

La crisi dell'EURO

**M.Lossani
(Università Cattolica di Milano)**

8 Gennaio 2013

Dall'EPU allo SME

Al termine del secondo conflitto mondiale continente europeo devastato.

Viene prontamente avviato processo di cooperazione economico-valutaria volto a favorire la ripresa dell'integrazione all'interno della regione europea con duplice obiettivo.

- Favorire sviluppo relazioni commerciali per sostenere la crescita.
- Creare le condizioni per realizzare (nel più lungo periodo) **l'unificazione in ambito politico.**

Nell'arco di meno di 30 anni vengono create numerose istituzioni a questo scopo: EPU, CECA, EURATOM, CEE e da ultimo lo SME.

SME accordo di cambio fisso che viene costituito con obiettivo di ricreare zona di stabilità valutaria in Europa e di generare le condizioni utili per introdurre una moneta unica, una tappa intermedia verso il processo di unificazione politica (cfr. Delors).

Costituzione UME

- **1990-98:** processo di unificazione guidato dal rispetto dei requisiti di convergenza del Trattato di Maastricht che garantiscono creazione di un'area monetariamente integrata in cui
- Finanze pubbliche ordinate
- Inflazione bassa
- **Consentono l'avvio di un processo di unificazione monetaria che dovrebbe garantire il mantenimento dell'inflazione su livelli bassi e stabili.**
- **Non vi è nessun meccanismo/istituzione/regola che garantisca la convergenza reale e/o ciclica.**

GIUSTIFICAZIONI DEGLI INDICATORI DI CONVERGENZA

- stabilità valutaria:
Assenza di particolari fluttuazioni/volatilità del tassi di cambio prova il raggiungimento dell'equilibrio esterno, inteso come assenza di tensioni sul fronte dei conti con l'estero.
- convergenza dei prezzi:
Livello di inflazione basso e simile trova ragione nella necessità di realizzare Unione Monetaria con modalità che assecondino i secondo i desideri del leader (=Germania)
limitare variazioni dei tassi di cambio reali dovute a differenziali inflazionistici, in presenza di cambi fissi.
- convergenza dei tassi di interesse:
Livello di tassi di interesse a lungo termine basso e simile trova ragione nel fatto che in un'area monetariamente e finanziariamente integrata, in cui i cambi sono credibilmente fissi, l'unica fonte di divergenza tra i tassi può essere il *default risk*

- **assenza di squilibri di finanza pubblica:**

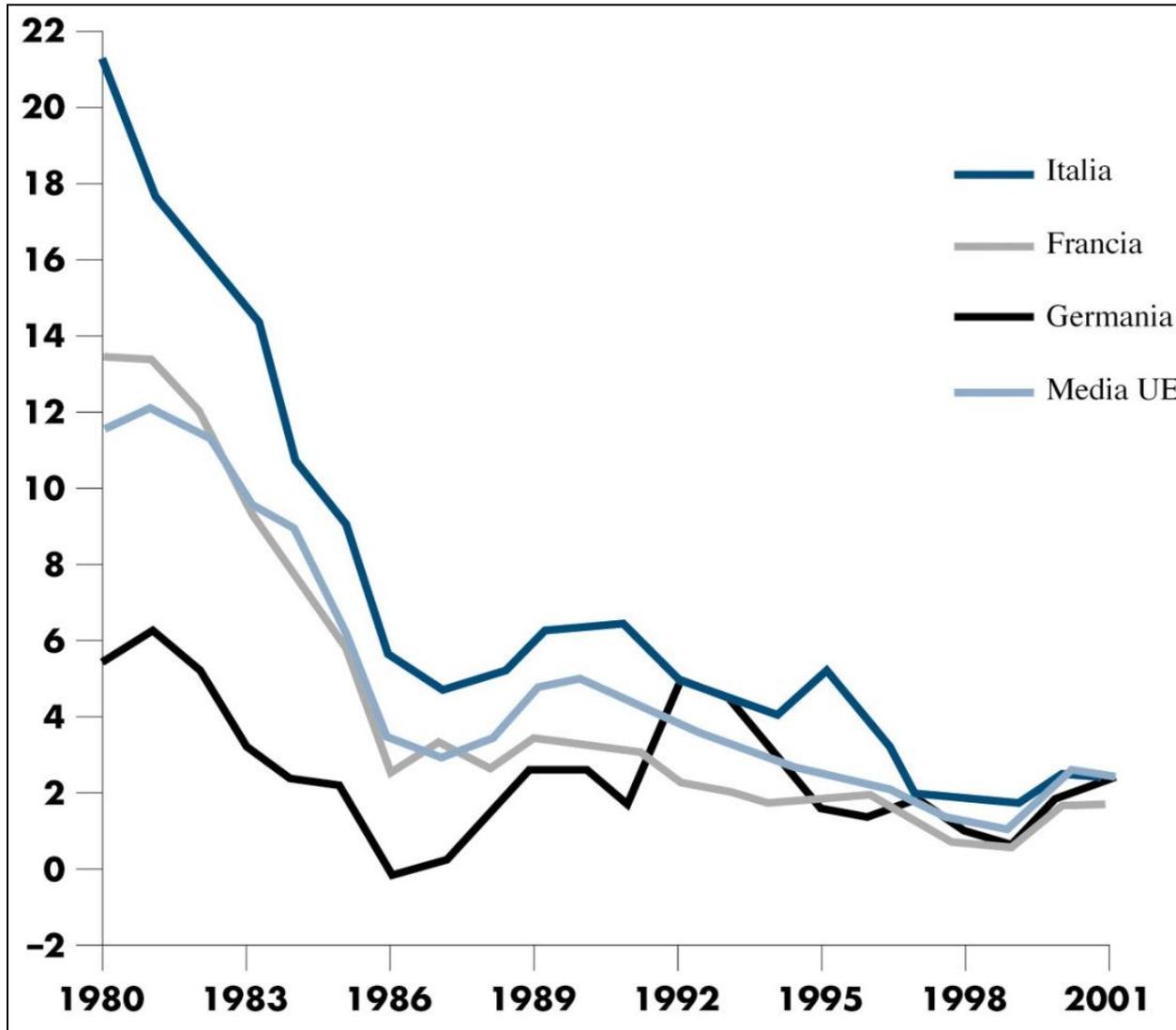
rapporto debito/PIL non superiore al 60%.

- **Livello del rapporto debito/PIL non superiore al 60% non trova alcuna giustificazione teorica. Il valore di tale rapporto è infatti la semplice media ponderata dei rapporti debito/PIL esistente nei vari paesi europei nell'anno 1991.**

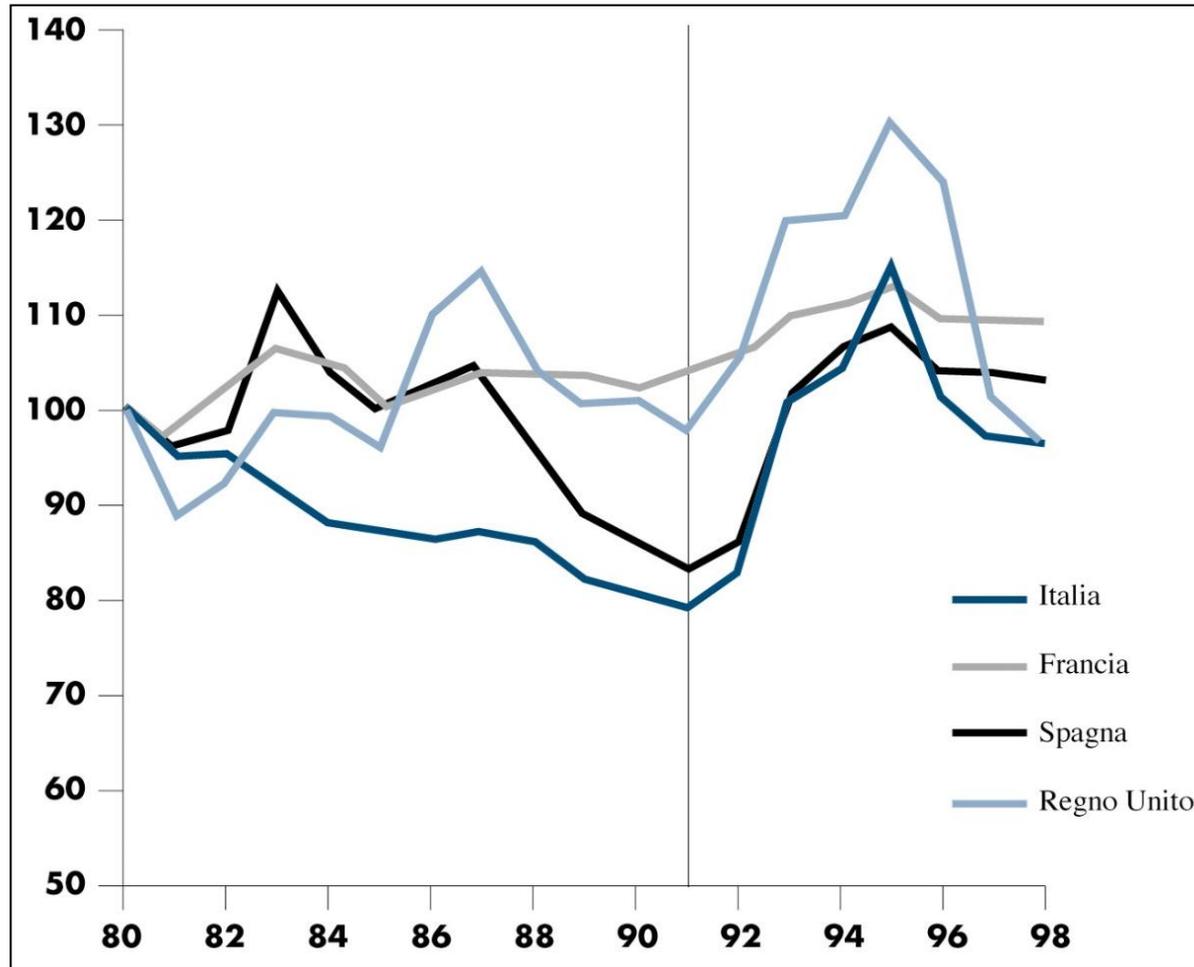
rapporto deficit/PIL non superiore al 3%.

- **Livello del rapporto deficit/PIL non superiore al 3% trova ragione nella condizione di stabilizzazione del rapporto debito/PIL al 60% una volta ipotizzata un tasso di crescita del PIL nominale del 5% negli anni successivi.**

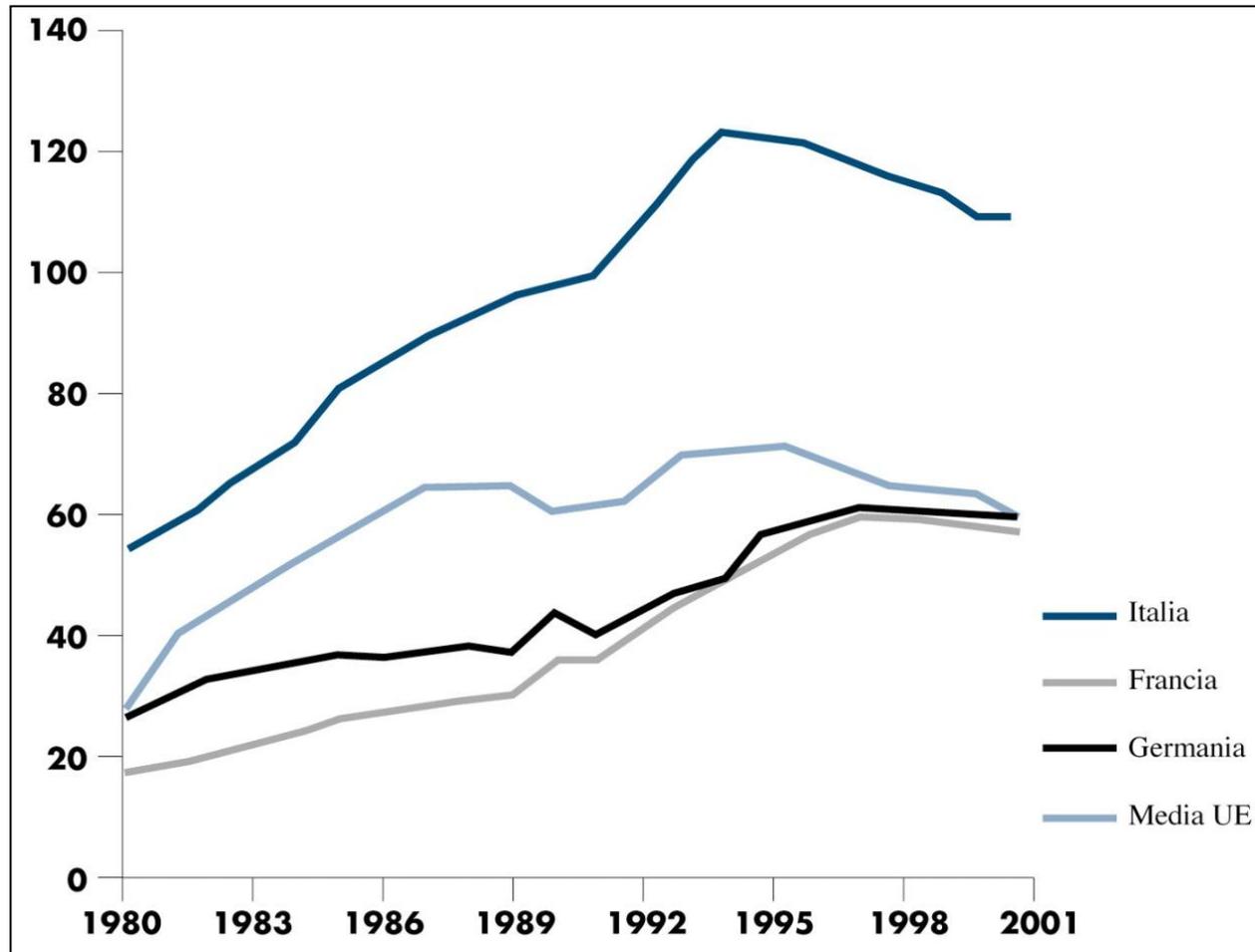
Tasso di inflazione



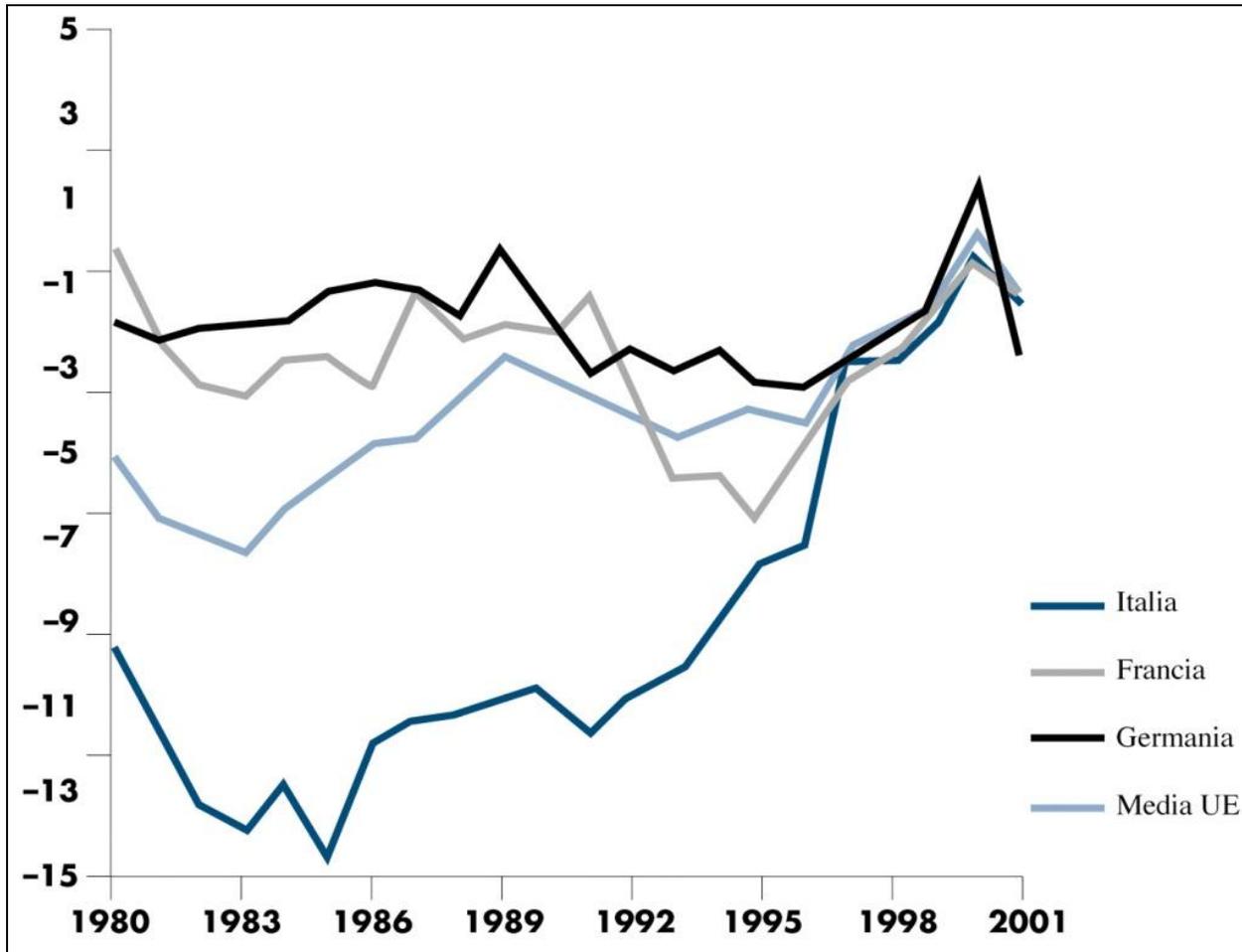
Tasso di cambio reale



Debito pubblico



Deficit pubblico



SIGNIFICATO INDICATORI DI CONVERGENZA

1. CONVERGENZA MACROECONOMICA

- Indicatori di convergenza di Maastricht sono indicatori di convergenza nominale che se soddisfatti garantiscono bassi tassi di interesse e bassa inflazione, le condizioni ideali per avviare processo di crescita sostenuta nel tempo.**
- Crescita sostenuta non garantisce necessariamente la sopravvivenza nel tempo di un'unione monetaria composta da economie che possono attraversare fasi cicliche diverse o possono soffrire di asimmetrie strutturali.**

2. CONVERGENZA CICLICA

- **Convergenza ciclica è importante perché difficilmente due economie che stanno attraversando fasi contrapposte del ciclo riescono a sostenere un cambio fisso o la moneta unica. Ad esempio un'economia in forte espansione ha bisogno di un apprezzamento del cambio reale per sottrarre domanda e inflazione al sistema, mentre un'economia in recessione ha bisogno di un deprezzamento del cambio reale.**
- **Per misurare convergenza ciclica è necessario passare dagli indicatori nominali a quelli reali, quali tasso di disoccupazione, tasso di interesse reale, tasso di disoccupazione, tasso di crescita del PIL reale.**

3. CONVERGENZA STRUTTURALE

- **Convergenza strutturale viene raggiunta quando i paesi membri di un'unione monetaria condividono le stesse caratteristiche strutturali definite in termini di occupazione e produzione, grado di regolazione/flessibilità dei mercati, dipendenza petrolifera, funzionamento dei mercati finanziari, efficienza del sistema impositivo etc.**
- **In presenza di divergenza strutturale diventa possibile che uno shock originariamente simmetrico determini conseguenze asimmetriche che producono divergenza ciclica.**

Per ridurre il rischio di shock asimmetrici che producano divergenze nel ciclo economico è necessario perseguire – almeno nel lungo periodo – un processo di convergenza strutturale.

Tuttavia anche nelle unioni monetarie di successo – come gli USA – la convergenza strutturale è al più solo parziale e richiede molto tempo prima che si possa realizzare.

La questione rilevante diventa: come è possibile mantenere in vita una moneta unica, in attesa che si venga a manifestare una (almeno) parziale convergenza strutturale?

La risposta si fonda sulla presenza di elementi – condivisi tra i paesi membri dell’unione monetaria – che possono essere considerati sostituti della

- Flessibilità del tasso di cambio**
- Indipendenza della politica monetaria**

In gergo tecnico ciò significa identificare le caratteristiche di un’Area Valutaria Ottima (AVO), che sono normalmente costituite da:

- Grado elevato di mobilità del lavoro**
- Sistema di federalismo fiscale**

che sono mancanti all’interno della regione europea.

UME nasce con un disegno istituzionale incompleto, inadatto a sopportare eventuali shock – come quello veicolato dalla crisi del 2007-08!

CRISI dell'EURO: 3 FASI

- **1990-98:** *sovereign risk* ed *exchange rate risk* vengono progressivamente rimossi.
- **1998-08:** eliminazione *exchange rate risk* comporta annullamento de facto *sovereign risk*.
- **2008-12:** *sovereign risk* ritorna ad assumere dimensioni rilevanti. Nel corso degli ultimi mesi del 2011 riappare *exchange rate risk*.

CRISI del'EURO: 3 FASI

- **1990-98:** processo di unificazione guidato dal rispetto dei requisiti di convergenza del Trattato di Maastricht.
- **1998-08:** intensificazione della “great moderation” e “apparente” perfetta integrazione europea.
- **2008-11:** scoppio bolla sub-prime comporta operazioni di bail-out di dimensioni senza precedenti che – complice la bassa crescita – rendono rapidamente insostenibile il debito sovrano di molte nazioni.

DOMANDA

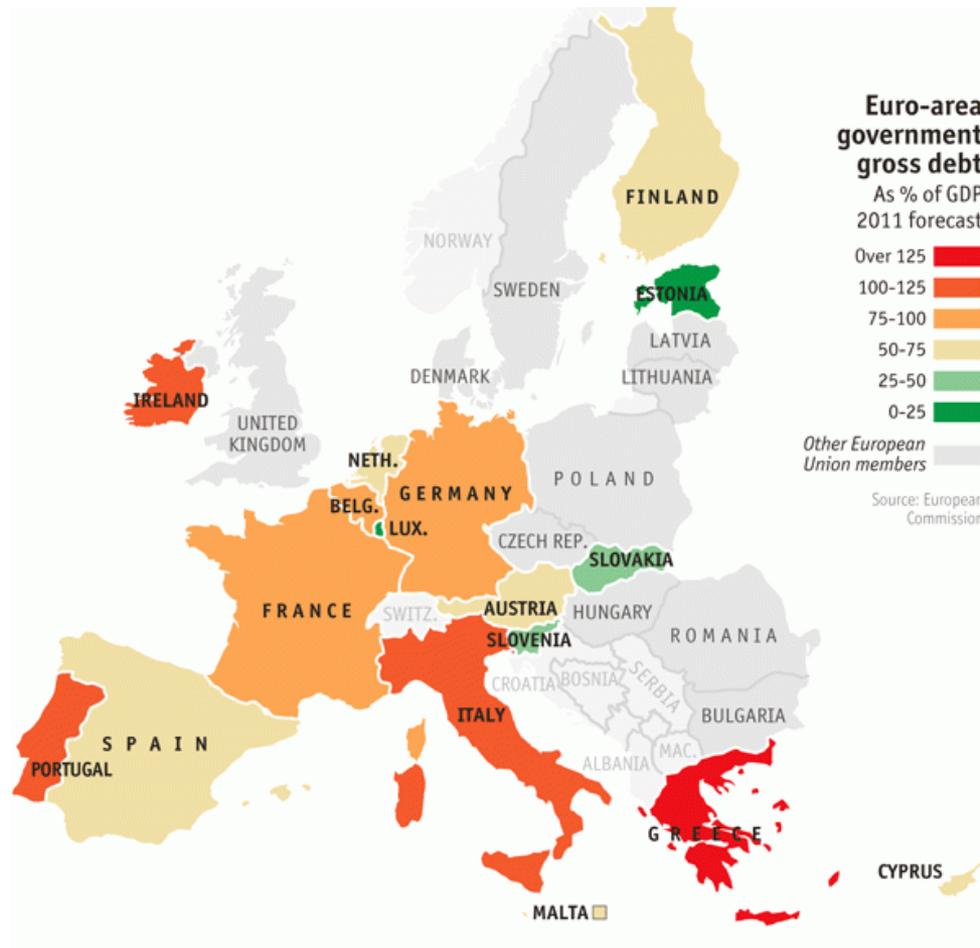
Come può una crisi finanziaria che nasce in USA e che colpisce il settore privato statunitense diventare una crisi europea che coinvolge i debitori sovrani?

Le reazioni dei governi e delle autorità monetarie

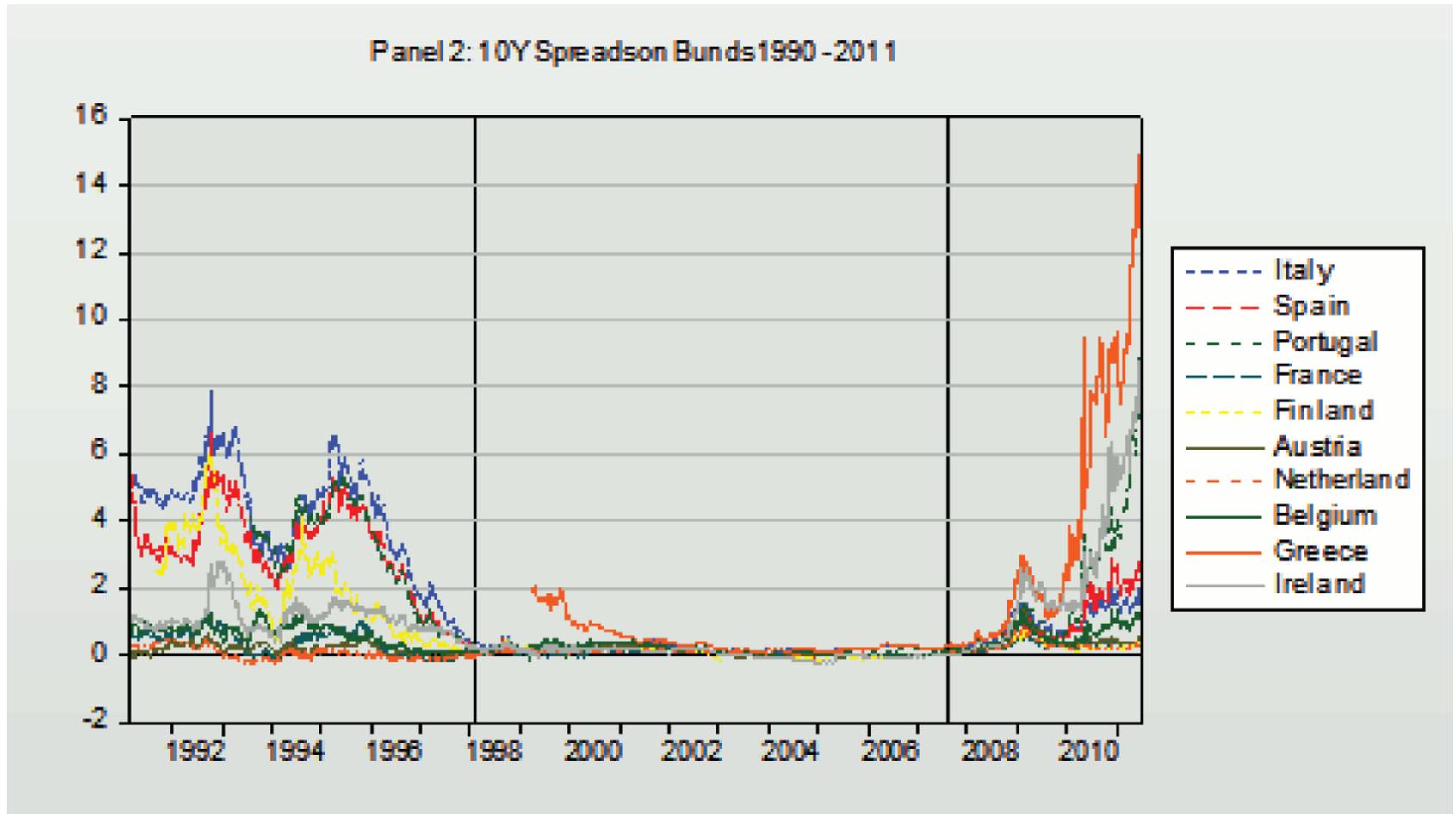
Operazioni di salvataggio senza precedenti negli USA e in Europa per contrastare crollo dell'attività economica e diffusi fallimenti istituzioni finanziarie.

Governi e Banca Centrali sostengono la domanda aggregata in forte calo a causa della improvvisa riduzione della domanda del settore privato attraverso

- Politiche monetarie fortemente espansive (tassi ufficiali prossimi allo zero e avvio di politiche di *quantitative easing* quasi ovunque).
- Deficit fiscali elevati (9% del Pil paesi avanzati) dovuti anche a “socializzazione” gravi perdite società finanziarie (=iniezioni di capitale pubblico, elaborazione di schemi di garanzia sui prestiti, iniezioni di liquidità concertate con Banche Centrali). I deficit elevati uniti a trasferimenti straordinari comportano crescita immediata e consistente dei debiti pubblici.



La crisi dei debiti sovrani europei: alcuni grafici



CRISI dell'EURO: 1998-08

Doppio “effetto nirvana”

- Paesi EMU deboli (PIIGS) incassano i benefici dell'EURO (e della great moderation) senza avviare alcun piano (costoso) di riforme strutturali necessarie per rendere più sostenibile nel tempo la loro partecipazione a unione monetaria, favorendo la convergenza strutturale.
- Istituzioni europee e governi nazionali non realizzano nessun vero passo in avanti sul fronte delle istituzioni comunitarie e/o dell'approfondimento del processo di integrazione.

EFFETTO NIRVANA: UN ESEMPIO CONCRETO

- Tassi di interesse attuali dei PIIGS sono circa la metà di quelli esistenti nel 1995.
- Spread attuali sono circa due terzi degli spread esistenti nel 1995.
- Nel caso italiano ciò ha consentito un risparmio della spesa per interessi sul debito pari a 6 punti percentuali di Pil, ma non ha favorito alcun piano di aggiustamento strutturale.

CRISI del'EURO: 2010-11

Doppio “effetto too much - too late”

- Paesi EMU deboli (PIIGS) costretti a realizzare piani di consolidamento (o aggiustamento) fiscale dagli effetti fortemente recessivi che tendono ad aggravare la insostenibilità delle loro finanze pubbliche (anche perché troppo incentrati su maggiori tasse anziché sui tagli alle spese)
- Istituzioni europee e governi nazionali – pressate dalla crisi montante e dal rischio di contagio – per rendere economicamente sostenibile nel breve UME introducono nuovi strumenti/istituti (SMP, EFSF) che si rischiano di rivelarsi politicamente insostenibili nel medio/lungo.

Come si è arrivati a questo punto?

“The eurozone was glued together by the convergence of low real interest rates sustaining growth, the hope that reforms could maintain convergence; and the prospect of eventual fiscal and political union. But now convergence is gone, reform is stalled, while fiscal and political union is a distant dream.”

(Nouriel Roubini, Financial Times, 15 Luglio 2011)

- Emerge un quadro ricco di squilibri sia dal lato dei flussi che da quello degli stock, sia per quanto concerne la situazione dei conti con l'estero che per quanto riguarda l'evoluzione della contabilità del settore pubblico e privato, in cui si sviluppano gli effetti della crisi del *sub-prime* originata negli USA a partire dall'agosto 2007.
- In rapida sequenza, lo scoppio della bolla immobiliare e l'inizio della crisi del *subprime* innescano una serie di reazioni che mettono immediatamente a nudo le fragilità e gli squilibri esistenti all'interno dell'Eurozona.

La crisi si manifesta in

- **Spagna e Irlanda** – ove originariamente è il settore privato a contribuire alla formazione di ampi deficit correnti e all'accumulazione di debito estero – che in
- **Grecia e Portogallo**, ove invece è il settore pubblico a generare squilibri considerevoli che conducono alla creazione sia di un ingente debito pubblico che di ampi deficit correnti, che contribuiscono a far crescere rapidamente il debito estero.
- **Italia** ha invece il suo maggior punto di debolezza – oltre che nell'elevata consistenza del debito pubblico – nella bassa crescita che sembra avere ormai assunto una connotazione strutturale.

- In particolare la crisi è resa ancora più devastante dalla presenza di un particolare elemento: l'assenza (sino a settembre 2012) di un vero prestatore di ultima istanza per i debitori sovrani. La crisi svela una profonda fragilità, riconducibile alla emissione di debito sovrano denominato in una moneta su cui nessun stato membro dell'UEM ha il diretto controllo. Una situazione non diversa da quella di molte economie emergenti che per lungo tempo hanno sofferto del cosiddetto "peccato originale" e che conduce a un approfondimento della crisi che sembra portare al collasso della stessa unione monetaria.
- Emerge quindi anche la **necessità di una revisione dell'assetto istituzionale** che contempra anche l'assegnazione di adeguate funzioni di coordinamento, supervisione e controllo ad autorità sovranazionali.
- **Un passaggio che richiede inevitabilmente l'unificazione sul piano politico.**

La Nuova Governance europea. LE MODIFICAZIONI GIA' ADOTTATE

- Sotto lo stimolo dell'emergenza e la pressione dei mercati, non solo si è intervenuti con politiche di supporto ai paesi in difficoltà, ma in poco più di un anno si sono fatti più passi avanti nella direzione dell'integrazione delle politiche economiche e fiscali che nei dieci anni precedenti.
- In un'escalation temporale scandita da drammatici vertici intergovernativi, ripetute riunioni dell'Ecofin, accordi del Consiglio europeo, tabù che apparivano insormontabili sono stati via via superati e l'Eurozona ha finito con il darsi alcuni degli strumenti e delle istituzioni simili a quelle degli stati federali.

La Nuova Governance europea. LE MODIFICAZIONI DA ADOTTARE

- **Tuttavia, appare sempre più evidente che questi passi non sono sufficienti**
- **Problema fondamentale dell'UME è la mancanza di una chiara attribuzione di sovranità.**
- **L'assenza di una soluzione chiara a questo problema squisitamente politico limita gli interventi tecnici possibili e rende non pienamente efficaci quelli già approvati**

- **Necessario un esplicito trasferimento di sovranità alle istituzioni europee, maggiore di quanto previsto dai pur estesi meccanismi di coordinamento (migliorati recentemente).**
- **Tale passaggio di sovranità non può avvenire nei confronti di un organismo tecnico-burocratico come la Commissione, e tantomeno nei confronti di un direttorio come quello che esisteva sino alla fine 2011 (“Merkozy”).**
- **Necessario un rafforzamento della legittimità democratica delle istituzioni europee.**

- **Occorre “cedere sovranità ma rilanciare sulla democrazia”, muovendosi lungo la strada dell’unificazione politica!**
- **Moneta comune è un bene pubblico che richiede per la sua sopravvivenza (utile anche al leader) l’unione politica, prima o poi. Nella transizione – come più volte sottolineato da Mario Draghi et al. – è necessario procedere ulteriormente per realizzare**
- ***Riforme Strutturali***
- ***Unione Bancaria***
- ***Unione Fiscale***
- ***Unione Politica***

Von Rompuy (Presidente del Consiglio Europeo), Barroso (Presidente della Commissione Europea), Juncker (Presidente Eurogruppo) e Draghi (Presidente BCE) hanno iniziato (nello scorso giugno) a elaborare piano per realizzare «great leap», utile a dettare agenda europea per prossimi 10 anni attraverso la definizione di

- **Riforme strutturali** (rafforzamento mercato interno e processo di crescita – growth compact);
- **Unione Bancaria** (sistema di garanzia europea depositi, fondo risoluzione fallimenti bancari, centralizzazione vigilanza e supervisione bancaria);
- **Unione Fiscale** (mediante emissione di euro-titoli più o meno coperti da jointly several guarantees e che quindi prevedano una certa forma di mutualizzazione dei debiti)

al fine di realizzare **Unione Politica**.

Problema contingente è che la realizzazione di

- ***Riforme Strutturali***
- ***Unione Bancaria***
- ***Unione Fiscale***

comporta costi e rischi notevoli che ricadono anche e soprattutto sul paese leader, la Germania. Tuttavia in assenza di adeguate riforme la stessa sopravvivenza dell'Euro viene posta in discussione.

Esempio: la politica monetaria non è più unica.

- La crisi sovrana continua a impattare sulle
 - condizioni del *funding* delle banche, e di conseguenza sulle
 - politiche di erogazione dei prestiti
- Sino al lancio delle *Outright Monetary Transactions* (Settembre 2012) il legame perverso tra crisi sovrana e crisi bancaria era più che mai stretto e comportava una netta asimmetria tra le condizioni monetarie esistenti nei diversi paesi UME .

Italy

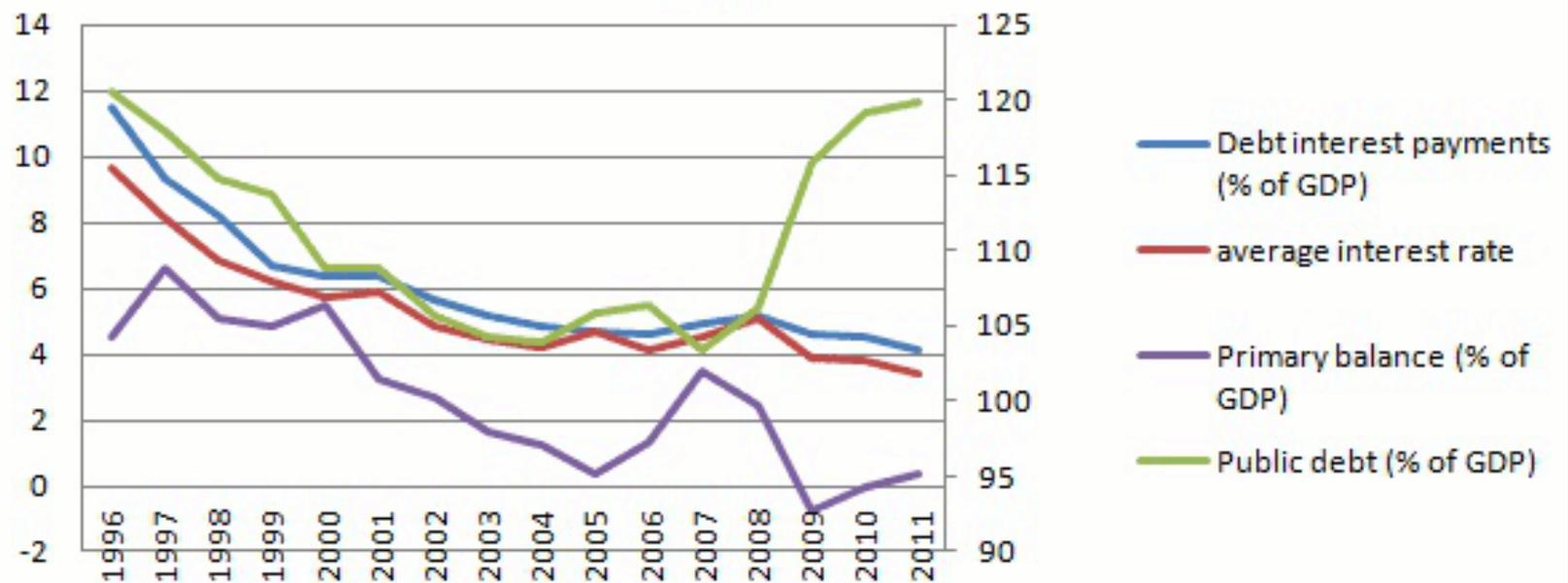
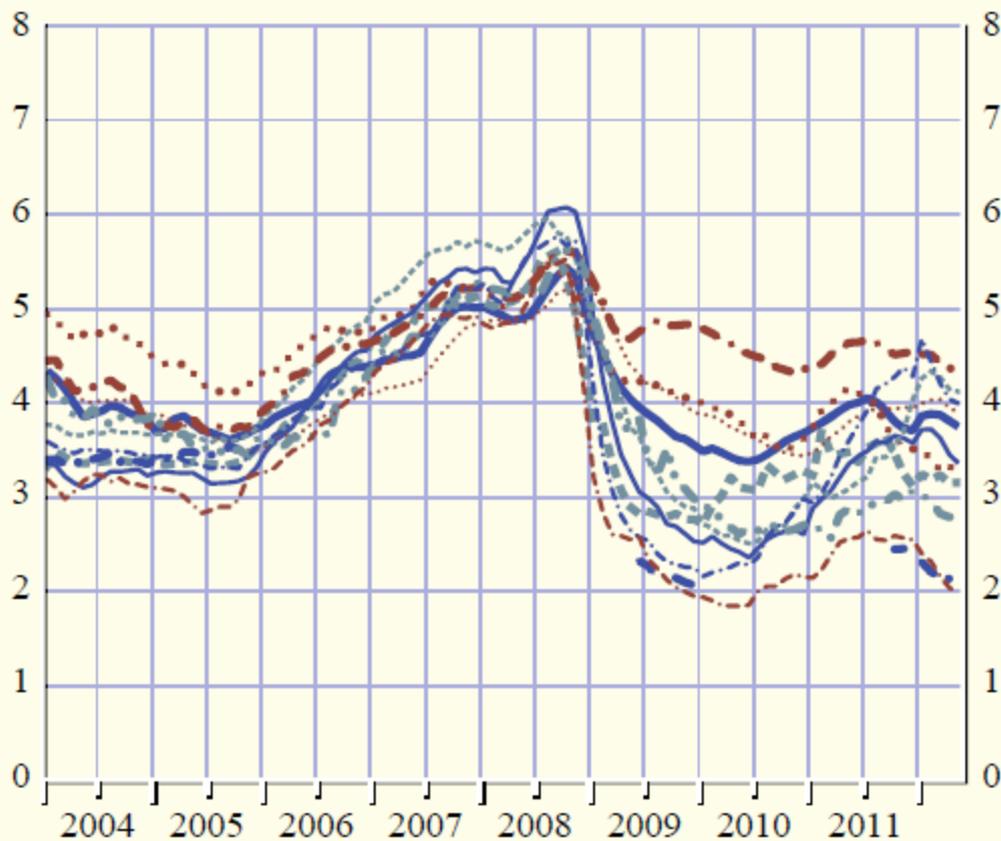
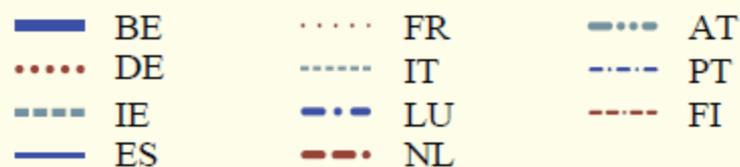


Chart 1 Interest rates on new loans to households for house purchase

(percentages per annum)

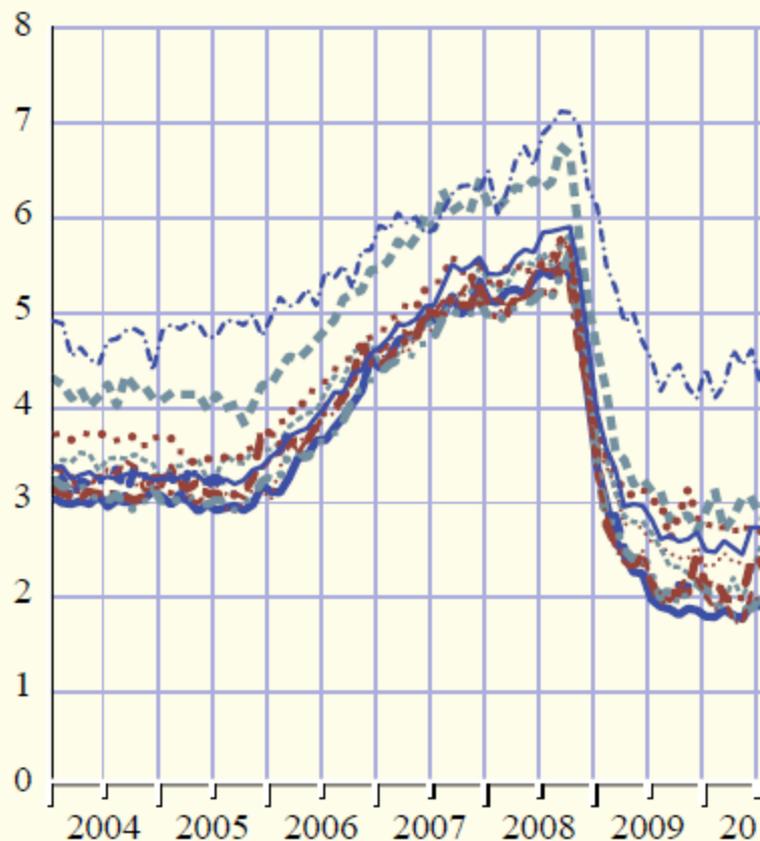
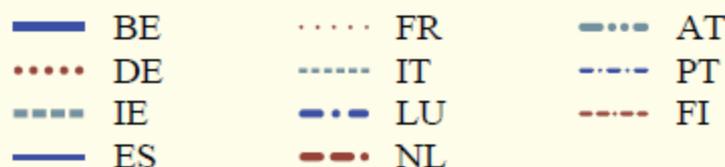


Source: ECB.

Note: Data are not available for all euro area countries over

Chart 2 Interest rates on new loans to non-financial corporations

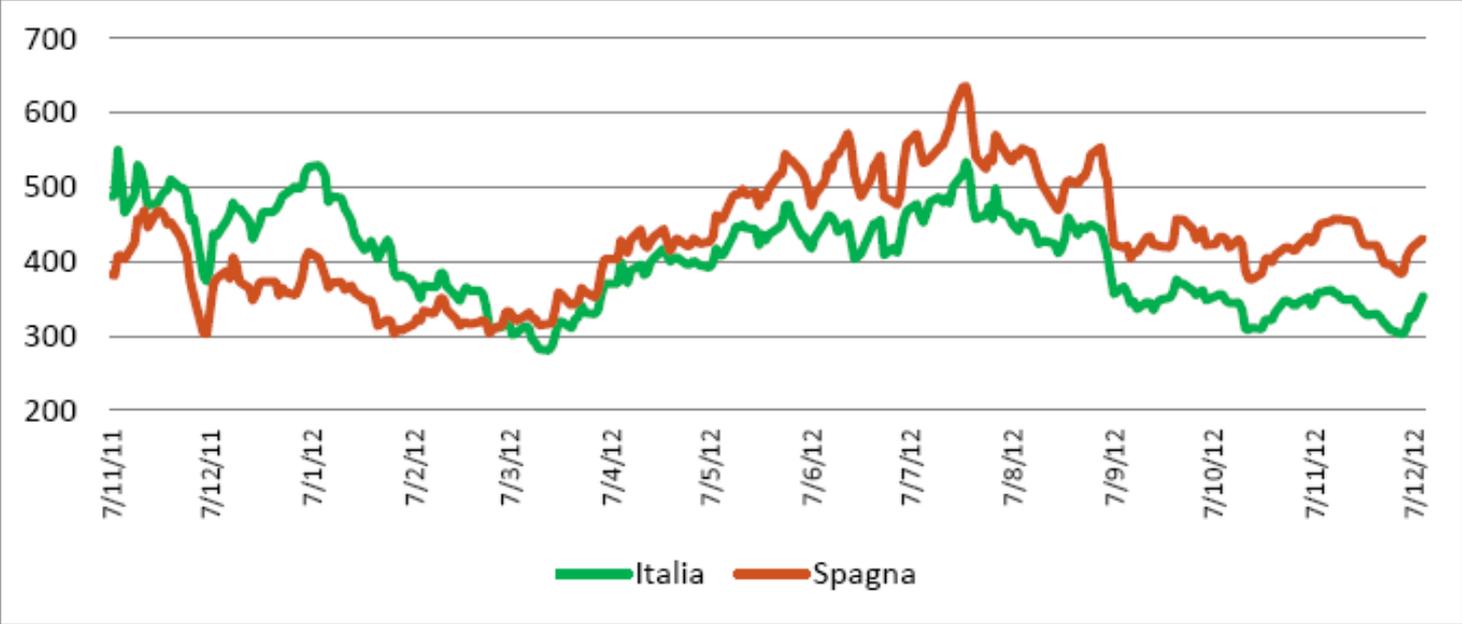
(percentages per annum)



Source: ECB.

Note: Data are not available for all euro area

Btp e Bonos: spread a confronto



Fonte: Datastream

Unione Bancaria

- La realizzazione di Unione Bancaria Europea si compone realisticamente di almeno 3 passi fondamentali, che spingono verso una progressiva centralizzazione/unificazione delle attività bancarie in Europa:
 1. sistema di garanzia europea depositi,
 2. fondo risoluzione/ricapitalizzazione imprese bancarie;
 3. centralizzazione vigilanza e supervisione bancaria
- L'Unione bancaria sarebbe probabilmente la componente più rilevante di una futura Unione Fiscale.

Unione Fiscale

Union bonds

- Sono titoli di Stato europei che dovrebbero essere considerati come gli analoghi dei Treasuries americani. Garantiti dall'insieme di tutti gli Stati dell'area Euro (più specificamente, dall'intero complesso dei debiti pubblici dei singoli Stati che non siano, tuttavia, assistiti da alcun programma di aiuto) esigerebbero, però, per la loro implementazione, la realizzazione di una minuziosa unione politica e fiscale e, quindi, di un'opera assai lunga di revisione dei Trattati dell'Unione Europea nonché le conseguenti e necessarie ratifiche degli Stati nazionali.

Stability bonds

- Titoli di Stato europei, denominati anche “blue bonds”, da far emettere da un’entità europea per rimpiazzare le aste dei titoli di Stato nazionali e garantire i diversi debiti pubblici nazionali fino al 60% del loro PIL. I singoli Stati rifinanzierebbero, in ogni caso, con emissioni di titoli di Stato puramente nazionali (definiti come “red bonds”), il proprio debito pubblico per la quota che oltrepassa il 60% del PIL.