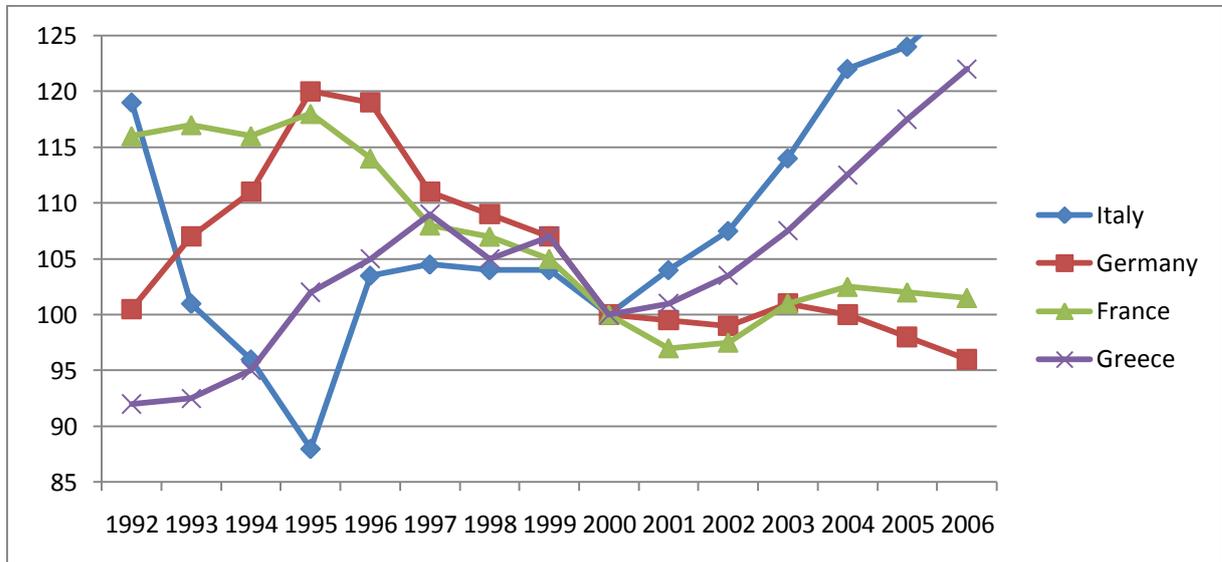
L'implicazione fondamentale è che quando un paese decide di utilizzare ufficialmente l'euro come propria moneta, una sua successiva rinuncia causerebbe la totale esclusione dall'Unione Europea, con l'abrogazione dell'intera gamma di trattati avuti con i paesi compagni.

Infine la situazione economica mondiale si è modificata. Nel 1992 le due superpotenze economiche mondiali erano Stati Uniti ed Europa, anche senza che quest'ultima avesse nei suoi paesi un qualche grado di integrazione monetaria. Nel 2011 possiamo dire si sia venuto a creare un bipolarismo mondiale che vede contrapposti Cina e Stati Uniti. Al fine di influenzare le sorti economiche mondiali, all'Europa non è più sufficiente essere un'unione geografica di paesi economicamente rilevanti vicini tra loro, ma è necessario creare una forte integrazione economica, data dalla rimozione di vincoli commerciali e dall'utilizzo della stessa moneta.

Oltre a queste sono presenti naturalmente altre differenze minori emerse dall'evoluzione di ogni singola economia nel periodo compreso tra il 1992 ed il 2011. È interessante, però, notare anche quali siano i punti in comune.

Come durante la crisi dello SME, oggi un grande shock economico ha coinvolto le economie europee. Nel 2008 vi è stata la grande crisi finanziaria che ha portato l'economia globale ad un periodo di recessione. Come quanto accaduto dopo l'unificazione della Germania, sono le economie più deboli a soffrire in maniera più rilevante la rinuncia alla propria politica monetaria. Sin dall'inizio dell'adozione dell'euro, il tasso di cambio reale dei paesi appartenenti segue un continuo deprezzamento nei confronti di quello tedesco (*vedi grafico pagina seguente*). La causa di questo andamento è, oggi come nel 1992, una differenza di competitività nei mercati. Negli ultimi anni, infatti, l'economia tedesca continua ad accumulare surplus delle partite correnti. I paesi definiti dai media come PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna), i quali hanno le basi economiche più deboli, si trovano in grande difficoltà a dover affrontare una crisi economica di tale portata. Inoltre in questi uno dei settori fondamentali dell'economia è il turismo, in grave crisi dopo il 2008 data la forte flessione dei consumi a livello mondiale. Come durante il periodo dello SME, appunto, la crisi di competitività di alcuni paesi da una parte, la solidità dell'economia tedesca dall'altra, stanno creando forti squilibri all'interno della Zona Euro. Questi squilibri da soli non sembrano essere sufficienti a convincere gli speculatori di una possibile uscita di un paese dalla Zona Euro. Nonostante la forte crisi del 2008 ed i disequilibri da sempre presenti, è un altro l'avvenimento che potrebbe portare gli agenti economici a scommettere sulla caduta dell'euro. Questo è la crisi dei debiti sovrani, iniziata nel 2010, quando fu reso pubblico che la Grecia aveva falsificato volontariamente le proprie statistiche al fine di rientrare nei parametri dell'euro. Un evento di tale portata rende la Grecia una economia facilmente attaccabile dagli speculatori, i quali potrebbero, di conseguenza, divenire fiduciosi dell'instabilità del sistema ed attaccare anche gli altri PIIGS.

Tassi di cambio reale effettivi basati sull'unità relativa di costo del lavoro rispetto al resto del mondo.



Fonte: "Growth Differentials in the EMU: Facts and Considerations." di Nouriel Roubini (2007).

Dal punto di vista delle differenze macroeconomiche, però, non esiste una distinzione dualistica Germania - resto Europa. Ogni paese possiede caratteristiche specifiche, e, in particolare, l'analisi di alcuni paesi rappresentativi può aiutare ad avere un quadro generale della situazione odierna. Questi paesi saranno gli stessi già analizzati nel capitolo precedente, a differenza del Regno Unito, il quale non ha aderito all'euro, sostituito con la Grecia, probabilmente una delle economie dai valori più significativi riguardanti la crisi delle economie europee.

La Germania è il paese trainante la Zona Euro, i cui dati sono un continuo punto di riferimento economico per il resto dell'Europa. Nonostante vi sia stato un periodo di crescita di PIL negativo nel 2008-2009 dovuto alla grande crisi (Fig.2.3.), il tempo impiegato a tornare su valori positivi è stato molto breve. Inoltre il livello di disoccupazione è costantemente in discesa (Fig.2.2.), toccando negli ultimi anni livelli molto bassi. Per quanto riguarda il saldo delle partite correnti (Fig.2.1.), la Germania è oggi uno dei più grandi esportatori al mondo, e questo grazie ad un'ottima competitività, utile anche a sostenere un debito pubblico pari al 78,8% del PIL, comunque inferiore rispetto a molti paesi della Zona Euro. Data la solidità economica del paese, non è un caso che la Banca Centrale Europea, centro dell'euro, si trovi a Francoforte. Dati questi valori fondamentali ed un forte impegno

tedesco nella creazione dell'unione monetaria, la Germania è l'ultimo paese sul quale uno speculatore potrebbe scommettere. Se la Germania lasciasse l'Euro, tutta l'unione monetaria sarebbe compromessa a causa dell'uscita di un solo paese. I paesi sui quali è più sensato scommettere sono quelli periferici, i quali hanno basi economiche meno solide e la cui uscita creerebbe sì scompensi, ma non allo stesso livello di quanti ne deriverebbero da un'uscita tedesca.

Grafici riguardanti l'andamento di alcuni valori fondamentali della Germania dal 1999 a oggi.



Fig. 2.1.

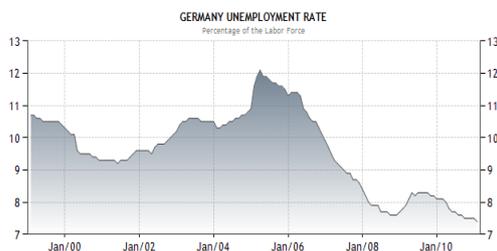


Fig. 2.2.

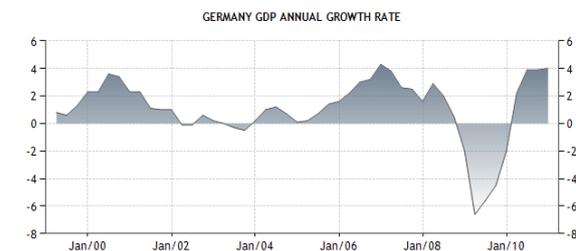


Fig. 2.3.

Fonte: <http://www.tradingeconomics.com>

Un paese oggetto ultimamente di molte critiche è la Grecia. Questa entra nella Zona Euro tre anni dopo i primi paesi, cioè nel 2002. Grazie all'adesione all'unione monetaria il governo greco ottiene un aumento di credibilità che gli consente un indebitamento a tassi di interesse inferiori rispetto ai periodi precedenti. Ciò ha permesso una forte espansione dell'economia greca durante il periodo precedente il 2008, anno dopo il quale vi è stato un improvviso arresto causato dalla crisi finanziaria globale. Come osserviamo dall'andamento ciclico del saldo delle partite correnti (Fig.2.4.), la Grecia soffre molto del fenomeno della stagionalità, dovuto ad un'economia basata sul turismo, primo settore, come detto in precedenza, a soffrire della crisi globale. Dal periodo di recessione iniziato nel 2008

L'economia greca non si è ancora ripresa, continuando ad accumulare tassi di crescita negativi (*Fig.2.6.*), accompagnati da una percentuale di disoccupati che, raggiunti livelli accettabili prima della crisi, è in pericoloso aumento (*Fig.2.5.*). Oltre a questi dati, ve ne sono altri, già accennati in precedenza, preoccupanti per il futuro greco. Alla fine del 2010 è stato rilevato che il governo ha deliberatamente modificato le statistiche relative al 2009, dichiarando un deficit inferiore a quello realmente in essere, al fine di aumentare le proprie spese pubbliche negli anni a venire. Il deficit è stato certificato essere del 15,4% anziché del 13,6%, portando il debito pubblico greco a raggiungere il 126,8% del PIL. Questo ha causato una crisi di fiducia nei confronti del paese, minando una competitività già in difficoltà, palesata anche dai continui deficit del saldo delle partite correnti. Un ulteriore problema, meno rilevante negli altri paesi europei analizzati, è l'andamento dell'inflazione. Questa, nell'ultimo periodo, si è portata a livelli anche superiori al 5%, quando il tasso tedesco si aggira intorno al 2%. Il caso greco esemplifica la situazione peggiore venutasi a creare in questi ultimi anni nella Zona Euro, anche se alcuni paesi come Irlanda, Portogallo e Spagna si trovano in condizioni non molto differenti. Dalla scandalo del 2010 ad oggi si assiste ad un continuo susseguirsi di dibattiti su come aiutare il governo greco. Anche se non vi è stata alcuna prova evidente, data la difficoltà nella rilevazione degli attacchi speculativi, i *Credit Default Swap* greci sembrano aver subito una forte pressione. Inoltre è stato ideato un nuovo contratto attraverso il quale gli agenti economici possono scommettere sull'uscita di un paese dalla Zona Euro. Il fatto è che il governo greco ha avuto un calo di fiducia tale da non essere più in grado di rinnovare il proprio debito pubblico. Inoltre, i pochi finanziamenti che riesce ad ottenere subiscono tassi d'interesse molto elevati. Per questo gli altri paesi europei hanno deciso, nell'ultimo periodo, di creare l'EFSF (European Financial Stability Facility). Questo è un ente che emette titoli di rating AAA, il cui scopo principale è aiutare i paesi europei in difficoltà finanziarie. La situazione venutasi a creare interessa non solo la Grecia, ma tutta la Zona Europea. I motivi di ciò sono essenzialmente due: un'uscita della Grecia potrebbe portare gli agenti economici a speculare anche sull'uscita degli altri paesi economicamente più deboli; molte banche dei paesi europei detengono titoli di stato greci, quindi, se lo stato andasse in default, a subirne gravi conseguenze sarebbero anche altri paesi.

Grafici riguardanti l'andamento di alcuni valori fondamentali della Grecia dal 1999 a oggi.



Fig. 2.4.

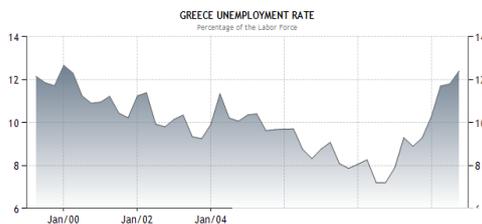


Fig. 2.5.

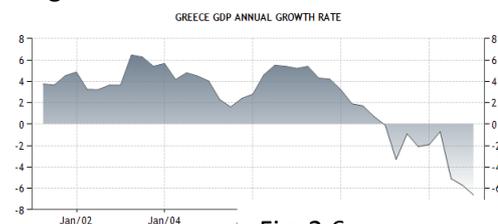


Fig. 2.6.

Fonte: <http://www.tradingeconomics.com>

L'Italia si colloca in una posizione intermedia tra le economie più forti e più deboli. Lo dimostra il fatto che, pur essendo la terza economia della Zona Euro, sia collocata tra i PIIGS. Durante il periodo dello SME, a causa di una carenza di competitività nei confronti della Germania, la lira era stata costretta a continui riallineamenti. Oggi questa carenza è ancora presente, mostrata da un saldo delle partite correnti che solo saltuariamente raggiunge picchi positivi (Fig.2.7), ed una crescita del PIL più lenta nei confronti di quella tedesca (Fig.2.9). La situazione della disoccupazione non è critica (Fig.2.8.), nonostante una costante crescita iniziata nel 2008. Il reale problema, che accompagna la scarsa competitività italiana, è la mole del suo debito pubblico, pari al 119% del PIL nel 2010. Questo è da sempre tra i livelli più alti d'Europa e sembra destinato a non diminuire dato il deficit, inferiore al 3% nel periodo subito precedente la crisi, ma del 5,4% e del 4,6% rispettivamente nel 2009 e nel 2010. Oggi l'Italia non vive la stessa situazione del periodo dello SME, ma solo in termini relativi. Le difficoltà sono presenti e significative, ma l'attenzione è spostata su altre nazioni che vivono situazioni ancora peggiori. Nonostante i precedenti, dovuti alla temporanea uscita dal sistema monetario nel 1992, oggi, la convinzione che l'uscita dalla Zona Euro da parte

dell'Italia sia legata alla caduta dell'intera Eurozone è forte. Nonostante i valori fondamentali economici non siano buoni, l'economia italiana rimane uno dei pilastri fondanti dell'euro.

Grafici riguardanti l'andamento di alcuni valori fondamentali dell'Italia dal 1999 a oggi.

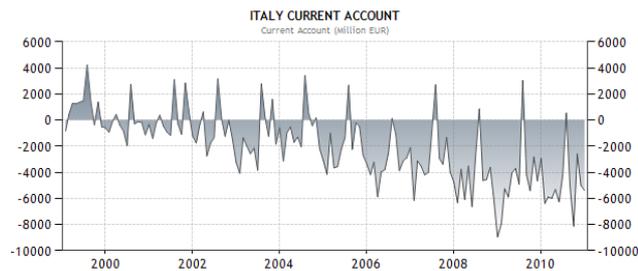


Fig. 2.7.

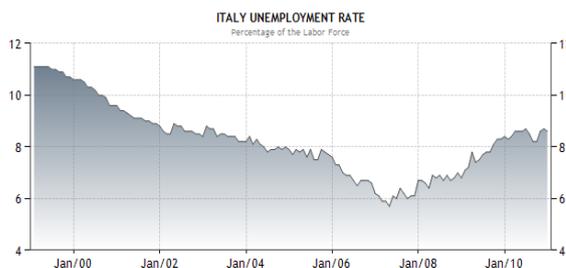


Fig. 2.8.

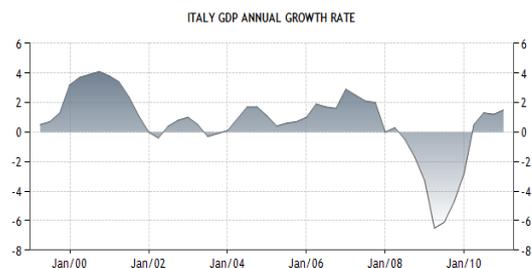


Fig. 2.9.

Fonte: <http://www.tradingeconomics.com>

L'andamento di alcuni valori fondamentali francesi è speculare a quello italiano. Il saldo delle partite correnti è in costante deficit dal 2004 (*Fig.2.10.*), ed un tasso di crescita del PIL inferiore a quello tedesco identifica anche in Francia una carenza di competitività nei confronti della Germania (*Fig.2.12.*). Il tasso di disoccupazione, dopo aver raggiunto livelli molto bassi durante il periodo pre-crisi, segue una pericolosa impennata portandosi sopra il 10% (*Fig.2.11.*). A differenza dell'Italia, la Francia deve sostenere il peso di un debito pubblico inferiore, pari all'83,5% del PIL. È naturale che, essendo la Francia la seconda economia in ordine di dimensione ad utilizzare l'euro, gli speculatori non trovano vantaggio a speculare sulla sua uscita dagli accordi monetari. Ciò che può interessare l'economia francese, come quella tedesca, non è un attacco diretto, ma un effetto indiretto derivante dall'uscita della Grecia, il cui default potrebbe creare una situazione di instabilità dannosa per i suoi valori economici.

Grafici riguardanti l'andamento di alcuni valori fondamentali della Francia dal 1999 a oggi.



Fig. 2.10.



Fig. 2.11.



Fig. 2.13.

Fonte: <http://www.tradingeconomics.com>

In conclusione esistono evidenti similitudini tra il 1992 ed il 2011. Durante un periodo di stress economico vi sono paesi che possono reagire in modo adeguato grazie a variabili economiche di partenza solide, ed economie che vedrebbero la loro situazione risolledata da una politica monetaria *ad hoc*. Inoltre l'espansione del debito pubblico da parte di quest'ultime negli ultimi 10 anni, dovuto a tassi d'interesse agevolati, limitano l'utilizzo odierno di politiche fiscali volte al contenimento della disoccupazione ed al recupero di competitività. Oggi come 20 anni fa, un deprezzamento della valuta è una soluzione plausibile. A differenza di allora, però, questo implicherebbe l'abbandono dell'euro e la rimessa in circolazione della propria divisa. Un'altra via percorribile per poter ottenere competitività sarebbe quella di entrare in un periodo di recessione, con la diminuzione del debito pubblico e dei salari, possibilmente accompagnato da un incentivo all'investimento nelle attività interne anziché in quelle estere. Tornando sulla prima delle due soluzioni, la quale sarebbe preferita dagli speculatori, bisogna osservare che gli effetti positivi si esaurirebbero nel breve periodo. Difatti, nonostante ve ne sia la tentazione, il guadagno di competitività derivante da un ritorno alla vecchia valuta, svalutandola, sarebbe transitorio, mentre molti costi, sia politici che economici, sarebbero permanenti. Tra le altre cose, un

deprezzamento di valuta porterebbe a tensioni tra paesi appartenenti all'Unione Europea, i quali potrebbero percepire che il paese non stia esportando solo i propri prodotti, ma anche i propri problemi e, di contro, si sentirebbero giustificati ad intraprendere azioni preventive. Tali azioni sarebbero, per definizione, contro l'idea di mercato unico che l'Europa sta cercando di perseguire. Elemento aggravante, e già accennato in precedenza, sarebbe la conseguente esclusione dall'Unione Europea e da tutti i trattati ad essa legati. Se tutto ciò non bastasse a rendere difficoltosa la decisione di abbandono della moneta unica, alcuni problemi di livello tecnico si verrebbero a creare, rendendo l'uscita dalla Eurozone quasi impossibile. Tutta la contabilità nazionale dovrebbe essere espressa nuovamente in termini di vecchia valuta, dagli stipendi ai depositi bancari ed infine al debito pubblico. Siccome vi deve essere una "continuità dei contratti", gli agenti economici degli altri paesi continuerebbero a richiedere i pagamenti dei debiti in euro. Denominare il debito pubblico nella vecchia valuta ne aumenterebbe l'entità e sarebbe, di per sé, un atto di default, rendendo l'uscita dalla Zona Euro un metodo non ideale per evitare il default del paese. Inoltre tutti coloro che possiedono depositi in Grecia, sarebbero incentivati a venderli per depositarli negli altri paesi, aggravando la svalutazione della valuta greca.

Il prossimo capitolo presenta uno studio che si pone come obiettivo quello di definire un modello che possa spiegare come gli speculatori siano più o meno incentivati a speculare su di un paese che attui una politica di tasso di cambio fisso. Nonostante l'accordo dello SME prevedesse delle bande di oscillazione intorno ad un tasso di cambio fisso, e la Eurozone preveda oggi una moneta unica anziché più valute fissate tra loro, il modello aiuta a spiegare come gli agenti economici si comportino nei confronti di paesi diversi tra loro durante tali accordi.

Capitolo 2. Un modello economico per gli attacchi speculativi su valute.

2.1. I modelli economici che nel tempo hanno tentato di prevedere gli attacchi speculativi.

Molti economisti di rilievo hanno tentato di prevedere crisi valutarie attraverso modelli economici. Uno dei primi fu Paul Krugman nel 1979, il quale tentò di prevedere le tempistiche degli attacchi speculativi quando incorre una crisi della bilancia dei pagamenti. Il modello da lui ideato si basa su assunzioni molto forti:

- La banca centrale deve affrontare due compiti: mantenere il tasso di cambio fisso e soddisfare le esigenze finanziarie del governo;
- I consumatori possono anticipare correttamente l'esaurimento delle riserve della banca centrale;
- Gli operatori nazionali possono scegliere solo tra moneta domestica ed estera;
- Gli operatori esteri non possono detenere titoli nazionali;
- Vale la condizione di parità dei poteri d'acquisto (PPA);
- Il debito pubblico si espande ad un tasso costante.

Se queste ipotesi venissero realizzate, una politica di tasso di cambio fisso sarebbe insostenibile nel tempo, poiché in un momento futuro le riserve in valuta estera detenute dalla banca centrale si esaurirebbero. Il ragionamento che porta a questa conclusione è il seguente: la banca centrale, al fine di acquistare i titoli di debito pubblico, stampa moneta; questo porta ad un aumento dell'offerta di moneta che, nel lungo termine, porta ad un aumento dei prezzi; l'aumento dei prezzi porta ad una pressione al deprezzamento del tasso di cambio; la banca centrale, impegnata a mantenere fisso il tasso di cambio, è obbligata a scambiare le proprie riserve in valuta estera per valuta nazionale. L'intuizione del modello è che l'attacco speculativo avverrà prima che queste riserve si esauriscano completamente. Gli speculatori

sanno che, in mancanza di attacco speculativo, le riserve si esauriranno ad un tempo t . Questa previsione porta tali agenti economici ad attaccare prima di questo momento, anticipando l'esaurimento delle riserve.

Questo modello viene definito di “prima generazione”, poiché aiuta a spiegare come governi dai deboli valori fondamentali siano facilmente soggetti a attacchi speculativi. Per quanto riguarda la situazione della crisi dello SME, una delle possibili applicazioni di tale modello sarebbe l'Italia, dato il suo debito pubblico in continua espansione, non supportato da una adeguata competitività nei mercati. Nonostante la buona intuizione economica, il modello non spiega gli attacchi speculativi contro Regno Unito e Francia, i quali non avevano grossi problemi di debito pubblico.

Uno studioso che ha tentato di ideare un modello applicabile a situazioni diverse tra loro è Maurice Obstfeld nel 1986. Egli crea un modello che può essere definito *à la Krugman*, poiché parte dalle stesse idee di base, eliminando quei vincoli che restringono l'applicabilità solo a paesi in condizioni critiche. In particolare l'assunzione di Obstfeld è che un forte attacco speculativo può portare ad un cambiamento delle politiche macroeconomiche del governo. Tale assunzione permette di approssicare una spiegazione di attacchi avvenuti verso quei governi le cui banche centrali sembravano detenere riserve sufficienti a gestire i disagi delle loro economie. Obstfeld conclude che alcuni attacchi sono auto realizzanti, poiché sono questi stessi la causa scatenante di crisi valutarie. Il modello da lui ideato è collocato tra quelli di “seconda generazione”.

La definizione di “modello di prima e seconda generazione” nasce proprio nello studio degli attacchi speculativi al Sistema Monetario Europeo, quando gli economisti furono sviati da attacchi speculativi scatenati da parametri non standard, ovvero non derivanti totalmente dalla situazione economica del paese attaccato.

I modelli da me utilizzati, utili al confronto delle situazioni tra la crisi dello SME e la crisi della Eurozone, hanno applicazione più generale ed aiutano ad analizzare come paesi tanto diversi tra loro possano essere stati oggetto di attacchi speculativi. Il modello base il cui scopo è lo studio del comportamento dei governi è stato ideato da Stephen Morris e Hyun Song Shin nel 1998, i quali tentarono di individuare i motivi dell'abbandono del tasso di

cambio fisso da parte del governo dati gli andamenti di alcune variabili fondamentali. Questi due studiosi abbozzarono anche un'analisi del comportamento degli speculatori, estesa poi successivamente da altri economisti. Un'estensione del modello che sembra adattarsi ai comportamenti degli agenti economici nei confronti dei paesi europei è attuata da Alessandro Prati e Massimo Sbracia nel 2002, i quali, analizzando l'effetto della dispersione delle informazioni riguardanti le variabili fondamentali governative sui comportamenti degli agenti economici, idearono un modello che spiega come determinati parametri possano influenzare la volontà di attacco da parte dello speculatore. La difficoltà riscontrata dalla maggior parte degli economisti è l'individuazione di tutti quei parametri la cui variazione incide sulla volontà degli agenti economici. Mentre le variabili generali più significative, come quelle utilizzate da Paul Krugman, sono facilmente studiabili e sono utili a spiegare gli attacchi volti verso i paesi in forte difficoltà economica, esistono dei parametri la cui variazione è difficilmente quantificabile ed il cui effetto non è immediatamente intuibile. Quando il franco è stato oggetto di speculazione nel 1993, era chiaro che il solo studio dei valori fondamentali economici non fosse sufficiente a spiegare il comportamento degli speculatori. Il *trigger* degli attacchi era stato il successo riscontrato nelle precedenti offensive verso gli altri paesi dello SME. Gli agenti economici, nel decidere le loro azioni, non si appoggiavano più sui buoni valori riguardanti la salute dell'economia francese. Mentre per l'Italia ed il Regno Unito erano i dati di riferimento studiabili da tutti che erano poco rassicuranti, in Francia ciò che ha influenzato gli speculatori è la percezione che questi avevano dello SME, ovvero di un sistema che fosse prossimo all'abbandono.

2.2. Variabili e descrizione del modello.

Il nostro modello economico presuppone alcuni elementi di base: un governo che vuole fissare il proprio tasso di cambio; un *continuum* di speculatori che intendono massimizzare il proprio profitto; un ambiente macroeconomico composto da paesi diversi tra loro che perseguono le proprie politiche; un mercato soggetto a variazioni date da shock economici.

Come ipotizzato dal modello di Morris e Shin, identifichiamo una variabile che riassume i valori fondamentali del paese preso in considerazione, definendola θ . Costruiamo la variabile in modo che questa possa assumere i valori della retta dei numeri reali tali che: se θ tende a $+\infty$ i valori fondamentali economici del paese sono ottimi; per θ che tende a $-\infty$ sono pessimi. Per capire meglio cosa intendiamo con valori fondamentali economici, un esempio di valori ottimi è la Germania, sia durante il periodo di vita dello SME, che durante il periodo di vita della Eurozone. Casi di valori fondamentali pessimi sono l'Italia, contestualmente al periodo dello SME, e la Grecia contestualmente alla situazione odierna. In particolare i dati fondamentali utilizzati sono quelli che influenzano, più o meno direttamente, l'andamento del tasso di cambio di un paese rispetto a quello di un altro. Gli elementi che infatti possono condizionare il reale valore di θ sono:

- Quantità di riserve in valuta straniera possedute dalla banca centrale del paese: queste sono utilizzate al fine di mantenere il tasso di cambio ai livelli desiderati, vendendo riserve nel caso vi sia pressione al deprezzamento della divisa, e comprandone nel caso vi sia pressione all'apprezzamento;
- Tasso di disoccupazione e tasso di inflazione del paese: solitamente il mandato della banca centrale è di tenere sotto controllo queste due variabili, modificando i tassi di interesse;
- Saldo delle partite correnti: attraverso di esso possiamo studiare il livello di importazioni ed esportazioni di beni e servizi di un paese. Questo valore è importante perché ci fa capire se il nostro paese sta prendendo a prestito dall'estero e utilizzando i propri risparmi al fine di consumare beni stranieri o viceversa;
- Tasso di indebitamento di un paese: nel caso un paese sia altamente indebitato, ma goda di una buona competitività, non vi è un elevato pericolo che il paese cada in default. Altra situazione, invece, viene affrontata quando il paese attraversa un momento di crisi economica. Meno investitori sono incentivati ad acquistare le emissioni governative, le quali devono, quindi, essere acquistate dalla banca centrale;
- Tasso di crescita del PIL del paese: questi può essere considerato come un indicatore di "salute" del paese. Un buon tasso di crescita implica buona competitività ed un'economia in crescita;

- Livello di integrazione economica con il paese (o i paesi) al quale viene ancorata la propria divisa. Questo indicatore è importante nello stabilire quanto un livello fisso di cambio possa agevolare il rapporto di scambi.

Ognuna di queste variabili influenza direttamente o indirettamente il tasso di cambio che si andrebbe a formare nel caso questi sia lasciato fluttuare. Denominiamo $e = f(\theta)$ dove $f'(\theta) > 0$. Specifichiamo che la variabile e indica il valore della propria valuta in termini della valuta estera, quindi intenderemo un aumento di e come un apprezzamento del tasso di cambio del nostro paese. Ciò aiuta a definire e come funzione crescente in θ . Da adesso in avanti la variabile e sarà denominata “tasso di cambio *shadow*”, poiché non rappresenta il tasso di cambio ufficiale del paese, ma solo quello che risulterebbe dai propri valori fondamentali economici. Per quanto riguarda la situazione della Eurozone, il tasso di cambio “*shadow*” può essere considerato come il tasso di cambio che si verrebbe a formare nel caso il paese decida di abbandonare l'euro e rimettere in circolazione la “vecchia” divisa.

È comunque necessario analizzare quale sia l'effetto delle variabili sopramenzionate sul tasso di cambio *shadow*:

- Il livello di riserve in valuta estera detenute dalla banca centrale indica la capacità da parte del paese di reagire a shock economici che spingono la propria valuta al deprezzamento;
- Un tasso di inflazione elevato implica una spinta al deprezzamento della propria valuta, con una conseguente erosione delle proprie riserve. Nel caso il paese decida di combattere l'inflazione, per l'inversa relazione, sarà il tasso di disoccupazione a salire ed a rendere la politica di mantenimento del tasso di cambio fisso più costosa;
- Il saldo delle partite correnti influenza direttamente il tasso di cambio se messo in relazione con la bilancia dei pagamenti. Quest'ultima è composta appunto da: conto delle partite correnti; conto capitale; conto finanziario. Se la somma di questi tre conti è negativa vi è una spinta al deprezzamento della valuta. Se il saldo delle partite correnti fosse negativo e non fosse controbilanciato dagli altri due conti, l'effetto sarebbe quello suddetto;

- Il tasso di indebitamento ha un'influenza indiretta sul tasso di cambio. Se il valore elevato di questo dovesse portare all'acquisto dei titoli di stato da parte della banca centrale, avremmo un aumento dell'offerta di moneta. Come sappiamo dalle teorie macroeconomiche, questo porterebbe ad un futuro aumento dei prezzi. Come già spiegato, l'aumento dell'inflazione spinge la valuta a deprezzarsi;
- L'effetto del tasso di crescita del PIL è la somma di diversi indicatori. L'influenza al deprezzamento può essere dovuta al fatto che un'elevata crescita è solitamente accompagnata da un'elevata inflazione. D'altro canto una crescita economica indica capacità di pagamento del proprio debito sovrano e, quindi, una buona competitività;
- Il livello di integrazione economica ha un effetto indiretto. Più un'economia è integrata, più alta è la probabilità che uno shock economico interessi similmente tutta l'area, ammortizzando le pressioni sul tasso di cambio.

Denominiamo e^* il tasso al quale il governo decide di fissare la propria valuta in relazione a quella estera. Mentre per quanto riguarda lo SME, questo tasso potrebbe essere considerato il valore centrale della banda di oscillazione, quando ci riferiamo alla Eurozone il cambio in questione è quello di entrata nell'unione europea.

Definiamo a una variabile continua appartenente all'intervallo $[0, 1]$ che indica la probabilità con la quale gli speculatori attaccano la valuta, dati i segnali dei valori fondamentali.

Passiamo ora a quei dati che andranno a formare direttamente i *payoff* degli agenti nell'economia che stiamo studiando. Sia il governo che gli speculatori, al fine di prendere delle decisioni, valuteranno costi e benefici.

La variabile t indica il costo sostenuto dagli speculatori quando questi decidono di attaccare. Per esempio, questi potrebbe essere considerato il costo di *short selling* di una valuta. Sia che l'attacco fallisca, sia che vada a buon fine, questo onere deve essere considerato nel *payoff*. Ovviamente se lo speculatore non attacca non incorre in nessun costo.

D è il valore che lo speculatore ottiene nel caso l'attacco vada a buon fine. $D = (e^* - e)/e^*$ ed esso dipende sia dai fondamentali θ che dalla percentuale di speculatori a che ha attaccato.

In particolare, se consideriamo $D = g(\theta; a)$, allora possiamo dire che $g'(\theta; k) < 0$ e che $g'(k, a) > 0$. Ciò è facilmente intuibile dato che: maggiore è l'intensità dell'attacco, più ampia è la caduta del tasso di cambio; maggiore è il livello di fondamentali, minore è la caduta del tasso di cambio. L'influenza di a non è, però, diretta. L'attacco degli speculatori ha l'effetto di diminuire le riserve, intaccando i valori fondamentali e mettendo pressione al tasso di cambio.

Le variabili v e c indicano rispettivamente il valore aggiunto ed i costi che il governo incorre quando mantiene ancorato il tasso di cambio. Mentre v può essere considerata come sola funzione di θ , la variabile c dipende sia da θ che da a . L'intuizione è semplice. Il valore che il governo ottiene mantenendo ancorato il tasso, dipende da quei valori fondamentali che quantificano il rapporto commerciale con la zona economica al quale la divisa si riferisce, e non ha nulla a che vedere con il numero di speculatori che attaccano. Discorso diverso vale per i costi, i quali sono, naturalmente, crescenti all'aumentare degli speculatori che attaccano, mentre sono decrescenti all'aumentare del valore delle basi economiche. Anche qui l'intuizione è semplice. Ancorando il tasso di cambio, il governo rinuncia alla sua politica monetaria, limitandosi al solo utilizzo della politica fiscale per controllare inflazione e disoccupazione. Questo tipo di politica, come è noto, non è così agevolmente attuabile dato che richiede lunghi tempi di applicazione e, specialmente quando viene utilizzato l'aumento del prelievo fiscale, occorre far fronte al malcontento da parte della popolazione. Tralasciando per un momento la parte quantitativa, in v vi è un altro elemento fondamentale da aggiungere. Ciò non è propriamente un valore aggiunto, ma un costo di abbandono del tasso di cambio fisso. Questo è l'elemento che può fare la differenza tra lo SME e la Eurozone. Mentre per quanto riguarda l'uscita dallo SME questo costo è individuabile solamente con la perdita di credibilità da parte del paese in questione, nel caso della Eurozone, come già menzionato, i costi di uscita sono molto più significativi. Non solo vi sarebbe una perdita di credibilità, ma in aggiunta vi sarebbero tutti i costi connessi all'uscita dall'Unione Europea. Inoltre, a sommarsi a questi verrebbero anche gli eventuali effetti di *retaliation* da parte degli altri paesi appartenenti all'unione monetaria.

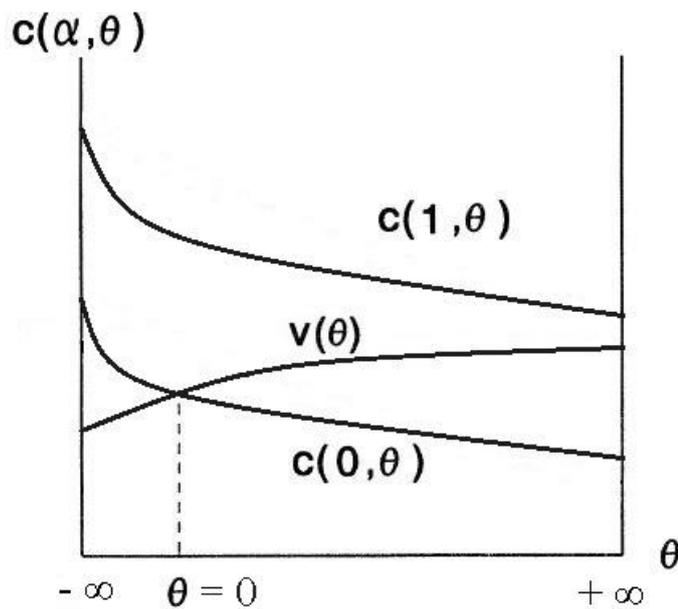
2.3. Assunzioni alla base del modello.

Al fine di permettere al nostro modello economico di funzionare devono essere fatte delle assunzioni di base che, seppur alcune molto astratte, sono supportate da una ragionevole intuizione economica. Le prime assunzioni riguardano la base del modello e sono, perciò, tratte da Morris e Shin. Per quanto riguarda le informazioni ricevute dagli speculatori, le ipotesi sono, invece, tratte dal modello di Prati e Sbracia.

Una prima assunzione riguarda il comportamento tenuto dagli agenti economici quando i valori fondamentali θ si trovano agli estremi, ovvero l'andamento di c , v e D quando questi tende a $+\infty$ o a $-\infty$.

A questo proposito è sensato ipotizzare che, quando i fondamentali sono pessimi (θ tende a $-\infty$), per il governo preso in considerazione non vi possa essere alcun vantaggio ad ancorare il proprio tasso di cambio, nemmeno nel caso in cui nessun speculatore decida di attaccare. Questa assunzione può essere tradotta come $c(\theta; -\infty) > v(-\infty)$. Siccome il *payoff* del governo quando il tasso non è ancorato è θ , con $c - v > \theta$ la strategia ottimale è quella di lasciare fluttuare la propria divisa. Questa è la situazione che comprende i paesi che non hanno fatto parte dello SME e di alcuni dei paesi che non sono ancora parte della Eurozone. Alcuni paesi dell'Europa dell'est riscontrerebbero sicuramente dei vantaggi dall'entrata nella Zona Euro ma, semplicemente, non rientrano nei requisiti del trattato di Maastricht. Alcuni di questi, infatti, si limitano a mantenere il proprio tasso di cambio ancorato all'euro. Sarà interessante osservare che proprio questi potrebbero diventare il *target* degli speculatori. Dato il forte impegno delle economie più stabili della Eurozone ad evitare una uscita dei paesi periferici, l'attenzione sugli aiuti ai paesi che fanno parte dell'UE, ma non ancora della Eurozone, potrebbe venire a mancare. Ciò rende le divise di queste economie vulnerabili ad attacchi speculativi. Tornando al nostro modello, siccome c è decrescente e continuo in θ , mentre v è crescente e continuo, esisterà un valore limite oltre al quale v è maggiore di c . Per semplicità definiamo questo valore $\theta = \theta$.

Grafico riguardante l'andamento di costi e benefici in relazione ai valori fondamentali, inseriti i valori estremi della variabile riguardante gli speculatori.



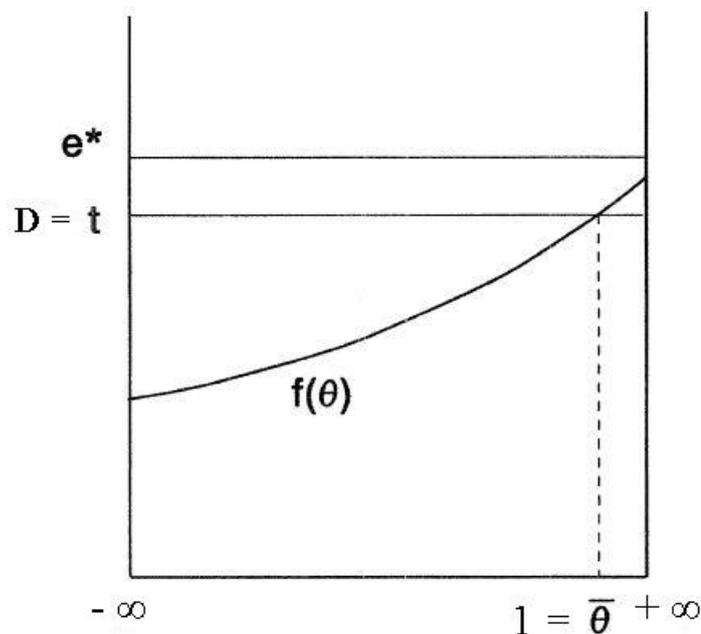
Fonte: "Unique Equilibrium in a Model of Self-Fulfilling Currency Attacks." di Stephen Morris e Hyun Song Shin (1998).

Ragionamento diverso avviene quando i fondamentali sono ottimi (θ tende a $+\infty$). In questo caso per il governo è sensato ancorare il tasso di cambio, ma ciò che è interessante analizzare è cosa accade al *payoff* degli speculatori. Quando questi si trovano a valutare dei valori fondamentali particolarmente buoni, non trovano alcun vantaggio ad attaccare, anche nel caso essi credano che tale attacco possa andare a buon fine. Questo perché il costo che grava su di essi per attaccare la valuta è molto più grande del piccolo guadagno ottenuto con la svalutazione. In termini matematici basta imporre che $t > D(+\infty, I)$. In questo modo $D - t < 0$ e, siccome il payoff ottenuto non attaccando è uguale a 0, non speculare sarebbe la strategia ottimale. Siccome t è una funzione costante in θ , mentre D è una funzione decrescente, esisterà un valore di θ prima del quale un attacco andato a buon fine genera guadagno per gli speculatori. Per semplicità definiamo tale valore $\theta = I$. In termini di situazione reale, uno speculatore non avrebbe alcun interesse ad attaccare un paese dai valori fondamentali buoni come quelli tedeschi. I motivi sono essenzialmente due: la bassa probabilità di successo dell'attacco speculativo ed il basso ricavo che si otterrebbe se effettivamente l'attacco andasse

a buon fine: ricavo che, quasi sicuramente, non sarebbe eccedente il costo della speculazione. Bisogna fare, però, attenzione alla situazione francese durante lo SME. Nonostante i buoni valori fondamentali economici, gli speculatori hanno ritenuto che vi fosse un potenziale guadagno attraverso l'attacco del franco.

Una seconda assunzione è che il governo decida di tenere il tasso di cambio fisso leggermente sopravvalutato rispetto a quello shadow, in modo che anche se $\theta = +\infty$ allora $f(\theta) = e < e^*$.

Grafico riguardante l'andamento del tasso di cambio al variare dei valori fondamentali del paese.

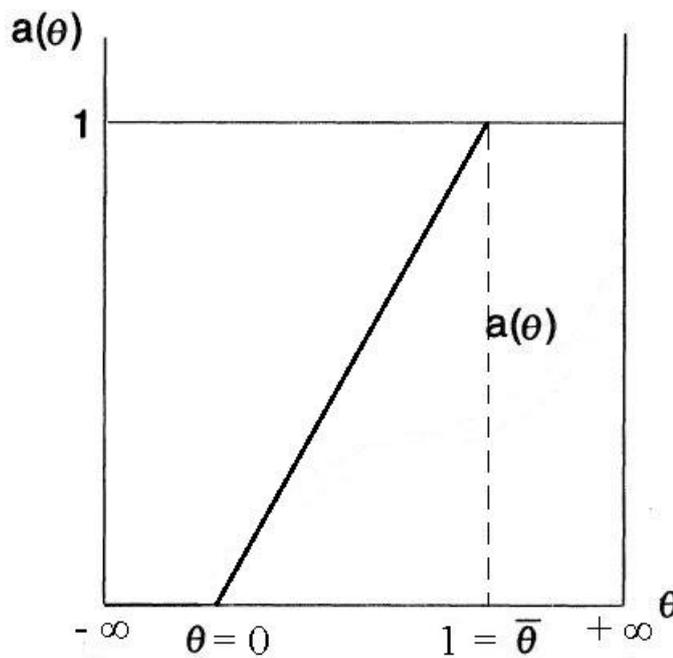


Fonte: "Unique Equilibrium in a Model of Self-Fulfilling Currency Attacks." di Stephen Morris e Hyun Song Shin (1998).

Grazie allo studio del *payoff* del governo possiamo ora definire una nuova funzione, ovvero $a(\theta)$. Per ogni valore assunto dalla variabile fondamentale, esiste una percentuale di speculatori critica che, se raggiunta, obbliga il governo a lasciare il proprio tasso di cambio fluttuare. In termini matematici, il governo riscontra $c > v$ quando $a > a(\theta)$. Ovviamente questa funzione è crescente in θ , dato che valori fondamentali più elevati implicano un livello soglia maggiore. Come può essere osservato nel grafico sottostante, le assunzioni sono

rispettate. Prima del valore $\theta = 0$ la funzione $a(\theta)$ vale 0, perché il pessimo valore delle variabili fondamentali fa sì che il tasso di cambio fisso sia insostenibile anche senza alcun tipo di attacco. Attraverso una semplificazione di questa funzione, però, possiamo trarre un'altra importante assunzione del modello. Poniamo che $a(\theta)$ sia proprio uguale a θ . In questo modo assumiamo che, con un $\theta \leq 1$ se tutti gli speculatori attaccassero ($a = 1$), il governo sarebbe costretto ad abbandonare la propria politica monetaria. In termini reali, se tutti gli speculatori potessero accordarsi e attaccare quando la situazione è effettivamente profittevole, l'attacco andrebbe a buon fine.

Grafico riguardante l'andamento della soglia critica di percentuale degli speculatori in relazione ai valori fondamentali.



Fonte: "Unique Equilibrium in a Model of Self-Fulfilling Currency Attacks." di Stephen Morris e Hyun Song Shin (1998).

Veniamo ora alle assunzioni aggiuntive poste dal modello di Prati e Sbracia sulle informazioni ricevute dagli speculatori. Ipotizziamo che essi non conoscano esattamente il valore θ , ma abbiano delle aspettative comuni, data la seguente funzione di distribuzione normale

$$\Omega \sim N(y, 1/\gamma),$$

con $\gamma > 0$. Siccome Ω è aspettativa comune a tutti gli speculatori, questa funzione di probabilità rappresenta l'informazione pubblica a loro disponibile. In questo modo γ rappresenta la precisione dell'informazione pubblica. Supponiamo inoltre che lo speculatore i riceva un segnale privato x_i , dato dalla seguente distribuzione normale

$$X_i \mid \theta \sim N(\theta, 1/\beta),$$

con X_i e X_j indipendenti per ogni $i \neq j$, e $\beta > 0$ che rappresenta la precisione dell'informazione privata.

Il termine “informazione pubblica” in Prati e Sbracia non è utilizzato come sinonimo di informazioni ufficiali, ovvero quelle rilasciate dalle autorità di un paese, ma come antinomia di informazione privata. L'informazione pubblica consiste in quei segnali che sono comuni a tutti gli agenti, ovvero pubblicamente osservabili da tutti, mentre l'informazione privata è diversa di agente in agente. In questa assunzione, un aumento della varianza della distribuzione dell'informazione pubblica, non è necessariamente dovuto ad un aumento del disturbo delle informazioni ufficiali, ma potrebbe essere causato da una maggiore incertezza dello scenario economico, comune a tutti gli agenti. Qualsiasi evento che sia pubblicamente osservabile che influisca sui valori fondamentali, incluse crisi valutarie altrove o instabilità politica, può essere etichettato come informazione pubblica. Appunto durante il periodo dello SME ciò che è avvenuto è una caduta della fiducia verso le informazioni condivise dagli agenti economici. Una volta che la crisi valutaria ha avuto inizio nei paesi più deboli, un maggior numero di speculatori ha iniziato a fare affidamento sui propri segnali privati. Una situazione ancora più lampante riguarda lo stato attuale della Eurozone. Il fatto che uno dei paesi europei abbia volutamente modificato le proprie statistiche al fine di rientrare nei parametri necessari all'utilizzo dell'euro, ha fatto diminuire la fiducia degli agenti economici sui dati ricevuti dalle autorità appartenenti alla Eurozone.

L'informazione privata nei modelli economici può sorgere da vari elementi. In generale, un disturbo che causa asimmetria informativa tra gli agenti può essere dovuto ad una discrepanza nel modo in cui le informazioni pubbliche vengono interpretate dai diversi

speculatori. Inoltre anche costi di acquisizione delle informazioni possono causare eterogeneità nel loro set informativo.

2.4. Lo sviluppo del modello.

La descrizione e le assunzioni fatte dal modello ci permettono di individuare tre principali situazioni che i paesi possono incontrare a seconda del valore dei loro elementi fondamentali:

- Quando $-\infty < \theta < 0$, i costi che il governo sostiene rinunciando all'utilizzo della propria politica monetaria eccedono i benefici per ogni valore della percentuale di speculatori che attacca. In questo caso il tasso di cambio fisso sarebbe una politica non attuabile (come già accennato a questa situazione potrebbero appartenere i paesi non aderenti alle due unioni monetarie);
- Quando $1 < \theta < +\infty$ gli speculatori non avrebbero alcun interesse ad attaccare la valuta, poiché i costi della transazione eccedono gli eventuali benefici nel caso l'attacco vada a buon fine. In questa situazione il tasso di cambio fisso sarebbe la politica ottimale da parte del governo, dato che i benefici eccederebbero i costi e, inoltre, gli speculatori non attaccherebbero (sicuramente la Germania, sia durante lo SME che durante la vita della Eurozone; nella situazione odierna, però, potrebbe essere inserita anche la Francia);
- Quando $0 < \theta < 1$ sia il governo che gli speculatori si trovano in una potenziale situazione profittevole. Se il governo decidesse di fissare il proprio cambio, otterrebbe benefici eccedenti i costi se la percentuale di speculatori che attaccano non fosse elevata. Allo stesso tempo, gli speculatori trarrebbero profitto nel caso l'attacco andasse a buon fine (questa è la situazione che comprende tutti i paesi che hanno deciso di mantenere fisso il proprio tasso di cambio, o che comunque hanno deciso di aderire all'unione monetaria, ma sono potenzialmente attaccabili, dall'Italia alla Francia durante lo SME e dalla Grecia all'Italia nella situazione odierna).

Mentre nelle prime due situazioni descritte il modello riesce a prevedere la conclusione dato il valore di θ , nella terza situazione, definibile come situazione *intermedia*, è necessario studiare anche altre variabili che possano influenzare il comportamento degli speculatori. Come già detto in precedenza, ci troviamo in una situazione nella quale lo studio dei puri

valori fondamentali dei paesi non è più sufficiente a spiegare come si scatenano gli attacchi speculativi. Come è possibile che durante lo SME, paesi con situazioni così diverse come Italia e Francia siano cadute sotto la pressione speculativa? La risposta a questa domanda è stata analiticamente discussa da Prati e Sbracia nel loro modello del 2002. Prima di passare al modello, già dal caso reale è osservabile una differenza tra i comportamenti degli speculatori verso i vari paesi. Durante lo SME a cadere sono stati prima i paesi scandinavi, poi Regno Unito e Italia, e solo successivamente la Francia. Questo può far intuire che, mentre per i primi paesi, sono le difficoltà economiche ad aver interessato gli speculatori, per la Francia il motivo è stato un altro. Il franco non sarebbe mai stato la prima valuta a cadere poiché godeva, insieme al marco, della maggiore credibilità. Il reale motivo scatenante l'attacco è che, caduti altri paesi, anche la credibilità francese è venuta a mancare e gli speculatori, forti della osservata mancanza di collaborazione tra i paesi, incominciarono a credere che l'intero sistema fosse ormai compromesso. Tornando al modello dei due studiosi italiani, si riesce a ricavare un determinato livello θ^* tale che $\theta < \theta^*$ implica $a > \theta$, costringendo il governo a rinunciare alla politica monetaria di tasso di cambio fisso, ed un valore del segnale x^* tale che, se uno speculatore ottiene un segnale $x_i < x^*$, allora $D > t$, e quindi attaccherà la valuta.

Alla base dei ragionamenti di Prati e Sbracia vi è l'incertezza degli speculatori riguardante il valore dei dati fondamentali. La maggior parte dei modelli precedenti, come quello di Obstfeld del 1986, erano ad informazione completa. Prati e Sbracia studiano, invece, gli effetti dell'incertezza data dal segnale privato ricevuto dagli speculatori, e dalla dispersione del segnale pubblico.

Per non ricadere nella situazione in cui gli speculatori hanno informazione completa sui valori fondamentali del governo, è necessario che l'informazione privata sia sufficientemente precisa nei confronti dell'informazione pubblica, in modo tale che gli speculatori ritengano la prima affidabile. La condizione di esistenza di unico valore di θ^* e di x^* di equilibrio data da Prati e Sbracia è la seguente:

$$\beta > \gamma^2 / 2\pi$$

Grazie al fatto che questa condizione porta ad un unico equilibrio, il mantenimento del tasso di cambio fisso dipende esclusivamente da quattro variabili: il valore reale di θ ed il

valore dei parametri y , γ e β . Calcolando l'effetto dei parametri sui valori "soglia" θ^* e x^* , possiamo poi calcolare l'effetto delle stesse e del valore reale di θ su $Pr(X_i \leq x^* \mid \theta)$, ovvero su a .

Mentre l'effetto di y su di θ^* e x^* è indipendente da altre variabili, l'effetto che hanno γ e β dipendono dalla bontà, non nel senso della precisione ma del valore atteso, dei segnali pubblici, ovvero da y . Prati e Sbracia derivano analiticamente per quali valori y possa essere considerato un segnale "buono", e per quali valori esso sia considerato "cattivo". Per nostra semplicità definiamo il valore limite y^* per il quale, se $y > y^*$, l'aspettativa sui valori fondamentali è "buona".

Gli effetti delle variabili sul valore limite θ^* sono:

- θ^* decresce al crescere di y : se y cresce significa che le aspettative comuni migliorano, portando meno speculatori ad attaccare. Meno attacchi causano costi minori. Questo porterà il governo a lasciare il tasso di cambio al di sotto di una soglia inferiore;
- θ^* decresce al crescere di γ se $y > y^*$: una maggiore precisione relativa dell'informazione pubblica porta gli speculatori a considerare tale informazione più affidabile. Se le aspettative dei valori fondamentali sono buone, tutti gli speculatori, facendo un maggiore affidamento sull'informazione pubblica, avranno meno incentivo ad attaccare. Per le stesse motivazioni sopramenzionate, il governo lascerà il tasso di cambio fisso a valori fondamentali inferiori. È vero il contrario nel caso le aspettative sui valori fondamentali non siano buone;
- θ^* cresce al crescere di β se $y > y^*$: come γ , β influenza la precisione relativa di informazione pubblica e privata. Una minore precisione relativa dell'informazione pubblica quando le aspettative sui fondamentali sono buone, induce a considerare questa meno affidabile, appoggiandosi maggiormente sull'informazione privata. L'effetto finale è quello di rendere gli speculatori più attratti ad attaccare, a differenza di in una situazione in cui le buone aspettative siano sostenute da una buona precisione. Anche in questo caso vale l'effetto contrario quando $y < y^*$.

Passiamo ora all'effetto delle stesse variabili su x^* :

- x^* decresce al crescere di y : l'intuizione è la stessa di quella per θ^* . Quando le aspettative condivise migliorano, gli speculatori sono meno attratti dall'attacco per ogni tipo di segnale privato. Questo vuol dire che essi attaccheranno solo se il segnale è inferiore ad un livello soglia più basso;
- x^* decresce al crescere di γ se $y > y^*$: per valori che rappresentano buone aspettative, un aumento della precisione dell'informazione pubblica implica una diminuzione del segnale sotto il quale gli speculatori decidono di attaccare. È vero il contrario nel caso le aspettative sui valori fondamentali siano cattive;
- x^* cresce al crescere di β se $y > y^*$; relativamente l'informazione pubblica è meno precisa, motivo per il quale, con delle buone aspettative comuni, una maggiore affidabilità relativa dell'informazione privata rende gli speculatori più attratti dall'attacco. Come sopra, è vero il contrario per $y < y^*$.

Bisogna osservare che l'effetto dei parametri su θ^* e x^* è essenzialmente il medesimo. Il dato più interessante è come gli speculatori interpretino le informazioni a loro date. Essi, nelle loro considerazioni, non tengono conto solamente delle aspettative proprie ed altrui, ma anche delle aspettative che gli altri speculatori hanno sulle aspettative altrui, e così via. È grazie a questo ragionamento che viene spiegata l'influenza della precisione delle informazioni pubbliche e private sulle azioni degli agenti economici presi in considerazione. Infatti le aspettative delle aspettative degli altri dipendono dal rapporto tra β e γ , poiché questi indica il peso relativo assegnato all'informazione pubblica e privata, ovvero quanto un individuo reputi che le proprie informazioni siano condivise dagli altri.

Quando uno speculatore riceve il segnale x_i , le sue aspettative sui valori fondamentali sono:

$$E[\Omega \mid x_i] = (\gamma y + \beta x_i) / (\gamma + \beta)$$

Supponiamo $y > y^*$, così che gli speculatori in media si aspettino dei buoni valori fondamentali. In questa situazione, se il rapporto γ / β fosse alto, gli speculatori sanno che gli altri agenti economici hanno formato le loro aspettative attribuendo un forte peso al segnale buono y , e saranno, perciò, meno inclini ad attaccare. Come risultato gli speculatori saranno meno aggressivi. Al contrario, se γ / β fosse basso, gli speculatori saranno meno inclini a fare

affidamento sul buon segnale y , perché sanno che i loro pari assegnano un maggior valore al proprio segnale privato.

Attraverso il ragionamento appena concluso possiamo derivare quali siano gli effetti dei parametri sulla percentuale degli speculatori che attaccheranno la valuta, ovvero $a = Pr(X_i \leq x^* \mid \theta)$:

- a è decrescente in θ : il valore reale dei fondamentali influenza il segnale privato ricevuto dagli speculatori. A parità di altri parametri, un più elevato valore di θ implica una minore probabilità che il segnale x_i sia inferiore a x^* , portando infine ad un minor valore di a ;
- a è decrescente in y : se le aspettative sui valori fondamentali migliorano, a parità di rapporto γ / β , diminuisce l'incentivo degli speculatori ad attaccare la valuta;
- a è decrescente in γ se $y > y^*$: come discusso in precedenza, quando vi sono delle buone aspettative, segnali pubblici più precisi portano gli speculatori a dare un maggior peso relativo a questo dato, diminuendo il numero di speculatori che attaccheranno la valuta. È vero il contrario quando $y < y^*$;
- a è decrescente in β se $\theta > x^*$: questo andamento potrebbe sembrare contro intuitivo. Dato il ragionamento precedente, un aumento di questo parametro implica una diminuzione di x^* , che ha l'effetto di diminuire a . Ciò che, però, deve essere considerato, è l'influenza di β sul livello di dispersione di x_i . Infatti un aumento della precisione del segnale privato diminuisce la probabilità che lo speculatore riceva segnali inferiori a x^* quando quest'ultimo è inferiore a θ .

Dopo questa dettagliata analisi delle variabili, è necessario osservare come tutte queste variazioni si siano effettivamente realizzate e come queste abbiano avuto influenza sul comportamento degli speculatori. Molto banalmente, la caduta dei paesi dai fondamentali economici più deboli ha creato una maggiore dispersione dell'informazione pubblica. Prati e Sbracia, nel loro lavoro, specificano le crisi valutarie "altrove" come elemento influenzante il proprio segnale pubblico. Tornando al caso dello SME, mentre prima della caduta di Italia e Regno Unito, gli speculatori ricevevano dalla Francia segnali tali da non considerarla vulnerabile (quindi un $y > y^*$ ed un γ / β elevato). Dopo la crisi valutaria, una maggiore

dispersione del segnale pubblico ha aumentato la probabilità di attacco del franco, data la diminuzione degli speculatori che facevano affidamento sulla bontà del segnale pubblico (il rapporto γ/β è diminuito e, come spiegato in precedenza, ciò aumenta la probabilità di attacco quando le aspettative sui valori fondamentali sono buone, quindi quando $y > y^*$).

Sebbene la situazione odierna sia molto simile a quella che ha portato alla crisi lo SME nel 1992, è necessario osservare come le differenze tra i due sistemi monetari portino ad una diversa percezione da parte degli speculatori, al fine di delineare un possibile scenario futuro.

Capitolo 3. La Zona Euro: le reazioni degli speculatori oggi.

3.1. Interpretazione del comportamento degli speculatori durante la crisi dello SME.

Dopo aver riassunto quali siano stati gli eventi rilevanti che hanno interessato il periodo della crisi dello SME, è possibile, anche attraverso il modello, interpretare come gli speculatori abbiano reagito ad ognuno di essi.

L'attacco speculativo è un fenomeno difficilmente studiabile, poiché non esistono dati dai quali sia possibile analizzare chi abbia partecipato agli attacchi speculativi e chi no. Rimane il fatto che la caduta repentina delle riserve detenute da una Banca Centrale possa essere interpretato come pressione speculativa, dato che questo è il metodo comunemente utilizzato dalle autorità al fine di far fronte ad una speculazione verso la propria valuta. Durante la crisi dello SME, diversi assottigliamenti di riserve si sono verificati. Questi hanno permesso l'individuazione delle tempistiche delle pratiche speculative da parte degli agenti economici. In particolare, per quanto riguarda l'attacco al Regno Unito, addirittura viene alla luce un nome, quello di George Soros. Verifichiamo ora come il modello avrebbe previsto ciò che è avvenuto durante l'intera vita dello SME.

Quando gli accordi dello SME sono stati stabiliti, la situazione economica nella quale si trovavano i paesi partecipanti non era sufficientemente stabile e l'integrazione economica era ancora ad uno stato embrionale. La mia interpretazione è che tutti i paesi partecipanti si trovassero in una situazione di valori fondamentali θ compresi tra 0 e 1 . Alcuni paesi, come Francia e Germania, erano dotati di valori più elevati, e, quindi, per il modello descritto, probabilmente tendevano ad assumere un valore vicino a 1 . Altri, come l'Italia, dotati di valori fondamentali molto deboli, si trovavano in una situazione più vicina all'altro valore soglia, ovvero allo 0 . Ciò che ha indotto gli speculatori a non attaccare, sin dall'inizio, le

valute appartenenti alla maggior parte dei paesi aderenti era la presenza dei vincoli ai flussi di capitale, i quali hanno l'effetto generale di aumentare i costi transattivi pagati dagli agenti economici quando questi intendano operare con le attività finanziarie di altri paesi. Un costo maggiore t porta gli speculatori a guadagnare da un attacco solo quando i valori fondamentali θ sono largamente inferiori ad 1 . La lira, invece, sostenuta da valori fondamentali economici molto inferiori, ha dovuto subire numerosi riallineamenti, nonostante la presenza di tale maggiorazione dei costi transattivi sostenuti dagli speculatori. In realtà, la valuta italiana era poco sostenibile anche in assenza di attacchi speculativi, motivo per il quale è lecita l'ipotesi che i valori fondamentali fossero inferiori a 0 , e quindi che i costi di sostenimento del cambio fisso fossero maggiori del valore aggiunto effettivo. Il comportamento del governo italiano può essere giustificato in previsione di un miglioramento dei valori fondamentali futuri e da vantaggi ottenibili nel lungo termine.

Durante lo sviluppo successivo dell'accordo monetario, l'integrazione tra le economie aderenti ha incominciato a rendere tale politica più conveniente. Nonostante i vincoli ai flussi di capitale vengano rimossi, le economie più solide sono ancora difficilmente attaccabili. In particolare l'economia tedesca ha, per certo, superato ampiamente la soglia del valore $\theta = 1$, trovandosi in una situazione inattaccabile. Inoltre, la convenienza derivante dall'accordo ha indotto gli speculatori a ritenere quella della Francia un'economia poco vulnerabile, mentre, nonostante i miglioramenti della situazione italiana, gli speculatori ancora considerano tale paese instabile e poco credibile, anche a causa dei continui riallineamenti già avvenuti in passato. Nel nuovo scenario entra anche il Regno Unito. Come già accennato, il momento nel quale questo paese decide di far parte degli accordi dello SME non è il più opportuno. Nell'anno di entrata, il 1990, il Regno Unito sta attraversando un grave periodo di recessione dovuto alla crisi dei mercati anglosassoni, il quale porterà ad una diminuzione della crescita del PIL del 6% nel giro di 2 anni. Ad accompagnarsi a questo vi sono altri due fattori. Il primo è la percezione da parte del mercato di una forte sopravvalutazione del valore di entrata della sterlina, mentre il secondo, di interesse europeo, è l'unificazione tedesca, evento che ha generato un susseguirsi di politiche da parte della Germania che hanno aggravato le situazioni economiche di tutti i paesi dello SME. Il valore di θ del Regno Unito può essere ipotizzato

essere solo leggermente superiore a quello italiano, nonostante la diversità delle situazioni dei due paesi.

Nel 1992, la situazione delle economie appartenenti allo SME si è aggravata rispetto ai miglioramenti avvenuti in precedenza. Nonostante ciò, la Francia è ancora considerata troppo stabile per essere sottoposta ad un attacco. Infatti, i paesi scandinavi prima, ed Italia e Regno Unito poi, cadono sotto la pressione speculativa. Il progressivo peggioramento delle economie di questi ultimi due ha convinto gli speculatori a ritenere non sostenibile le bande di oscillazione poste a lira e sterlina. L'attacco, conclusosi con successo, ha poi generato variazioni sulla percezione degli speculatori sui paesi rimasti. Nel modello di Prati e Sbracia, uno degli eventi specificatamente considerati causali di disturbi ai segnali pubblici è, appunto, una crisi valutaria altrove, la quale, in questo caso, è addirittura avvenuta in più paesi "economicamente vicini". Il maggiore disturbo, dovuto ad una caduta di credibilità causata da una mancata coordinazione tra i paesi del sistema ed a un aumento della confidenza da parte degli speculatori, ha indotto gli agenti economici a fare meno affidamento sui segnali pubblici, e di basarsi maggiormente sui propri segnali privati. Nel modello, questo può essere identificato come una diminuzione del rapporto γ/β . Questa variazione, quando l'economia che stiamo analizzando si trova in una buona situazione, ma non eccessivamente stabile (come invece potrebbe essere considerata quella tedesca), genera un aumento della probabilità con la quale gli speculatori attaccano la valuta supportata da tale economia. Difatti, l'anno successivo, anche la Francia, dopo ripetuti attacchi speculativi sostenuti dagli ingenti guadagni ottenuti dalle speculazioni precedenti, è stata costretta a scendere sotto la soglia della propria banda d'oscillazione. Per capire quanto fortemente può influenzare una caduta di credibilità dell'intero sistema sul singolo paese, è da sottolineare che tali attacchi avvennero nonostante il governo avesse espressamente dichiarato, più volte, la propria volontà di mantenimento della valuta entro tali bande.

3.2. Eurozone: perché eventi simili potrebbero portare ad una diversa conclusione.

Sono molti i punti in comune tra le situazioni del 1992 e del 2011. Come ho già delineato in precedenza, però, esistono dei sostanziali punti di diversità che non possono essere sottovalutati.

Nel giro degli ultimi anni, diversi avvenimenti possono aver deviato nuovamente l'attenzione degli agenti economici verso la situazione dei paesi europei. Al principio di tutto vi è la crisi finanziaria del 2008, la quale ha compromesso la stabilità economica di tutti le economie del mondo. Anche se con determinate asimmetrie, ovvero alcuni paesi ne sono stati più influenzati di altri, la grande crisi ha posto sotto stress l'intero sistema economico mondiale. Come ogni volta che avviene una crisi economica, sono i paesi più deboli a subirne gli effetti più rilevanti. Concentrando l'attenzione sulla Zona Euro, paesi come Portogallo, Irlanda, Grecia e Spagna (per l'appunto i PIGS), stanno faticando tuttora nel tentativo di uscire dalla situazione generatasi nel 2008. La Grecia, per esempio, continua ad accumulare tassi di crescita del PIL negativi, con una situazione che sembra aggravarsi con il tempo. All'inizio i PIGS avevano ottenuto gli stessi vantaggi avuti dai paesi economicamente più deboli durante la durata dello SME: tassi d'interesse più bassi, seguiti dall'espansione di un'economia non abituata ad un costo di finanziamento inferiore a quello precedentemente ottenibile. Tutto ciò, inoltre, aiutato dalla maggior sicurezza del commercio intra-europeo, siccome è stato eliminato il rischio del tasso di cambio ed è aumentata la coordinazione.

La situazione iniziale (quindi riguardante il periodo precedente al 2008) delle nazioni analizzate è migliore rispetto l'inizio dello SME. Paesi come Francia e Germania non hanno riscontrato il rischio di subire un attacco speculativo all'inizio dell'utilizzo dell'euro. I valori economici fondamentali θ di entrambi possono essere assunti essere superiori a I , mentre dentro la banda in cui la situazione potrebbe risultare ambigua (ovvero per $0 < \theta < I$) ipotizziamo Italia e Grecia. A differenza del periodo dello SME, però, la situazione italiana è migliorata, anche se non risulta ancora del tutto stabile. Il paese è la terza potenza della Zona Euro. Per quanto riguarda la Grecia, invece, i valori fondamentali di per sé renderebbero

difficoltoso persino un mantenimento del tasso di cambio ancorato all'euro, ma la forte credibilità goduta dalla *Eurozone* ha permesso al governo greco, nel tempo, di rimanere all'interno dell'unione monetaria senza pressioni speculative di rilievo.

Quando, nel 2008, sopraggiunse la crisi dei mercati finanziari globali, tra i paesi analizzati, fu la Grecia a subirne le conseguenze più gravi. Data la non assoluta stabilità di base, uno shock economico mondiale ne compromise la fragile solidità delle fondamenta. Il fatto che lo shock non sia stato del tutto asimmetrico, ha permesso ai vari paesi della Zona Euro, tra cui appunto Francia, Germania ed Italia, a trovarsi in una situazione in parte condivisa, non compromettendo, quindi, i delicati equilibri interni formati tra i paesi. Quando la crisi finanziaria si concluse, però, non tutti i paesi riuscirono a tornare rapidamente ad una situazione di stabilità pari a quella precedente. Com'era prevedibile, la Germania rimase la "locomotiva" dell'Europa, e riuscì ad uscire brillantemente dalla crisi, mentre la Francia ne venne fuori con più difficoltà. Per quanto riguarda l'Italia, l'uscita dalla crisi ha avuto un andamento simile a quello francese, condividendone la dinamica del tasso di crescita del PIL. La Grecia, invece, si trova, come già menzionato, ad affrontare una situazione critica, poi peggiorata da un altro avvenimento. Il vero *trigger* che ha reso possibile la generazione di un'ipotesi di crisi della *Eurozone* è stato la falsificazione greca dei bilanci pubblici. Quando, alla fine del 2010, è stata ufficializzata tale notizia, la Grecia, già in una pessima situazione economica, ha subito una perdita di credibilità tale da indurre gli speculatori a prendere in considerazione la sua uscita dall'Euro. Il problema di questo paese è che, oltre ad attrarre gli speculatori, la caduta di credibilità rende difficilmente rinnovabile il debito pubblico, a causa della mancanza di investitori che ritengono valida la possibilità di essere ripagati in un futuro. Queste premesse, accompagnate da un debito pubblico elevatissimo, espansosi nei periodi di basso costo di finanziamento, hanno condotto il paese verso una situazione insostenibile. Come per Italia e Regno Unito nel 1992, sembra che alla Grecia l'unica soluzione rimasta sia l'uscita dall'euro.

Il valore θ dei valori fondamentali greci è decisamente inferiore la soglia θ^* sotto la quale vi sarebbe giovamento da un abbandono dell'unione monetaria, grazie soprattutto ad una svalutazione della vecchia valuta. Come già anticipato, però, l'uscita dalla Zona Euro sarebbe troppo dispendiosa nel lungo termine. A differenza degli accordi riguardanti lo SME,

quelli della *Eurozone* non prevedono alcuna clausola di uscita, imponendo che l'abbandono dell'euro corrisponda ad un'uscita dall'UE. Nel lungo termine ciò implicherebbe che, a meno che la Grecia non riesca a raggiungere livelli economici estremamente solidi attraverso le proprie forze, la sua partecipazione agli accordi europei sia preclusa per il futuro. Data l'eventuale perdita di credibilità, inoltre, è altamente improbabile che la Grecia possa navigare in acque migliori singolarmente anziché all'interno della Zona Euro. Ciò induce il governo greco a ritenere priorità assoluta rimanere all'interno dell'unione monetaria, nonostante i costi sostenuti possano essere elevatissimi. Inoltre, i paesi "pilastri" della *Eurozone* non possono permettersi che uno dei paesi esca dall'accordo compromettendo la credibilità dell'intero sistema.

I motivi per i quali l'uscita della Grecia, o comunque di un paese, dalla Zona Euro non deve essere una soluzione plausibile per Francia, Germania ed Italia è il fatto che, come già avvenuto durante lo SME, la caduta di un paese interno all'unione monetaria creerebbe una sfiducia tale da espandere la crisi all'intero sistema. Se la Grecia cadesse sotto pressioni speculative sul suo default e, quindi, abbandonasse l'euro a causa della conseguente situazione che si verrebbe a creare, la storia si ripeterebbe ma con protagonisti diversi. La confidenza ottenuta dagli speculatori da un abbandono greco porterebbe ad un contagio in Spagna, Portogallo ed Irlanda. In realtà pressioni speculative verso questi paesi sembrano già aver avuto luogo, anche se in entità minime, ma nessuno tra questi è ancora effettivamente a rischio abbandono. La sfiducia creata dalla falsificazione dei bilanci ha fatto sì che tutte le economie soggette al peso di un imponente debito pubblico e caratterizzate da una fragile stabilità siano divenute oggetto di interesse degli agenti economici. L'uscita dagli accordi da parte di questi paesi, appunto i PIGS, avrebbe lo stesso effetto dell'abbandono di Regno Unito ed Italia nel 1992, ovvero una diminuzione di credibilità tale da intaccare anche la fiducia verso la stabilità di quelle economie considerate difficilmente attaccabili, come la Francia allora e l'Italia oggi.

Esiste un elemento aggiuntivo, rispetto al 1992, che rende la crisi della *Eurozone* molto più improbabile: la coordinazione venutasi a formare tra i paesi partecipanti. La Grecia non è solamente parte di un accordo monetario, ma di un intero sistema costituito con lo scopo di coordinare le proprie politiche in modo da preservare la stabilità e l'integrazione di

ogni paese appartenente. Lo dimostra la creazione del cosiddetto “Fondo salva stati” (tecnicamente Efsf), del quale, paesi dalle solide economie come Germania e Francia, sono i maggiori contribuenti. Questo fondo ha la funzione di salvare le nazioni in difficoltà economiche per evitarne un eventuale default, il quale genererebbe un’uscita dalla *Eurozone*. La creazione di questo fondo è, ovviamente, un’informazione conosciuta da tutto il mercato che dovrebbe scoraggiare gli speculatori, portandoli a “scommettere” su altre attività del mercato. Inoltre, l’importanza dell’Efsf è data non solo dalla volontà di cooperare europea, ma anche dal fatto che il default greco avrebbe altri due effetti disastrosi anche senza che ciò porti ad un’uscita dall’unione monetaria:

- I titoli del debito pubblico greco sono, in gran parte, posseduti da banche tedesche e francesi. Un default greco avrebbe l’effetto di generare gravi problemi nei bilanci di tali banche e genererebbe una crisi all’interno del sistema finanziario di questi paesi, a causa delle pesanti minusvalenze sui titoli pubblici;
- L’economia mondiale è caratterizzata da un bipolarismo composto dalle due superpotenze: Usa e China. L’Europa in questo confronto conta una piccola parte, ma ancora significativa, siccome a livello di accordi internazionali possiede ancora un buon *share* di diritti di parola. Se la credibilità dell’economia del continente europeo (nonostante questo non sia composto solo da paesi utilizzando l’euro ma è comunque fortemente influenzato dall’andamento di tale valuta) dovesse venire meno, uno sviluppo futuro degli accordi internazionali porterebbe l’Europa a giocare un ruolo inferiore nelle alleanze economiche mondiali.

I paesi europei non possono permettersi una crisi di tale portata se vogliono ancora essere considerati potenze di influenza mondiale.

Per gli eccessivi costi che verrebbero sostenuti dalla Grecia da sola, e per la volontà di tutti i paesi di sostenere un’economia più debole anche per il proprio interesse, l’abbandono dell’euro è una politica, se non impossibile, altamente improbabile.

3.3. Il comportamento degli speculatori oggi.

Come rilevato nel periodo subito precedente il maggio 2011, vi è comunque una porzione di speculatori che ritiene possibile una crisi della *Eurozone*. Il modello di Prati e Sbracia, così come è strutturato, ipotizza un certo *noise* dell'informazione ricevuta dagli speculatori. Rimane quindi plausibile che esista un certo numero di agenti economici che, attraverso i segnali ricevuti, ritenga possibile ottenere profitto attraverso un attacco speculativo ai paesi della Zona Euro. È, però, altamente improbabile che la quantità soglia di speculatori necessari a mandare in crisi l'intero sistema sia raggiunta. Inoltre, anche nel caso questa soglia venga superata, le economie più stabili avrebbero interesse ad erogare aiuti economici a proprie spese per evitare che tale crisi possa causare disagi anche al proprio interno.

L'unico elemento che potrebbe generare un intenso attacco futuro è un'eventuale mancanza di cooperazione. Nel caso in cui il fondo costituito fallisca nel suo intento e paesi come Germania, Francia ed Italia smettano di erogare finanziamenti ai paesi in difficoltà, concentrandosi solamente sulle proprie politiche, la *Eurozone* sarebbe condannata allo stesso destino dello SME, la cui crisi fu, infatti, causata anche da una mancata cooperazione tedesca con gli altri paesi.

Come già accennato, l'attenzione degli speculatori in questo periodo si potrebbe concentrare, invece, su quei paesi fortemente connessi alla *Eurozone* ma che non vi appartengono, ovvero i paesi dell'Europa dell'Est. All'interno di essi sono in atto diverse politiche dispendiose per le proprie economie, finalizzate al raggiungimento futuro dei parametri di Maastricht. Alcune nazioni, come Bulgaria, Lettonia e Lituania mantengono il proprio tasso di cambio ancorato all'euro, mentre altre, come Repubblica Ceca, Polonia ed Ungheria, conducono una politica di cambi fluttuanti. Queste economie sono molto instabili e sono caratterizzate da bassa credibilità, dovuta anche al fatto che alcune di esse sono molto giovani. Gli agenti economici percepiscono tale fragilità e, dati gli alti costi sostenuti da queste per entrare nella Zona Euro, sono ragionevolmente attratti dalla speculazione sulle loro valute, soprattutto in un periodo in cui persino l'unione monetaria europea in sé è messa in discussione. Germania, Italia e Francia, inoltre, hanno concentrato i propri sforzi economici a

favore dei PIGS e difficilmente saranno disponibili a sostenere anche le economie dell'Est. Le conseguenze di un'eventuale riuscita, non proprio impossibile, di un attacco speculativo sarebbero devastanti, in particolare a causa di una pratica diffusa in tutti i paesi sopraelencati: la prassi di richiedere finanziamenti in euro. Un'elevata percentuale di finanziamenti e prestiti erogati in questi paesi sono, per scelta, denominati in euro, nonostante questa non sia ancora la valuta ufficiale. La motivazione principale è che al momento della scadenza di essi, è in previsione che il paese sia già entrato nella *Eurozone* e, di conseguenza, che la valuta nazionale sia la moneta unica. Un'eventuale attacco speculativo costringerebbe il deprezzamento (o la svalutazione a seconda che il tasso di riferimento sia fluttuante o fisso) di tali valute nei confronti dell'euro, causando la proroga dell'adesione agli accordi monetari e rendendo tali finanziamenti molto più costosi e difficilmente rimborsabili.

Queste passività, i cui creditori sono principalmente dei paesi interni alla *Eurozone*, potrebbero non essere rimborsate a causa dei costi più elevati, e generare comunque pressione all'interno dell'unione monetaria, la quale, già impegnata ad affrontare una crisi interna, potrebbe non avere la forza di sopportare pressioni da entrambi i fronti e non riuscire nel proprio intento di mantenere i PIGS all'interno della Zona Euro.

In conclusione, attraverso un attacco indiretto, gli speculatori potrebbero comunque scatenare, in modo completamente diverso rispetto al 1992, un effetto a catena che porti alla crisi la *Eurozone*.

Bibliografia.

- “The European Monetary System: Crisis and Future.” di Dominick Salvatore (1996).*
- “Interpreting the ERM crisis: country – specific and systemic issues.” di Willem H. Butter, Giancarlo M. Corsetti e Paolo A. Pesenti (1998).*
- “Growth Differentials in the EMU: Facts and Considerations.” di Nouriel Roubini (2007).*
- “Is EMU more resilient today than ERM during the early 1992 crisis?” di Nouriel Roubini (2010).*
- “European Recession Redux? Similarities between 1992 and 2008 are striking.” di Eric Chaney (2008).*
- “What are the Chances of an EMU Breakup?” di Nouriel Roubini (2011).*
- “Eurozone internal imbalance” di Dominic Bryant (2008).*
- “International Economics: Theory & Policy” di Maurice Obstfeld & Paul Krugman 8th version (2010).*
- “Why Europe will emerge stronger from the economic crisis.” di Justin Vaïsse (2011).*
- “A model of Balance-of-Payments crises.” di Paul Krugman (1979).*
- “Rational and self-fulfilling Balance-of-Payments Crises.” di Maurice Obstfeld (1986).*
- “Dallo SME verso l’unione economica e monetaria europea.” di Giovanni Ferri (2010).*
- “Unique Equilibrium in a Model of Self-Fulfilling Currency Attacks.” di Stephen Morris e Hyun Song Shin (1998).*
- “Currency crises and uncertainty about fundamentals.” di Alessandro Prati e Massimo Sbracia (2002).*

“Politica Economica. La teoria e l’Unione Europea” di Ugo Marani, Rosaria R. Canale, Oreste Napolitano e Pasquale Foresti(2008).

“Euro-salvataggi. L’uscita dall’euro non è un’opzione, il default sovrano sì.” di Mario Seminerio (2011).

“East Europe won’t find quick fix to currency risk, Fitch says” di Agnes Lovasz (2010).

“Eurozone Meltdown: eight scenarios how the unthinkable might happen.” da Eurointelligence AISBL (2009).

Siti internet:

<http://www.tradingeconomics.com>

<http://www.roubini.com>