

La Fragilità delle unioni monetarie incomplete

Le UM possono essere classificate in due tipologie:

UNIONI MONETARIE COMPLETE: caratterizzate oltre che da un'unione monetaria anche da un'unione di bilancio

UNIONI MONETARIE INCOMPLETE: sono unioni monetarie in cui ogni paese membro mantiene la propria politica di bilancio indipendente.



UM incomplete con regime di cambi fissi



EUROZONA

UNIONI MONETARIE INCOMPLETE

CON REGIME DI CAMBI FISSI

Sono basate su accordi monetari tra nazioni: uno o più paesi ancorano la propria moneta ad un'altra, ad ex il dollaro (BW-1973-, SME-1978-) in Europa Danimarca e Belgio ancorano la propria moneta all'euro. Si crea un'UM incompleta con il paese alla cui moneta ancorano la loro

EUROZONA

Eurozona, invece è caratterizzata da una moneta comune gestita dalla BCE e assenza di un'unione di bilancio

Le UMI sono destinate a disintegrarsi dopo una crisi

Ragioni della fragilità dell'UMI:

- Problema di credibilità
- Problema di liquidità (riserve internazionali)
- Interazione tra i 2 problemi: se per qualche ragione il cambio non è più «corretto» le autorità avranno un incentivo a svalutare, gli speculatori prevedono e attaccano, tanto più se c'è un problema di riserve.

Credibilità

Quando si forma un regime di cambi fissi, le autorità promettono di mantenere da quel momento un valore prefissato del tasso di cambio. Non non sempre le promesse sono credibili. Infatti se gli accordi di cambio fisso non sono più favorevoli per il paese, le autorità potranno disattendere le promesse. Gli agenti economici ne avranno sentore e si muoveranno per attaccare la valuta, con conseguente crisi speculativa.

Problema di liquidità (riserve internazionali)

Lo stock di riserve in valuta estera con cui i paesi in regimi di cambi fissi possono difendere il tasso di cambio è limitato. Dunque la promessa di convertire la moneta nazionale in moneta estera a un tasso di cambio fisso non può essere garantita perché la banca centrale ha una quantità insufficiente di riserve valutarie. Gli investitori ne sono consapevoli, quando vedono scemare lo stock di riserve e si "innervosiscono".

Interazione

La limitatezza delle riserve riduce la credibilità del tasso di cambio fisso



La scarsa credibilità spinge gli speculatori a vendere moneta nazionale



la banca centrale deve cedere valuta estera



le riserve valutarie si riducono ulteriormente.

La fragilità spiegata attraverso due modelli

- Modelli di prima generazione
- Modelli di seconda generazione

Modello semplice

Per spiegare la fragilità dell'UMI supponiamo che il paese abbia un tasso di cambio fisso e attraversi uno shock delle partite correnti: un improvviso aumento delle importazioni (diminuzioni esportazioni). Ciò porta ad un aumento del debito estero.

Se il deficit del conto corrente non viene corretto, il debito estero diventa insostenibile e il paese fallirà.

Sarà necessario, perciò, correggere lo squilibrio esterno.

Esistono due modi:

- 1) **Sostenere il tasso di cambio fisso** (costoso politicamente)
- 2) **Svalutazione** (si assume meno costoso)

Sostenere il tasso di cambio fisso

Per fare ciò le autorità dovranno ridurre la spesa aggregata (riduzione domanda interna) **aumentando tasse** o **riducendo spesa pubblica**.

Opzione politicamente **molto costosa** per il governo, infatti:

- La tassazione provoca una resistenza da parte della popolazione, che può creare una caduta del governo alle prossime elezioni.
- Una politica di riduzione della spesa pubblica avrà l'effetto di ridurre la produzione ed aumentare la disoccupazione, specie se i salari e i prezzi sono rigidi.

Svalutazione

Per effetto della svalutazione le esportazioni diventano nuovamente più competitive. Il governo può essere molto tentato a svalutare la moneta poiché lo ritiene un modo meno costoso per correggere lo squilibrio esterno, rispetto alla difesa del tasso di cambio.

Costi e benefici di una svalutazione: modelli di I gen.

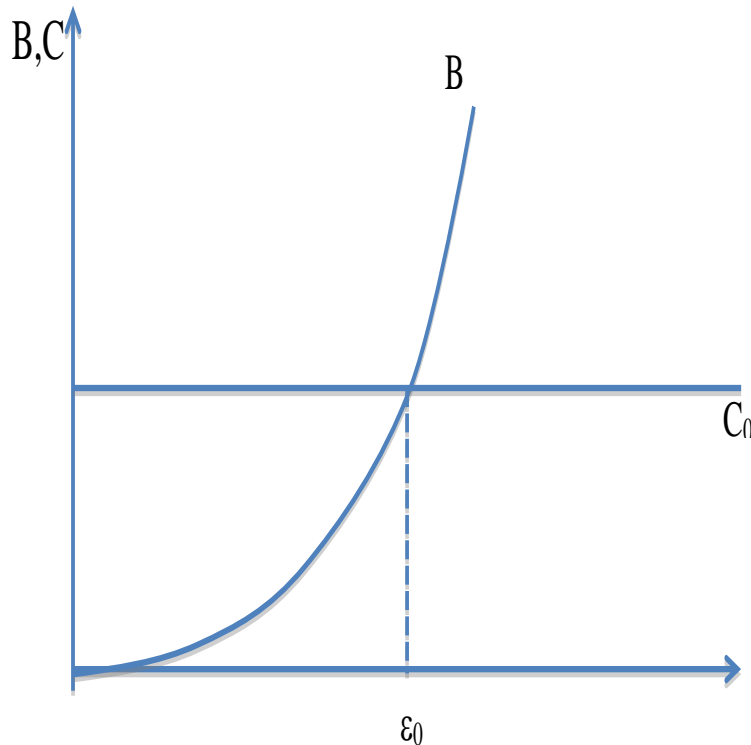


Figure 5.1 Benefits (B) and costs (C) of a devaluation

Shock delle partite correnti

Ipotizziamo che maggiore è lo shock delle partite correnti, \max sarà il beneficio che il governo ottiene da una svalutazione; motivandolo con il fatto che alternativamente per far fronte a tale shock il governo dovrebbe imporre tasse molto alte per non svalutare.

La svalutazione però comporta anche un costo: **il governo perde reputazione C_0 .**

L'effetto di questo costo fisso:

Per valori $\varepsilon < \varepsilon_0$ il tasso di cambio fisso può essere credibile. Infatti gli agenti economici si rendono conto che il governo non svaluterà perché il costo supera il beneficio della svalutazione.

- Se $\varepsilon > \varepsilon_0$ i benefici superano i costi della svalutazione e quindi le autorità saranno tentate a svalutare

Se gli agenti lo sospettano venderanno moneta nazionale costringendo la banca a cedere valuta estera, riducendo le riserve monetarie costringendo la banca centrale a svalutare

Conseguenza

- Dunque tale **regime dei cambi fissi non è credibile**. Il grafico mostra che il fatto che con il passar del tempo, la probabilità che uno shock sia maggiore di ε_0 è positiva.
- Pertanto prima o poi i paesi saranno investiti da uno shock talmente ampio che porterà al crollo del regime di cambi fissi in quanto questo non sarà più credibile.

La ragione della crisi sta nel tentativo delle autorità di perseguire obiettivi inconciliabili.

Infatti, l'obiettivo di stabilizzare produzione e occupazione faranno crollare i regimi di cambio fissi a seguito dell'esaurimento delle riserve

Modelli di II generazione

- In tale modello viene introdotta una **nuova curva dei benefici, che mostra i benefici della svalutazione nel caso in cui gli speculatori se l'aspettino**. Supponiamo che per qualche motivo gli speculatori si aspettino una svalutazione della moneta. Le autorità che vogliono mantenere il tasso di cambio fisso dovranno difenderlo dagli attacchi di questi speculatori. Tale difesa, tuttavia ha un costo. Il governo dovrà aumentare ulteriormente le tasse e la BC dovrà alzare il tasso di interesse. Queste manovre sono molto costose e producono effetti sfavorevoli sulla produzione e sull'occupazione.

Modelli di seconda generazione: equilibri multipli

- HP: shock delle partite correnti è debole , quindi i costi della svalutazione superano i benefici, non vi sarà svalutazione il regime cambi fisi è credibile. E le crisi speculative?

- Curva Bu: se gli speculatori NON si aspettano una svalutazione
- Curva Be: se gli speculatori si aspettano una svalutazione.

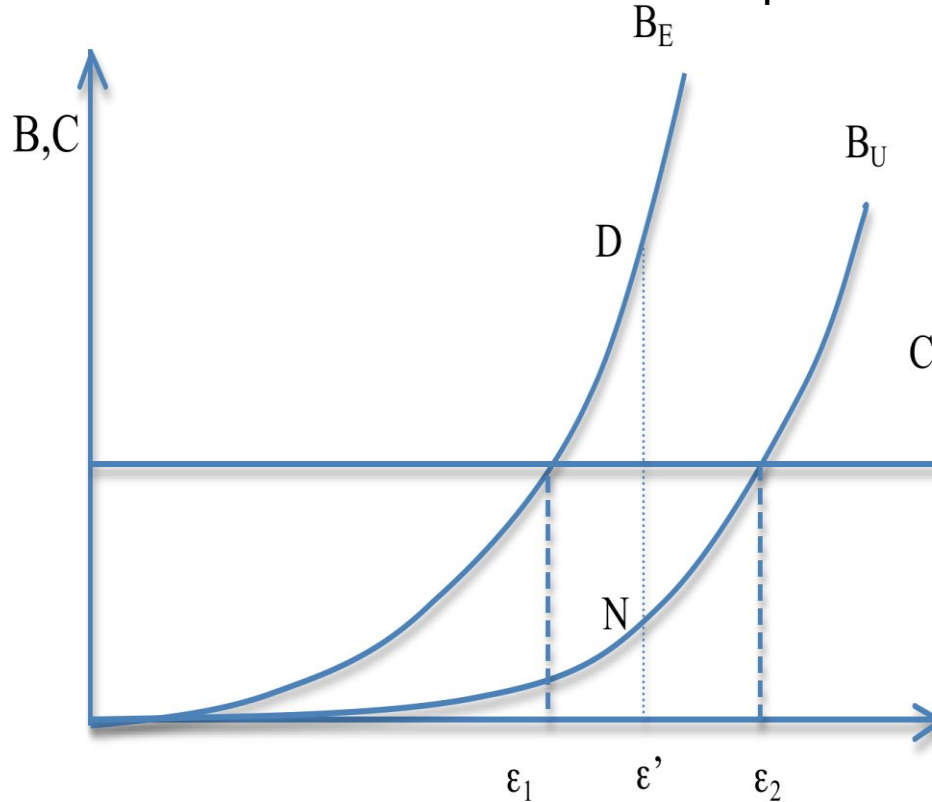


Figure 5.2: Multiple equilibria in foreign exchange market

La curva Be si trova di sopra della Bu perché quando gli speculatori si aspettano una svalutazione avvieranno un attacco speculativo. La banca per difendere il regime di cambio fisso dovrà aumentare il tasso di interesse, le autorità dovranno aumentare le tasse. Queste manovre hanno un effetto negativo sulla produzione e sull'occupazione, dunque hanno un costo. Dunque mantenere un tasso di cambio fisso sarà più costoso per le autorità se gli speculatori si aspettano una svalutazione, piuttosto che nel caso contrario. Ne consegue che si possono ottenere più benefici dalla svalutazione quando questa è attesa che non nel caso contrario.

- Distinzione fra svalutazione attesa e inattesa
- B_U -curve : benefici se gli speculatori NON si aspettano una svalutazione.
- B_E -curve : benefici se gli speculatori si aspettano una svalutazione.
- $B_E > B_U$ perché quando gli speculatori si aspettano una svalutazione avvieranno un attacco speculativo. (La banca per difendere il regime di cambio fisso dovrà aumentare il tasso di interesse, le autorità dovranno aumentare le tasse con effetti negativi su occ. e prod.) dunque hanno un costo.
- Mantenere un tasso di cambio fisso sarà più costoso per le autorità se gli speculatori si aspettano una svalutazione;
- si possono ottenere più benefici dalla svalutazione quando questa è attesa che non nel caso contrario.

Tre shocks

- Uno shock debole: $\varepsilon < \varepsilon_1$;
 - Non vi sarà svalutazione perchè I costi sono maggiore dei benefici.
 - Gli speculatori lo sanno e quindi non si aspettano una svalutazione
 - Abbiamo un equilibrio basato sull'assenza di svalutazione e il mantenimento del tasso di cambio fisso è credibile.

- forte shock $\varepsilon > \varepsilon_2$
 - La svalutazione è certa perchè I benefici superano I costi
 - Il mantenimento del tasso fisso non è credibile
 - È attesa una svalutazione. Le autorità perderanno immediatamente il loro stock di riserve valutarie e si vedranno costrette a svalutare.

- Shock intermedio : $\epsilon_1 < \epsilon < \epsilon_2$.
 - Due possibili equilibri: N and D
 - In N: gli speculatori non si aspettano una svalutazione : **costi della svalutazione sono maggiore dei benefici. Le autorità non svaluteranno**
 - In D: gli speculatori si aspettano una svalutazione: I benefici di una svalutazione sono maggiore dei costi incentivando le autorità a svalutare. Le autorità svaluteranno la moneta
 - ENTRAMBI GLI EQUILIBRI SONO COMPATIBILI CON LE ASSETTATIVE DEGLI SPECULATORI

Nota Importante

- Tali aspettative si **autoavverano**, cioè basta che una svalutazione sia attesa affinché si verifichi. Ciò rende la soluzione del tasso di cambio fisso molto fragile.
- L'esistenza di questi due equilibri dipende dal fatto che lo stock di riserve è limitato. Se non fosse così la BC riuscirebbe sempre a contrastare gli speculatori vendendo una quantità illimitata di valuta estera. Gli speculatori sapendo che verrebbero "battuti" dalla BC non farebbero proprio l'attacco speculativo, perché non si aspetterebbero una svalutazione. Graficamente la curva B_u e B_e coinciderebbero.
- Ciò non significa che se le autorità hanno infinite riserve valutarie non svaluterebbero mai. In caso di ampi shock infatti comunque converrebbe svalutare. La differenza è che svaluterebbero quando lo decidono e non quando sono costrette da attacchi speculativi.

COME FAR FRONTE ALLA FRAGILITÀ DI UN SISTEMA A CAMBI FISSI?

- ABOLIRE I TASSI DI CAMBIO,
CREANDO UNA UNIONE MONETARIA
- MAGGIORE FLESSIBILITA' DEI TASSI DI
CAMBIO

- Alcuni paesi non hanno voluto scegliere tra questi 2 estremi e hanno seguito un'altra strada.
- Ad esempio alcuni paesi, come la Cina, sono riusciti ad evitare la crisi mediante un severo sistema di **controllo sui movimenti di capitali**. Questa però non può essere una soluzione di lungo periodo perché se i paesi vogliono integrarsi nell'economia mondiale devono liberalizzare i mercati di capitali.
- Quindi per ridurre la fragilità di un regime di cambi fissi mantenendo al tempo stesso la libertà di movimento dei capitali, l'unica soluzione è aumentare il costo delle svalutazioni.
- Spostando la curva C più in alto, i paesi possono far fronte a shock più forti prima di venire colpiti da attacchi speculativi. Quindi aumentando C può aumentare anche la credibilità dei regimi di cambio fisso.

CURRENCY BOARD

- Alcuni paesi che hanno scelto di mantenere fisso il tasso di cambio aumentando la svalutazione hanno istituito il currency board:
- il paese ancora il suo tasso di cambio a una moneta (il dollaro o l'euro) e garantisce la convertibilità nella moneta al tasso stabilito.
- il paese copre l'emissione di moneta nazionale per mezzo di riserve della moneta ancora.
- Questa copertura ammonta di regola al 100% ed ha lo scopo di rendere credibile il tasso di cambio fisso. il paese si impegna a mantenere il tasso di cambio fisso, che è stabilito per legge , a volte inserito nella costituzione del paese

UNIONI MONETARIE SENZA UNIONI DI BILANCIO

Un altro tipo di **unione monetaria incompleta** è quella senza unione di bilancio ma con moneta unica, come nel caso dell'**Eurozona**. L'incompletezza deriva dal fatto che l'Eurozona è **un'unione monetaria senza un'unione di bilancio**. Nell'Eurozona vi è una sola autorità monetaria (la BCE) e molte autorità nazionali indipendenti, ciascuna delle quali controlla il proprio bilancio ed emette i propri strumenti di debito.

Il tratto saliente di questo assetto è che i governi nazionali emettono i propri strumenti di debito nella moneta comune ('euro), e questa è una moneta sulla quale nessun governo nazionale ha un controllo diretto.

Modello semplice di un'unione monetaria senza unione di bilancio

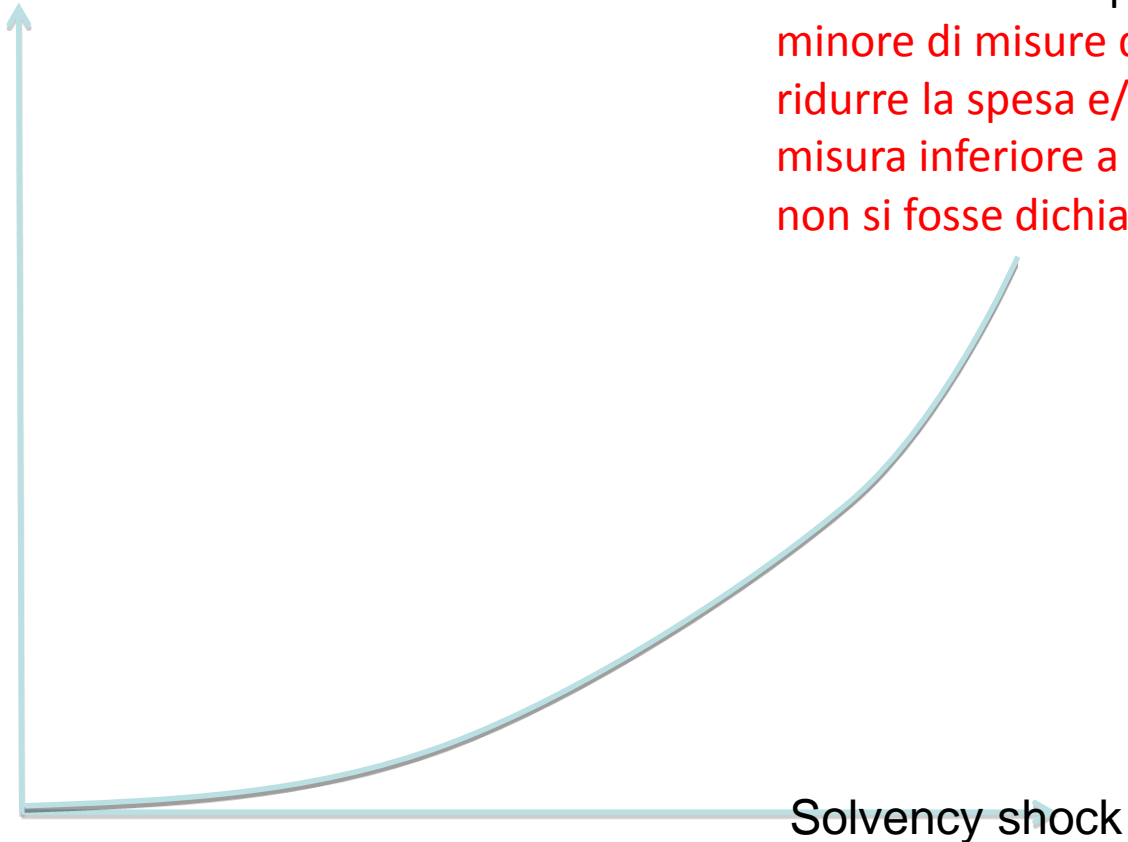
- Supponiamo che un paese membro dell'Eurozona sia investito da uno shock, con un calo delle entrate pubbliche e che possa essere provocato da una recessione o da una perdita di competitività: *shock di solvibilità*. Quanto maggiore è lo shock, tanto maggiore è la perdita di solvibilità.

Benefici dello shock

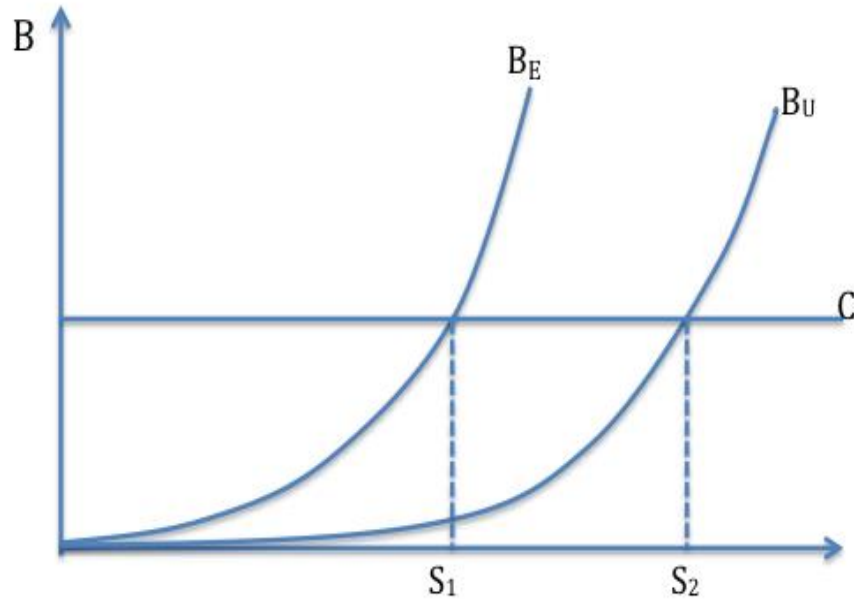
Benefici dell'inadempienza dopo lo shock di solvibilità.

Supponiamo che il governo può decidere di rimborsare soltanto il 50% del debito (il taglio è dunque del 50%). Il beneficio che in questo caso il governo può ricavare dall'inadempienza è la possibilità di ridurre il carico complessivo degli interessi sul debito in essere. Come risultato, dopo l'insolvenza esso potrà applicare una **dose minore di misure di austerità**, dovrà cioè **ridurre la spesa e/o aumentare le tasse in misura inferiore a quanto avrebbe fatto se non si fosse dichiarato insolvente**

benefits



Costi e benefici dell'inadempienza



Poiché l'austerità (pf restrittiva) ha un costo politico, evitando di pagarla il governo trae un vantaggio dall'inadempienza. Abbiamo quindi due curve dei benefici:

- **Curva Bu** è il beneficio di un'inadempienza che gli investitori non si aspettano;
- **Curva BE** è il beneficio di un'inadempienza che gli investitori si aspettano.

Curva Bu: è inclinata verso l'alto perché il beneficio che il governo trae dall'inadempienza aumenta con la forza dello shock della solvibilità. Maggiore è lo shock maggiore è il calo del gettito fiscale: il costo da pagare per l'imposizione delle misure di austerità è elevato. In tal caso l'inadempienza diviene più allettante per i governanti.

La curva Bu è influenzata da:

livello iniziale del debito. Quanto più alto è quel livello, tanto maggiore è il beneficio ottenibile da un'inadempienza. Pertanto, con un livello del debito iniziale più elevato, la curva Bu ruota verso l'alto;

efficienza del sistema tributario. In un paese con un sistema tributario inefficiente il governo non può aumentare facilmente la tassazione. Perciò in un paese del genere l'opzione dell'inadempienza diviene più attraente. La curva Bu ruota verso l'alto;

entità del debito estero. Quando il debito estero rappresenta una proporzione elevata del debito totale, vi sarà una minore resistenza politica interna all'inadempienza, rendendo quest'ultima più attraente (la curva B ruota verso l'alto).

La curva BE (beneficio atteso) mostra il beneficio che si ottiene dall'inadempienza quando gli Investitori se l'aspettano.

La curva BE giace al di sopra della curva Bu, :

quando si aspettano un'insolvenza, gli investitori vendono titoli di stato, con la conseguenza di farne salire il tasso di interesse.

L'aumento del tasso di interesse sui titoli di stato provoca a sua volta un aumento del disavanzo del deficit di bilancio, che richiede l'intensificazione del programma di austerità consistente in tagli della spesa e aumenti delle imposte. L'inadempienza diviene dunque più attraente.

Per ogni shock della solvibilità ora i benefici dell'inadempienza saranno più elevati di quanto lo fossero quando l'inadempienza non era attesa.

L'inadempienza non genera soltanto benefici: ha anche un costo rilevante.

Il costo dell'inadempienza deriva dal fatto che il governo inadempiente subisce una perdita di reputazione, la quale rende difficile per il governo ottenere prestiti in futuro.

Analizziamo gli equilibri del modello :
**confronto il costo fisso (C) con le curve dei
benefici**

- Distinguiamo tre livelli di shock della solvibilità:
- *Shock debole*: $S < S1$
- *Shock forte*: $S > S2$
- *Shock intermedio*: $S1 < S < S2$

1. *Shock debole*: $S < S1$

Per questo shock debole il costo di un'inadempienza è sempre maggiore dei benefici (che l'inadempienza sia attesa o inattesa). Il governo scarterà dunque l'inadempienza. E, se le aspettative sono razionali, gli investitori non si aspettano un'inadempienza.

Si potrà sostenere un equilibrio basato sulla non inadempienza.

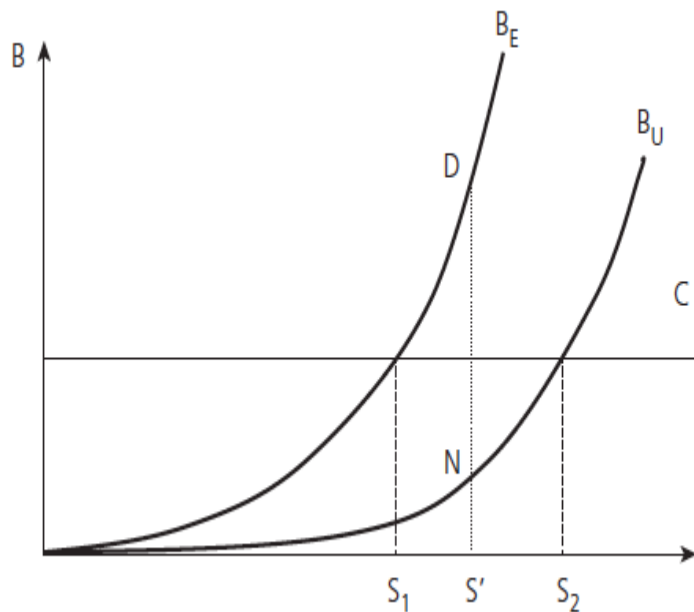
In tal caso gli investitori saranno propensi a coprire il buco del gettito fiscale acquistando titoli di stato.

Non vi sarà alcuna carenza di liquidità.

- 2. *Shock forte*: $S > S_2$.

Per gli shock forti osserviamo che il costo dell'inadempienza è sempre minore dei benefici (che l'inadempienza sia attesa o inattesa). In questo caso il governo sceglierà l'inadempienza. In un contesto di aspettative razionali gli investitori lo prevedranno e, di conseguenza, l'inadempienza sarà inevitabile. Il governo non troverà il denaro occorrente per finanziare il deficit di bilancio.

- **3. Shock intermedio: $S_1 < S < S_2$** , Con questi shock intermedi siamo in una zona di indeterminatezza, dove sono cioè possibili due equilibri. Quale dei due prevarrà dipende soltanto da ciò che ci si aspetta.



Si supponga che lo shock di solvibilità sia S'
In tal caso vi sono due potenziali equilibri, D e N.

Equilibrio nel punto D.

In questo caso gli investitori si aspettano un'insolvenza (D giace sulla linea BE); ne consegue che il beneficio dell'inadempienza è maggiore del suo costo C. Il governo sceglierà dunque l'inadempienza. Il punto D indica un equilibrio che è compatibile con le aspettative.

Equilibrio nel punto N. In questo caso gli investitori non si aspettano un'inadempienza (N giace sulla linea Bu); ne consegue che il beneficio di un'inadempienza è minore del rispettivo costo. Pertanto il governo non si renderà inadempiente.

Otteniamo dunque due possibili equilibri, **uno cattivo (D)** che porta all'insolvenza, e **uno buono (N)** che non porta a quell'esito. Entrambi sono egualmente possibili

La scelta di uno dei due dipende soltanto da ciò che si aspettano gli investitori. L'inadempienza si verificherà se essi se l'aspettano; non si verificherà in caso contrario.

Questo risultato notevole è dovuto alla natura autoavverantesi delle aspettative.

- La simultanea esistenza di due equilibri è il risultato del vincolo di liquidità cui i governi soggiacciono nelle unioni monetarie incomplete.
- Supponiamo che tali governi non siano sottoposti a un vincolo di liquidità, ossia che, possano essere certi che la banca centrale (nella fattispecie la Ba) fornirà sempre la liquidità occorrente per rimborsare alla scadenza i detentori di titoli di stato.
- In tal caso il governo potrebbe sempre garantire agli investitori la disponibilità di contante per rimborsarli. I detentori dei titoli del debito non si aspetterebbero un'inadempienza e pertanto non cercherebbero di forzare il governo a rendersi inadempiente contro la sua volontà.
- **Le curve BE e Bu coinciderebbero.** Non vi sarebbe spazio per equilibri multipli. In altri termini, una vendita speculativa di titoli di stato dettata dal timore che il governo sia a corto di contanti, non potrebbe verificarsi se il governo potesse garantire che i contanti saranno sempre disponibili..

Come si può ridurre la fragilità dell'unione monetaria incompleta?

a. **accrescere il costo dell'inadempienza**, cosicché la curva C si innalza spostando verso destra la zona dei timori suscettibili di autoavverarsi. Alcuni economisti hanno sostenuto che questo risultato si potrebbe raggiungere se fosse possibile espellere dall'unione i paesi che si rendessero inadempienti;

b. **affidare il ruolo di «prestatore di ultima istanza» alla BCE**, ossia autorizzarla a fornire sempre la liquidità necessaria ai mercati dei titoli di stato dei paesi membri. Ciò equivale a fare della BCE una banca centrale, come lo sono la Federal Reserve o la Banca d'Inghilterra, che forniscono la stessa garanzia ai propri governi;

c. **consolidare tutti i debiti nazionali in un unico debito comune.**

Questa operazione equivale a creare **un'unione di bilancio**. Così facendo si elimina la fondamentale fragilità di un'unione monetaria incompleta, sostanzialmente completandola.

ALTRE BRUTTE NOTIZIE DAI CATTIVI EQUILIBRI: LE CRISI BANCARIE

Un cattivo equilibrio da parte di un paese può avere ripercussione anche sulle banche:

quando **gli investitori escono** dal mercato dei titoli di stato interno, i tassi di interesse aumentano e di **conseguenza i prezzi di tali titoli scendono**.

Poiché solitamente le banche sono il principale investitore nel mercato dei titoli sovrani interni, quei cali dei prezzi si rifletteranno nei loro bilanci sottoforma di **notevoli perdite**.

Le banche interne sono coinvolte in un **problema di finanziamento**. La liquidità interna si prosciuga rendendo difficile per le banche interne il rinnovo dei depositi, a meno di pagare tassi di interesse proibitivi.

Una soluzione sarebbe quella di costituire un'unione bancaria, che consenta di accollare all'intera unione il costo di una crisi bancaria che investe un singolo paese, isolando così quest'ultimo dalle ripercussioni che la crisi bancaria può avere sul bilancio.

ALTRE BRUTTE NOTIZIE DAI CATTIVI EQUILIBRI: GLI STABILIZZATORI AUTOMATICI

Un altro effetto negativo dei cattivi equilibri è rappresentato dal fatto che i paesi in cattive condizioni, membri dell'Ue, **non riescono ad utilizzare gli stabilizzatori automatici di bilancio** (utilizzati nei paesi monetariamente indipendenti)

Una recessione porta a un aumento del deficit di bilancio, che a sua volta riduce la fiducia nella capacità dei governi di servire il debito in futuro, innescando così una crisi di liquidità e solvibilità. Tale crisi costringe i governi ad adottare programmi di austerità (cioè si attuano PF restrittive pro-cicliche) nel bel mezzo di una recessione. Ciò rende molto costosa un'unione monetaria per questo è importante progettare una struttura di governance che preservi questi stabilizzatori.

GREXIT: PUO' SUCCEDERE E PERCHE'? E' AUSPICABILE?

La Grecia è il paese che innescò la crisi del debito sovrano dell'Eurozona nel 2010. La gravità dei problemi fiscali della Grecia e le grandi difficoltà incontrate da questo paese nell'effettuare gli aggiustamenti richiesti dalla crisi portò gli economisti e i politici a concepire l'idea di lasciare uscire la Grecia dall'Eurozona (Grexit).

Giuridicamente i paesi membri non possono uscire dall'Eurozona. Il Trattato di Maastricht non stabilisce nulla a proposito dell'uscita.

Essendo, però, gli stati membri nazioni sovrane, non è facile impedire loro di uscire dall'unione, se decidono di farlo. Inoltre, sebbene gli altri paesi membri non abbiano strumenti legali per costringere la Grecia a uscire, possono obbligarla a farlo in altri modi, non contemplati dal diritto. I creditori della Grecia possono decidere di non concederle più prestiti, oppure la BCE potrebbe cessare di fornire liquidità alle banche greche.

Tra il **2000 e il 2008** la Grecia ha sperimentato una **crescita del Pil**, reale molto più forte di quella dell'Eurozona. durante questi anni disoccupazione è scesa, approssimativamente dal 12 all'8%.

Ciononostante il governo greco non è riuscito a ridurre il livello del debito.

Fra il 2005 e il 2007, all'apice dell'espansione, il governo greco aveva accumulato dei deficit di bilancio che fecero salire il debito pubblico dal 94 al 105% del PIL. Questo andamento illustra la natura intensamente pro-ciclica delle politiche fiscali del governo greco durante gli anni di espansione economica (questo va contro quanto dice la teoria, in quanto in fasi di espansione si dovrebbero utilizzare PF restrittive in modo da generare surplus che vadano a migliorare la situazione del debito pubblico).

il debito privato greco ha iniziato a crescere molto rapidamente dal 2000 in poi, e nel 2010 risultava triplicato, mentre nell'Eurozona era cresciuto di poco più del 50%.L'espansione portò a un forte incremento dei costi unitari relativi del lavoro.

Fra il 2000 e il 2010 i costi unitari del lavoro greci crebbero del 20% più rapidamente che nel resto dell'Eurozona Di conseguenza, la Grecia subì un forte calo di competitività, che ostacolò le esportazioni e stimolò le importazioni, determinando ampi disavanzi delle partite correnti.

La Grecia, quindi, sperimentò una forte espansione dell'attività economica, resa possibile dal fatto che il settore privato prese in prestito massicce quantità di denaro.

Il denaro provenne principalmente dalle banche dell'Europa del Nord, che prestavano volentieri denaro alle banche greche, che a loro volta lo prestavano ai consumatori e alle imprese del paese.

Il problema fu che consumatori e imprese si trovarono gravati da livelli di debito che, una volta sopraggiunto il crollo, sarebbero risultati insostenibili.

La stessa espansione portò a forti aumenti salariali, che ridussero la competitività dell'economia greca.

Il crollo arrivò nel 2008, costringendo il settore privato ad abbassare la leva finanziaria. Ciò comportò che i consumatori e le imprese dovettero ridurre massicciamente la propria spesa. Inoltre, per recuperare competitività, i salari furono tagliati drasticamente riducendo ulteriormente la spesa.

I risultati furono il collasso del PIL, il balzo della disoccupazione a oltre il 25 % della popolazione attiva e l'esplosione del debito pubblico, provocata soprattutto dall'implosione del PIL, che ridusse rovinosamente le entrate pubbliche

I detentori di titoli di stato li vendettero in gran quantità, facendo salire a livelli eccezionali i tassi di interesse sul debito pubblico greco, il che esaurì la liquidità del governo greco, che fu costretto a imporre un pesante regime di austerità.

In altri termini, **la Grecia fu obbligata a disattivare gli stabilizzatori automatici di bilancio, intensificando il declino del PIL e l'incremento della disoccupazione. Il paese precipitò in una situazione di cattivo equilibrio.**

Le vicende della Grecia evidenziano due aspetti dei costi di un'unione monetaria.

- In un'unione monetaria i costi di aggiustamento conseguenti a un ampio shock asimmetrico possono essere molto elevati, e vengono aggravati dal fatto che **il paese non può svalutare la moneta.**
- Il fatto che il governo non possa emettere debito nella propria moneta lo espone al rischio di precipitare **in stati di illiquidità e insolvenza.**

Tali gravi sofferenze possono provocare sconvolgimenti politici, portando al potere i partiti che promettono una vita migliore al di fuori dell'unione monetaria. E' questa interazione fra economia e politica che, in un certo senso, provoca l'estrema fragilità dell'Eurozona: gli ampi shock asimmetrici determinano costi di aggiustamento talmente elevati da rendere fortemente instabile il quadro politico, il che da ultimo può indurre delle nazioni sovrane a decidere che la loro posizione sarà migliore al di fuori dell'unione monetaria.

Grexit:

Implicazioni negative.

La più importante è che probabilmente la Grexit porterebbe all'inadempienza del governo sul debito greco, il che porterebbe a sua volta a una crisi bancaria (poiché le banche greche sono il principale detentore dei titoli pubblici greci). Tutto ciò acuirebbe la gravità della recessione economica.

Effetti positivi.

La probabile svalutazione della nuova moneta potrebbe stimolare l'economia e accelerare la ripresa. Tuttavia, se non fosse attentamente controllata, una simile svalutazione potrebbe generare una spirale inflazionistica.

E cosa accadrebbe all'EUROZONA?

Da un lato una Grexit trasformerebbe un'unione permanente in un'unione temporanea. Al con l'uscita della Grecia anche altri paesi inizierebbero a pensare di uscire dall'UM

Dall'altro l'uscita della Grecia dall'Eurozona porterebbe benefici all'Eurozona, in quanto l'Eurozona senza la Grecia avrà meno shock asimmetrici, poiché sarà espulso un paese anomalo. I paesi restanti saranno meno asimmetrici e aumenterà, di conseguenza la stabilità dell'Eurozona

Ricapitolando....

Costi e benefici della Grexit

- Grecia:
 - default sul debito, con implicazioni sulla solvibilità del sistema bancario (e sui risparmi privati e istituzioni previdenziali)
 - Svalutazione: aumento di competitività ma rischi di spirale inflazionistica
- Resto dell'UME
 - Rischio contagio e credibilità: al prossimo shock, chiunque può uscire
 - Riduzione dell'esposizione netta delle imprese verso altri paesi, per timore di potenziali perdite in caso di uscita e ridenominazione in valuta nazionale
- L'uscita renderebbe il resto dei paesi con una struttura più uniforme, migliorando la convergenza?