

L'UNIONE MONETARIA

VANTAGGI

COSTI : TEORIA DELLE AREE VALUTARIE OTTIMALI

SHOK ASIMMETTRICI E MECCANISMI DI AGGIUSTAMENTO

- La partecipazione di un paese ad un'unione monetari comporta costi molto rilevanti , il primo tra tutti è la rinuncia alla propria moneta nazionale da cui ne consegue la perdita di capacità di attuare una propria politica monetaria:
- Non può modificare il prezzo della propria moneta (svalutazione e rivalutazioni)
- Non potrà stabilire la quantità di moneta da immettere sul mercato
- Non potrà variare il tasso di interesse a breve
- La teoria delle Aree Valutarie ottimali ne esamina i costi

I costi di una UM: la teoria AVO (AREE VALUTARIE OTTIMALI)

Una vera e propria teoria delle aree valutarie ottimali (AVO) ha inizio con un articolo del 1961 di Robert Mundell.

L'articolo analizza la scelta di partecipare a una Unione Monetaria. Mundell si chiede **quali condizioni debbano essere soddisfatte perché la rinuncia all'indipendenza monetaria e valutaria sia conveniente.**

Mundell guarda ai **costi** della rinuncia **in termini di mancata o ritardata stabilizzazione dell'attività economica.**

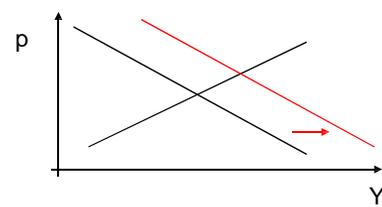
Shock diversi tra i paesi: shock asimmetrici

Distinguiamo gli shock in base a **come colpiscono i diversi stati** e in base alla loro **durata temporale**.

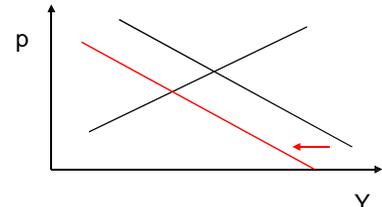
- **Shock simmetrico**: colpisce le economie (o regioni) allo stesso modo. All'opposto lo shock è **asimmetrico** se colpisce due regioni in modo opposto (positivo in una regione, negativo nell'altra). Simmetrico (asimmetrico) puro se è (opposto) di pari entità.
- **Shock permanente**: permane nel tempo, è causato da cambiamenti strutturali (esempio: cambiamenti nelle preferenze o cambiamenti dovuti al progresso tecnico). All'opposto lo shock è **temporaneo** se ha una durata determinata anche se non conosciuta perfettamente (ad esempio gli shock legati alle fasi cicliche).

Shock simmetrici e asimmetrici

- Domanda e offerta aggregata: Shock asimmetrico di domanda

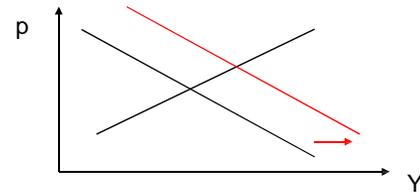
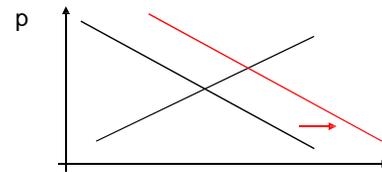


Paese A



Paese B

- Domanda e offerta aggregata: Shock simmetrico di domanda



GLI EFFETTI DI UNO SHOCK ASIMMETRICO PERMANENTE

- Supponiamo di considerare due paesi: G e I che subiscono uno shock asimmetrico permanente. La Germania vede ridursi la domanda per i suoi prodotti a vantaggio dell' Italia.

In Germania :

- diminuisce la domanda,
- diminuisce il reddito,
- diminuiscono le entrate dello Stato
- aumenta la disoccupazione
- aumentano i sussidi di disoccupazione --> aumentano le spese dello Stato
- aumenta il deficit pubblico
- peggiorano i conti con l'estero

In Italia

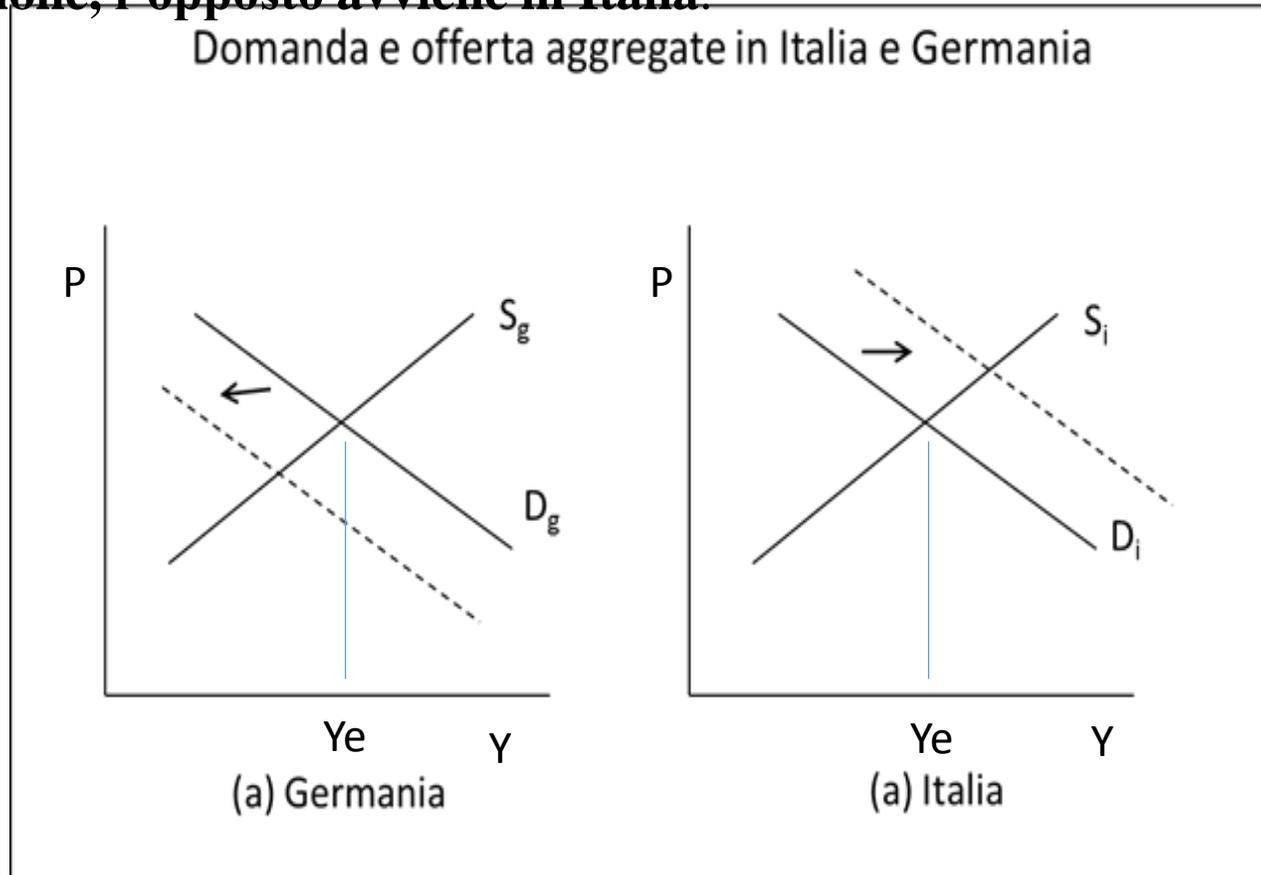
- aumenta la domanda,
- aumenta il reddito,
- aumentano le entrate dello Stato
- diminuisce la disoccupazione
- diminuiscono i sussidi di disoccupazione --> diminuiscono le spese dello Stato
- diminuisce il deficit pubblico
- migliorano i conti con l'estero
- inoltre, se i prezzi sono flessibili (almeno verso l'alto) in Germania inizierà ad aumentare l'inflazione.

Teoria AVO (1961): meccanismi di aggiustamento

Questi due paesi, Italia e Germania, formano un'unione monetaria. **Uno shock di domanda favorisce i beni dell'Italia e sfavorisce quelli tedeschi** (es. perdita di reputazione auto tedesche; oppure: Italia produce scarpe e Germania produce auto; cambiano preferenze degli individui → maggiori spostamenti a piedi e minori in auto).

In Germania, la curva di domanda aggregata si sposta verso sinistra accrescendo la disoccupazione, l'opposto avviene in Italia.

Assumiamo che il tasso di disoccupazione inizialmente sia quello desiderato in entrambi i paesi. Esiste un meccanismo che conduce al riequilibrio?



COSA SUCCEDE IN SEGUITO A QUESTO SQUILIBRIO?

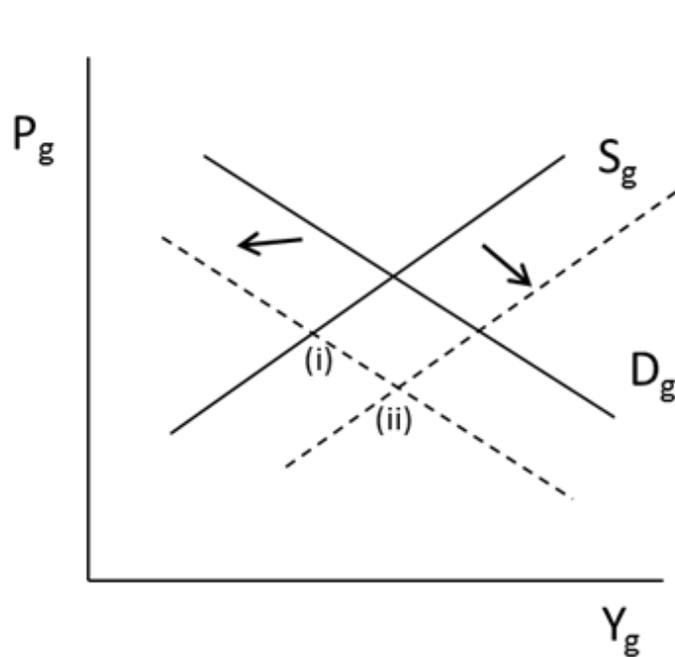
1. Esistono dei meccanismi in grado di riportare automaticamente i due paesi all'equilibrio?
2. Se tali meccanismi non esistono o non funzionano bene, è possibile 'assicurarsi' contro il rischio di questi squilibri? Se sì, come?
3. Esistono delle politiche economiche efficaci per riportare l'equilibrio?
4. L'essere parte di una UM aiuta a riportare l'equilibrio in caso di shock asimmetrici? Gli interventi di politica economica sarebbero diversi se i paesi fossero indipendenti?

Teoria AVO: FLESSIBILITA' DEI SALARI

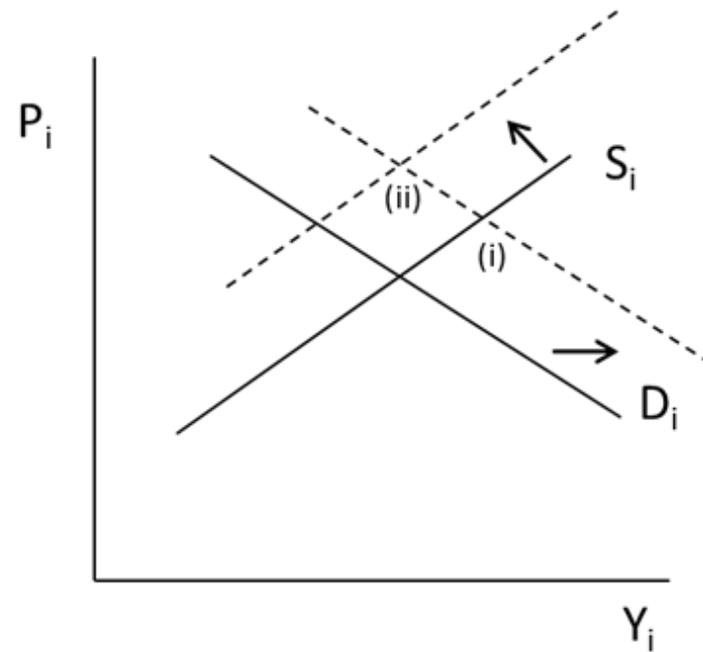
Germania: \uparrow disoccupazione \rightarrow \downarrow salari (o ad un minore aumento) \rightarrow \downarrow prezzi (o \downarrow tasso d'inflazione) \Rightarrow Germania più competitiva \rightarrow maggiore domanda aggregata.

L'opposto avverrà in **Italia**, dove si registrerà una perdita di competitività.

Grafico: in **Germania**, dopo lo spostamento lunga la curva AS (fino a (i)), si ridurrà il tasso dei prezzi atteso (P^e), e **la curva AS si sposterà verso destra**. L'equilibrio (ii) sarà raggiunto quando si sarà tornati al livello di Y precedente lo shock (supposto che fosse quello naturale, ossia compatibile con P/tasso di inflazione costante). L'opposto avverrà in **Italia**: \downarrow tasso di disoccupazione \rightarrow \uparrow salari



(a) Germania

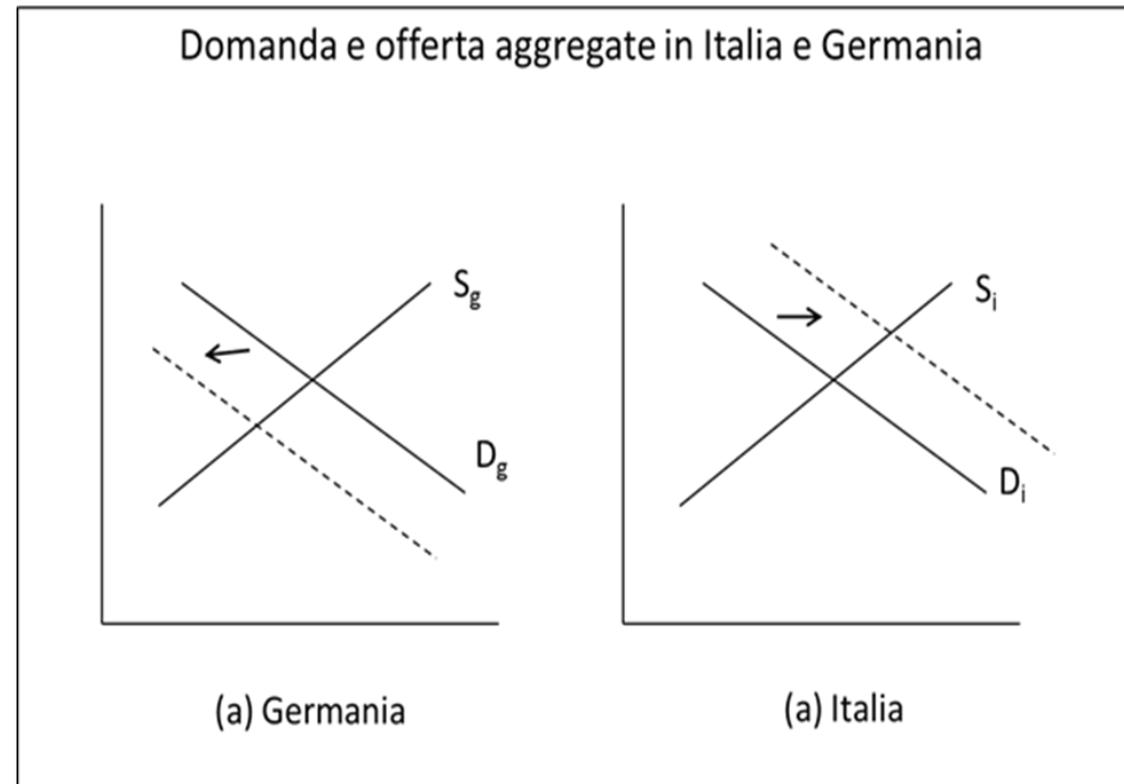


(a) Italia

Teoria AVO: MOBILITA' DEL LAVORO

I lavoratori in eccesso in Germania si trasferiscono in Italia e producono le scarpe richieste.

Per entrambi i paesi una situazione di equilibrio si colloca sul nuovo livello di produzione. Non ci sono pressioni inflazionistiche in Italia né disoccupazione eccessiva in Germania.



Esistono due meccanismi di aggiustamento automatico:

1. Flessibilità di salari e prezzi

- la disoccupazione in Germania porta ad una riduzione dei salari. Quindi si riducono i prezzi e la curva di offerta si sposta verso il basso. In Germania Y ritorna al livello iniziale. All'opposto in Italia i salari aumentano spostando la curva di offerta verso l'alto. Y ritorna al livello iniziale. Il ritorno all'equilibrio è anche facilitato dallo spostamento della domanda a favore dei prodotti tedeschi il cui prezzo ora è relativamente più basso. Il livello dei prezzi nei due paesi infatti è diverso.

2. Mobilità del lavoro

- I disoccupati tedeschi si spostano in Italia dove trovano lavoro data la maggiore richiesta. L'aggiustamento tramite il lavoro rende non necessario l'aggiustamento dei salari e dei prezzi.
- NOTA: L'aggiustamento 1. è tramite i prezzi, l'aggiustamento 2. è tramite le quantità

Teoria AVO: MECCANISMI DI AGGIUSTAMENTO

FUNZIONANO QUESTI MECCANISMI?

La **mobilità del lavoro è modesta in Europa**, da questo punto di vista la situazione è ben diversa in USA. Si tratta quindi di un meccanismo molto debole, con qualche effetto solo nel medio – lungo termine.

Costi degli spostamenti e la loro desiderabilità. Se sono i giovani, più produttivi e innovativi, che lasciano il paese con shock avverso, la ripresa economica in tale paese sarà ancora più difficile.

Anche il meccanismo della **flessibilità dei prezzi e salari** è capace di determinare **effetti solo nel medio termine**. Se immaginiamo che in Italia ci siano forti resistenze ad accrescere i prezzi (o l'inflazione), l'aggiustamento sarà fondato interamente sulla riduzione dei prezzi (o dell'inflazione) in Germania (paese in deficit). Ma se in Germania vi è rigidità verso il basso dei salari (o grande persistenza dell'inflazione), che impedisce il funzionamento di tale meccanismo, l'aggiustamento può essere lentissimo.

Nel complesso sono meccanismi con effetti nel medio termine che richiedono elevata mobilità del lavoro e flessibilità dei prezzi e dei salari, ma che comunque comportano costi elevati.

I MECCANISMI AUTOMATICI NON FUNZIONANO: ESISTONO ALTRI CANALI CHE POSSONO 'ASSICURARE' I CITTADINI VERSO IL RISCHIO DI QUESTI SHOCK?

La riduzione della domanda in Germania determina minori profitti, il valore dei titoli azionari si riduce. **Se il mercato finanziario è completamente integrato** questa perdita sarà sopportata anche in Italia nella misura in cui i titoli/azioni sono detenuti anche da investitori italiani: dal canto loro gli investitori Tedeschi detengono anche titoli italiani e compensano le perdite

- Nota: questo meccanismo funziona se lo shock è temporaneo e il mkt dei capitali integrato. I mkt dei capitali tendono ad essere più integrati in un'UM

I meccanismi automatici non funzionano, cosa può fare la politica economica

Se i meccanismi automatici non funzionano?

- Eccesso di domanda in Italia porta ad un aumento dell'inflazione e lento riaggiustamento che sarà molto costoso in Germania per il persistere della disoccupazione.
- Quali possibili interventi della PE? *Dipende*

Hp1 i due paesi sono indipendenti

Hp 2 i paesi sono parte di un'unione monetaria

HP 1. i paesi sono ind. Aggiustamento con politiche monetaria e valutaria

Se i due paesi non partecipassero ad un'UM → **politiche monetarie e del cambio.**

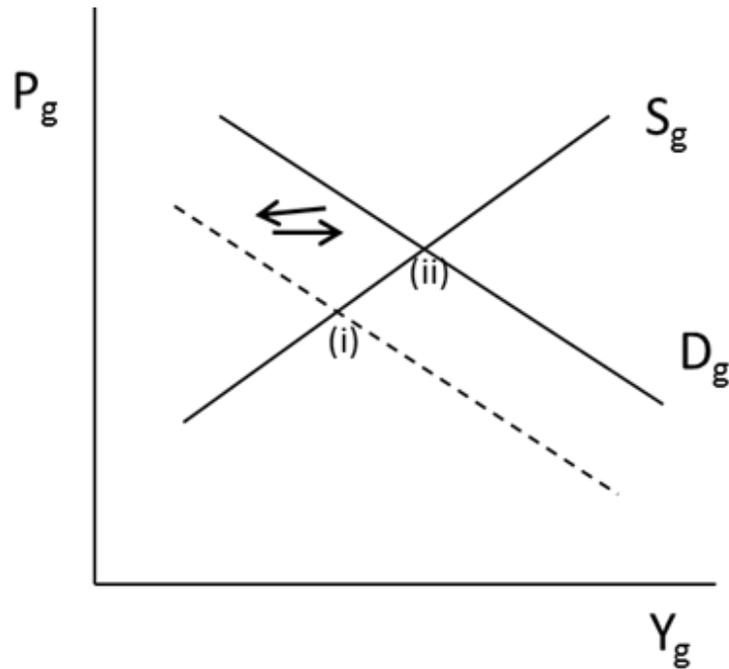
Cambi flessibili: la banca centrale tedesca potrebbe abbassare il tasso d'interesse; il cambio si svaluterebbe. Di contro la b.c. italiana potrebbe alzarlo, rivalutandolo.

↑ **domanda aggregata tedesca** (effetto di r su investimenti nazionali + effetto della svalutazione sulla competitività dei prodotti) e ↓ **domanda aggregata italiana.**

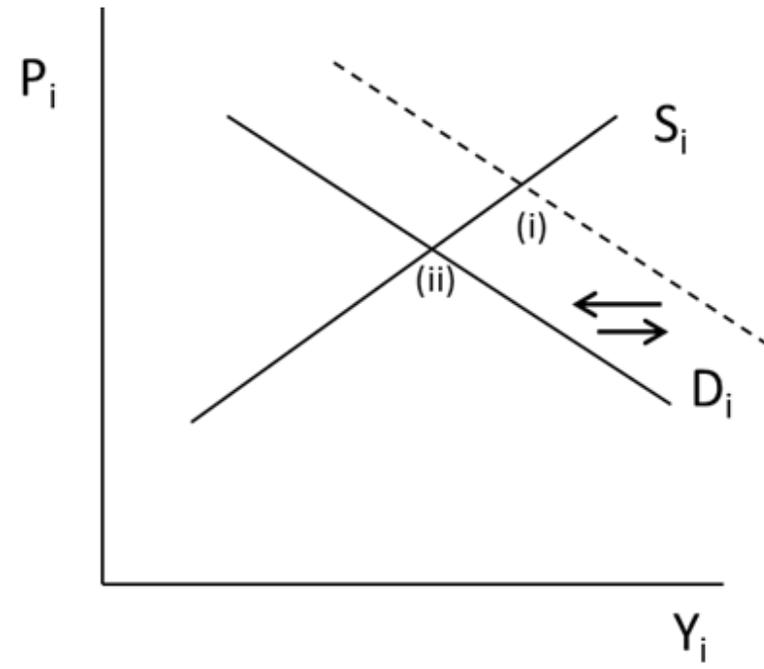
Cambi fissi: il cambio verrebbe svalutato/rivalutato, riequilibrando le domande aggregate dei due paesi.

Aggiustamenti più rapidi e indolori rispetto a flex salariale e mobilità lavoro.

Il processo di aggiustamento con le politiche monetarie e del cambio



(a) Germania



(a) Italia

Hp. 2 Paesi sono parte di un'unione monetaria

- Il tasso di cambio non è utilizzabile perché sparisce tra i due paesi.
- Politica monetaria: ma deve mediare tra due situazioni opposte!
- Se il **bilancio dell'Unione è centralizzato**: trasferimenti di reddito da un paese all'altro (trasferimenti inter-regionali). Ma problema di 'moral hazard' (comportamenti opportunistici), con gravi conseguenze specialmente se lo shock asimmetrico è permanente
- Se il **bilancio dell'Unione non è centralizzato**: stabilizzatori automatici nazionali ma ci sarebbero possibili problemi dal lato della finanza pubblica (deficit, debito€ trasferimenti inter-generazionali (vedi lezioni successive)

I costi della rinuncia all'UM: 2 osservazioni

1) **Un aggiustamento del cambio** (svalutazione a fronte di uno shock di domanda) **non garantisce un aggiustamento permanente**. La svalutazione comporterà un aumento dei prezzi dei beni importati che si diffonderà nell'economia. Variazioni nominali del tasso di cambio tendono quindi ad avere effetti solo temporanei sulla competitività di un paese/tasso di cambio reale.

Tuttavia **questo processo compra tempo per un aggiustamento strutturale** (salari reali scendono) o semplicemente per aspettare che lo shock finisca (shock temporanei).

Di contro, va considerato (si vedano i vantaggi di un'UM) che in un mondo incerto, **gli stessi tassi di cambio sono fonti di shock** (Mundell, 1973).

2) La rinuncia alla politica monetaria discrezionale (o all'applicazione di una regola fissa) comporta un costo in presenza di fronte a shock asimmetrici.

Di contro, va ricordato (si vedano i vantaggi di un'UM) che affidare la politica monetaria a una istituzione sovra-nazionale con alta credibilità permette di controllare l'inflazione con un costo relativamente basso.

.. In sintesi

la 'gravità' del costo legato alla perdita dell'autonomia della politica monetaria e dello strumento tasso di cambio dipende:

- dalla flessibilità di prezzi e salari
- dalla mobilità del lavoro
- dalla probabilità di shock asimmetrici

Alcune prime conclusioni

- Se lo shock è asimmetrico e permanente gli Stati di una UM devono ricorrere a forme di flessibilità salariale e/o mobilità
- Il meccanismo della redistribuzione del reddito può aiutare ma non può essere usato permanentemente nel caso di shock permanenti

Se esistono rigidità istituzionali, scarsa organizzazione dei sistemi assicurativi allora l'UM può essere molto costosa in presenza di shock

.. Cosa accade nei paesi indipendenti?

- In presenza di shock permanenti e asimmetrici i paesi con politica monetaria indipendente possono utilizzare il tasso di cambio

L'EFFICACIA DEL TASSO DI CAMBIO

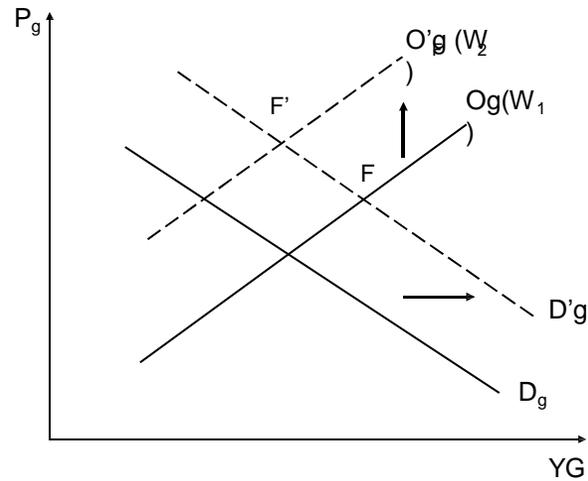
- In G la domanda diminuisce. Hp: svalutazione del marco (DM) rispetto alla lira (Li)
- $eR = (P_{dm} e) / P_{li}$
- e = tasso di cambio Li/DM
- GE svaluta quindi e diminuisce quindi eR diminuisce che comporta un
- aumento della competitività della Germania, le esportazioni aumentano e la domanda aumenta.
- La svalutazione del marco rispetto alla Lira equivale ad una rivalutazione della lira rispetto al marco. Questa rivalutazione ridurrà la domanda in Italia e abbasserà l'inflazione. Anche l'Italia quindi riesce a recuperare l'equilibrio sia reale che nominale.
- In questo caso la svalutazione appare come uno strumento efficace.

...ma

- Che effetti produce la svalutazione del marco in Germania (oltre ad aumentare exp)?
- La svalutazione ha l'effetto IMMEDIATO di aumentare il prezzo (in marchi) dei beni importati
- L'indice dei prezzi al consumo (media ponderata di beni prodotti internamente e di beni importati) aumenta e quindi aumenta l'inflazione in Germania

- L'aumento dell'inflazione determinerà un aumento dei salari (con modalità che dipendono dalla contrattazione) e di conseguenza un aumento dei prezzi dei beni prodotti in Germania.
- Tramite questa via l'iniziale miglioramento della competitività verrà eroso dall'aumento dell'inflazione.
- Quindi La svalutazione è uno strumento efficace nel breve periodo.

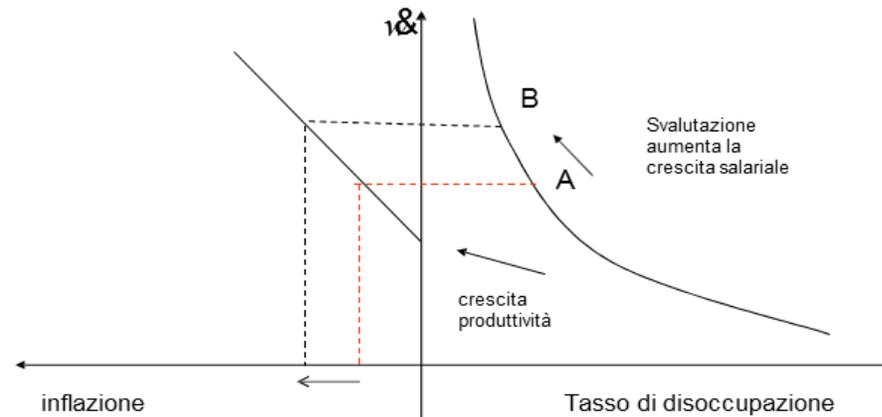
Deprezzamento/svalutazione



Aumentano le exp Aumentano i prezzi
all'importazione e quindi i prezzi al consumo
I lavoratori cercheranno di mantenere il potere
d'acquisto dei salari
La curva di O si sposta verso l'alto
L'efficacia della manovra si riduce e l'inflazione è
aumentata

Una svalutazione (in genere) aumenta la crescita salariale (l'entità della crescita dipende- come visto- dal funzionamento del mercato del lavoro). Data la crescita della produttività, questo genera un aumento di inflazione. L'iniziale recupero di domanda (e anche la riduzione della disoccupazione) verrà eroso

La germania potrebbe ripetere la svalutazione?



Per studiare l'effetto di svalutazioni ricorrenti la curva di phillips va modificata..... Argomento che riprenderemo nelle prossime lezioni

E adesso.....

Quali sono i vantaggi di una Unione Monetaria

Una moneta o molte? Una questione molto antica.

. . . So much of barbarism, however, still remains in the transactions of most civilised nations, that almost all independent countries choose to assert their nationality by having, to their own inconvenience and that of their neighbours, a peculiar currency of their own.

J. S. Mill, *Principles of Political Economy*, Vol. II. New York 1894

Mill si concentra sui **costi di valutazione e di cambio**. L'utilità di una moneta per gli scambi si riduce con il numero di valute in circolazione (all'estremo, se il numero di monete in circolazione fosse uguale a quello dei beni, sarebbe preferibile tornare al baratto). Da questo punto di vista, l'area valutaria ottimale è il mondo.

Il punto di vista di Mill è anche uno dei principali motivi alla base della **scelta di creare l'Unione monetaria europea**. Secondo un calcolo fatto negli anni novanta dell'*Economist*, un cittadino italiano che fosse partito per visitare le capitali degli allora 15 paesi membri della UE con un milione di lire, sarebbe tornato in Italia con 500.000 lire, come risultato solo del costo di cambiare le valute.

Complessivamente, la Commissione Europea nel 1990 (European Economy, "One market, one money", 1990) valutava in 0,5% del PIL i costi annui che potevano essere ridotti dalla moneta unica.

I vantaggi di una Unione Monetaria (2)

Non ci sono soli i costi, ma anche l'**incertezza sul valore futuro delle valute**.

- Evidenza di **ampie fluttuazioni nei cambi** fra paesi fortemente integrati
- Esperienze di **svalutazioni concorrenziali** negli anni trenta
- **Difficoltà dello SME**: forte domanda e pressioni inflazionistiche per unificazione tedesca → Bundesbank alza i tassi, gli altri paesi sono costretti a seguirla anche se le condizioni macro non lo richiedono => forte aumento della disoccupazione, i mercati si attendono svalutazioni, attacchi speculativi => due crisi valutarie nel 1992 e nel 1993. => Euro per evitare che l'unificazione fosse basata sul marco.

Il completamento del mercato unico avrebbe, a sua volta, aumentato le **dimensioni del mercato** potenziale dei consumatori, con effetti positivi sulla **concorrenza** e quindi sui prezzi, sulle **dimensioni e quindi sull'efficienza delle imprese**.

L'euro permette inoltre di accrescere l'**integrazione finanziaria**, con effetti positivi sull'efficienza dei mercati finanziari.

I vantaggi di una Unione Monetaria (3)

Vantaggi di una **politica monetaria unica**: l'intento è di costruire una istituzione (BCE) con una **altissima reputazione**, con l'effetto di contenere l'inflazione al minimo costo. Particolarmente importante per paesi come l'Italia, dove la reputazione antinflazionistica era bassa.

La base teorica di questa tesi è un famoso articolo (Kydland e Prescott, 1977): un annuncio o una politica che è ottimale al tempo t non lo è più ad un momento successivo, quando gli operatori economici hanno incorporato l'annuncio nei loro comportamenti (incoerenza temporale). C'è quindi un incentivo a deviare dai propri impegni: il banchiere centrale (b.c.) può essere tentato di annunciare un dato obiettivo di inflazione e poi stimolare maggiormente l'economia. Se gli operatori sono razionali e terranno conto delle preferenze del b.c., l'equilibrio avrà una inflazione più elevata e lo stesso livello di prodotto. Equilibrio migliore (minore inflazione) con regole (purché credibili) o con un b.c. più avverso all'inflazione.

Infine, la moneta unica permette di superare il cosiddetto «inconciliabile terzetto» (Tommaso Padoa Schioppa): **cambi fissi, libertà movimenti dei capitali, politica monetaria autonoma**. Nel momento in cui per stabilizzazione interna si vuole ridurre il tasso d'interesse, la difesa del cambio può esaurire le riserve e divenire insostenibile.

Squilibri temporanei asimmetrici potranno essere più facilmente finanziati in un'unione monetaria che in sua assenza (Mundell 1973, citato in De Greuwe pag 67). Maggiore integrazione finanziaria, facilità di movimenti di capitali.

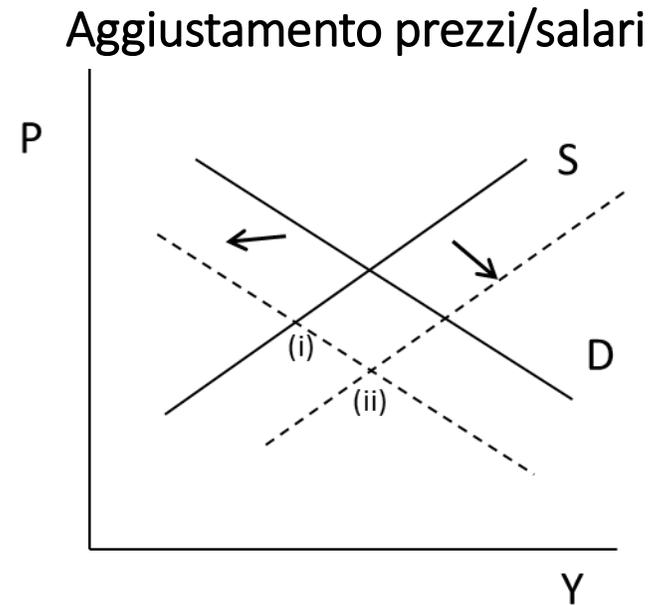
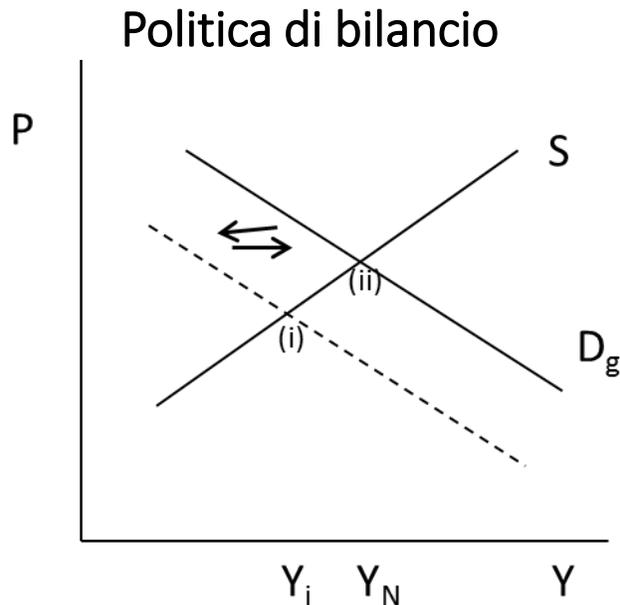
Gli shock e la politica di bilancio

Shock di domanda: riequilibri a confronto

La domanda estera e quindi la domanda aggregata si riduce. Esempio: sgonfiamento della bolla speculativa nel settore delle costruzioni in Spagna → minori investimenti dall'estero nel settore.

L'aumento della spesa pubblica può temporaneamente compensare la carenza. Tuttavia, se shock permanente → **deficit partite correnti della BdP e deficit pubblico persistenti** (insostenibili).

Aggiustamento via flessibilità dei prezzi/salari. Situazione è sostenibile: riduzione prezzi interni → + competitività → aumento domanda estera; equilibrio di bilancio.

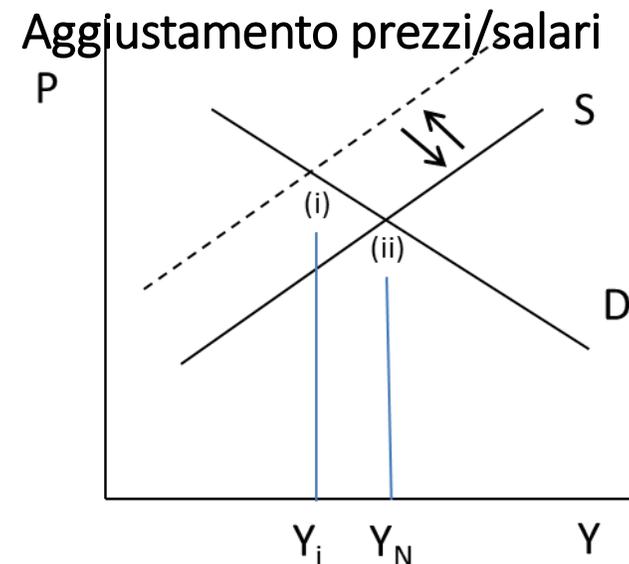
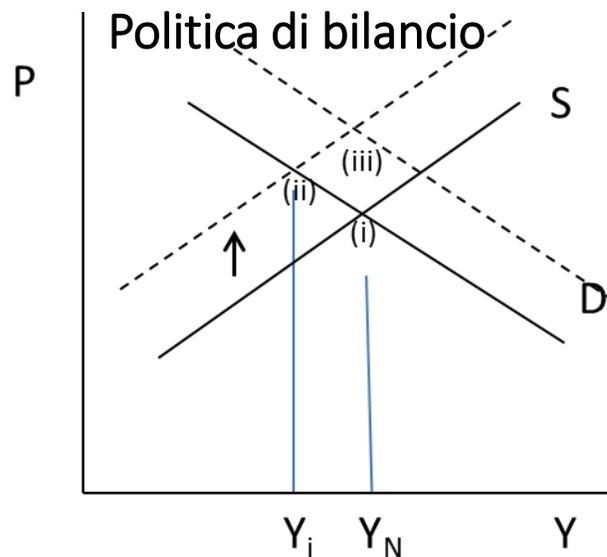


Shock di offerta: riequilibri a confronto

La curva AS si sposta verso sinistra (per un dato livello dei prezzi il reddito di equilibrio è inferiore; ES: **minore progresso tecnologico** nel paese rispetto al resto del mondo; ES **shock al settore bancario**, che diventa meno efficiente perché sottoposto a maggiori vincoli per stabilità finanziaria; ES **aumento del prezzo del petrolio**).

Aumento spesa pubblica: come per shock di domanda, se shock è permanente, è insostenibile (deficit partite correnti della BsP e deficit pubblico).

Aggiustamento via flessibilità dei prezzi/salari. La situazione è sostenibile, anzi è esattamente uguale a quella prima dello shock.



Limiti alla disponibilità della politica di bilancio per stabilizzare

Discussione precedente: la politica di bilancio è necessaria per stabilizzazione di shock asimmetrici temporanei (i meccanismi automatici presentano costi e hanno effetti deboli e in tempi lunghi; la politica monetaria e del cambio non sono disponibili).

In sintesi:

La crisi dei debiti sovrani ha evidenziato la possibilità che in una Unione Monetaria gli shock vengano amplificati da crisi di fiducia e che la politica di bilancio (in uno scenario favorevole) non sia disponibile per la stabilizzazione o **(in uno scenario sfavorevole)** debba essere pro-ciclica.

Perché ? In sintesi, manca un prestatore di ultima istanza per i governi nazionali in presenza di una banca centrale sovranazionale – problema non analizzato adeguatamente nella fase di costruzione dell'UM.

Insolvenza in un paese monetariamente indipendente

UK

Ipotizziamo che investitori credano in una possibile insolvenza del governo inglese → Vendono titoli di stato inglesi → $\uparrow r$.

Ottengono sterline, possono venderle in cambio di un'altra valuta facendo **svalutare il cambio**; ma sterline restano **imbottigliate nel mercato monetario inglese** → investite in attività nazionali.

Se r sale troppo, la **banca centrale può acquistare con contanti i titoli di stato inglesi**, riducendo il tasso d'interesse.

⇒ Gli investitori non possono costringere il governo inglese all'insolvenza; al massimo svalutazione cambio e aumento dei prezzi
→ \downarrow **debito pubblico** (se emissioni a tasso fisso pluriennali).

⇒ È difficile che investitori credano in possibile insolvenza governo

Esempio in De Greuwe, 2012, pag 19-20

Insolvenza in un paese partecipante a una UM

Spagna

Investitori credono in una possibile insolvenza del governo spagnolo: → **vendono titoli di stato spagnoli** → ↑ r (spread sul debito pubblico spagnolo e, di conseguenza, i tassi a lunga).

Ottengono euro, che verosimilmente investiranno in un altro paese – **drenando liquidità dalla Spagna.**

Il tasso d'interesse a medio-lungo termine può anche salire a livelli altissimi, ma **non è ovvio che la BCE intervenga.** Il governo può essere costretto all'insolvenza o a politiche pro-cicliche molto aggressive (che però potrebbero peggiorare la crisi).

Soprattutto, investitori sanno fin dall'inizio che **insolvenza è possibile** e che con il loro comportamento possono realizzarla (aspettative si autorealizzano).

La situazione della Spagna **simile a paesi emergenti che hanno un debito pubblico denominato in valuta estera.** Ci può essere un brusco **arresto dei flussi di capitale** → crisi di liquidità → insolvenza. Questo spiega perché spesso le politiche di bilancio sono **pro-cicliche** nei paesi emergenti.

Amplificazione shock asimmetrico da crisi di fiducia

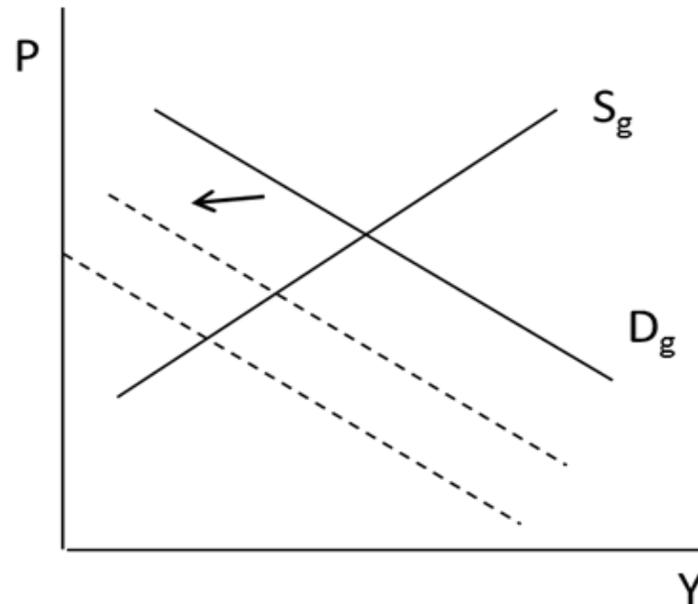
Germania: shock negativo \rightarrow bilancio pubblico peggiora (stabilizzatori automatici,..) \rightarrow \downarrow merito di credito del paese, \uparrow spread \uparrow r \Rightarrow \downarrow I.

Canale banche: \uparrow spread \rightarrow **\downarrow offerta di credito** (aumento rischiosità asset) \Rightarrow \downarrow I

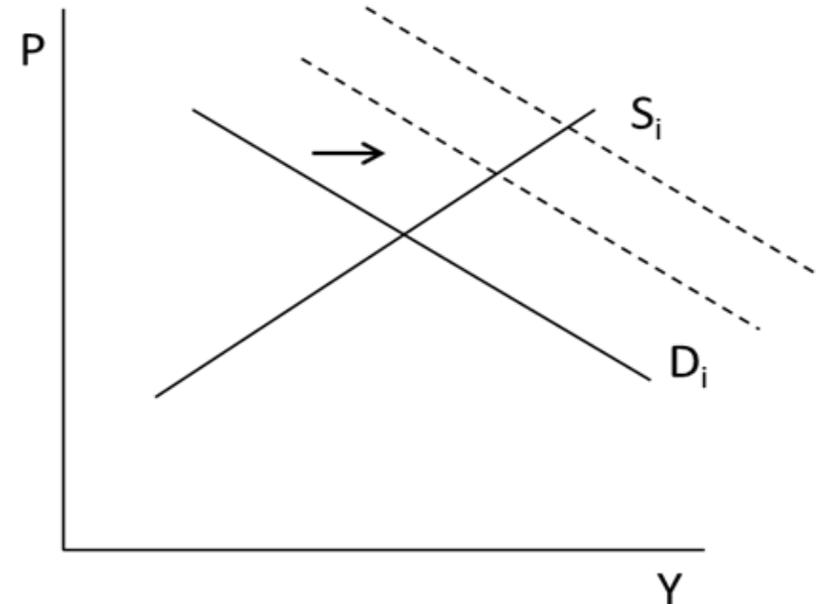
L'Italia vedrà invece aumentare la domanda aggregata, per meccanismi concettualmente identici ma di segno opposto.

Germania (shock negativo)

Italia (shock positivo)



(a) G



(a) I

Amplificazione shock asimmetrico da crisi di fiducia

Germania: shock negativo \rightarrow bilancio pubblico peggiora (stabilizzatori automatici,..) \rightarrow \downarrow merito di credito del paese, \uparrow spread \uparrow r \Rightarrow \downarrow I

Canale banche: \uparrow spread \rightarrow \downarrow offerta di credito (aumento rischiosità asset)) \Rightarrow \downarrow I

Relazione Annuale della Banca d'Italia sul 2012:

La caduta dell'attività economica in Italia nel 2012 riflette quasi per intero gli effetti della crisi del debito sovrano, che si sono trasmessi per il tramite di diversi canali.

L'aumento dei differenziali di rendimento tra titoli pubblici italiani e tedeschi, che ha raggiunto un massimo a novembre del 2011 ed è poi rientrato parzialmente e solo gradualmente, si è propagato al costo del credito al settore privato;

le difficoltà di raccolta delle banche italiane sui mercati internazionali hanno limitato l'accesso al credito delle imprese;

le manovre di correzione dei conti pubblici si sono riflesse sulla domanda interna, pur avendo verosimilmente evitato peggiori scenari di collasso finanziario;....

la perdita di fiducia di imprese e famiglie ha ulteriormente influenzato i comportamenti di spesa.

Esposizione al debito sovrano e il canale creditizio

Analisi **impatto** di un **cambiamento nella rischiosità percepita dei titoli di Stato sull'offerta di credito** e sull'accesso al finanziamento delle imprese.

Nel lavoro si confronta l'andamento del credito erogato a un campione di imprese censite nella Centrale dei Rischi della Banca d'Italia **prima e dopo la richiesta di assistenza finanziaria avanzata dalla Grecia nell'aprile del 2010**, che avrebbe indotto gli investitori a una prima riconsiderazione della rischiosità dei titoli di Stato di vari paesi europei, tra cui quelli italiani.

Le tensioni sui mercati dei titoli di Stato avviate nell'aprile del 2010 avrebbero esercitato un **effetto negativo**, statisticamente significativo, **sulle politiche creditizie delle banche italiane** → ricorso delle imprese debentrici a intermediari meno esposti.

Fase successiva, più acuta, della crisi del debito sovrano: **effetto sull'offerta di credito in Italia attribuibile all'aumento** percepito del “**rischio paese**” (che ha colpito gli intermediari indiscriminatamente), indipendente dalla detenzione di titoli di Stato in portafoglio dalle banche italiane.

[M. Bottero, S. Lenzu e F. Mezzanotti, 2014]