

Costi di una unione monetaria

Fonti: Economia dell'unione monetaria di Paul De Grauwe, cap. 1.

Ermanno Catullo
Politica Economica Pubblica
ecatullo@unite.it
Unite
A.A. 2024-2025

Costi di una unione monetaria

Nel ripasso di macro abbiamo visto l'importanza del tasso di interesse e della quantità di moneta nel determinare gli equilibri macroeconomici in una economia chiusa.

In una economia aperta bisogna tener conto del tasso di cambio che influenza la domanda attraverso le importazioni e le esportazioni: **se una moneta si svaluta aumentano le esportazioni e si riducono le importazioni.**

Costi di una unione monetaria

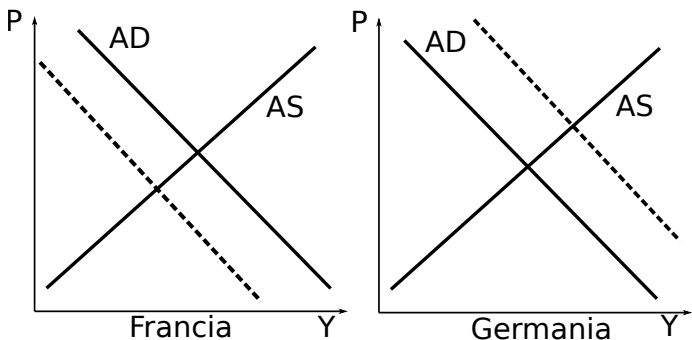
Inoltre esiste una relazione tra tasso di interesse e tasso di cambio: se il tasso di interesse aumenta diventa più remunerativo investire nel paese quindi c'è un afflusso di capitale dall'estero.

Quindi dall'estero comprano valuta locale per investire, perciò aumenta la domanda di valuta locale e questo fa apprezzare la valuta.

Perciò se il tasso di interesse scende il cambio si deve svalutare e viceversa.

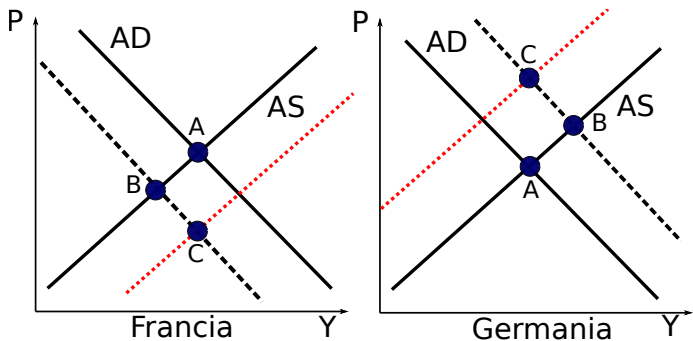
Modello di Mundell: variazione della domanda permanente

Unione monetaria tra due paesi, variazione *permanente* delle preferenze dei consumatori: si riduce la domanda in Francia ed aumenta quella in Germania



Meccanismi di riequilibrio: aggiustamento dei salari

Flessibilità salariale: aumentano i salari in Germania e si riducono i salari in Francia (da B a C).



Meccanismi di riequilibrio: aggiustamento dei salari

L'incremento della disoccupazione spinge all'abbassamento dei salari (w) in Francia. Se scendono i salari in Francia, la curva di offerta si sposta verso il basso, perché le imprese possono produrre le stesse quantità a prezzi minori.

Perciò i prezzi in Francia scendono quindi:

- Prezzi più bassi potranno stimolare gli acquisti
- Maggiori esportazioni e minori importazioni
- L'offerta reale di moneta (M/P), quindi a tassi di interesse più bassi che rilanceranno gli investimenti.

Il contrario succede in Germania.

Meccanismi di riequilibrio: aggiustamento dei salari e competitività

Questo meccanismo può essere rafforzato dal fatto che i beni francesi a causa della riduzione dei prezzi diventano più **competitivi**, quindi in Francia aumentano le esportazioni e si riducono le importazioni.

Il contrario succede per i beni tedeschi che diventano meno competitivi, perciò in Germania aumentano le importazioni dalla Francia e si riducono le esportazioni francesi.

Perciò la AD aumenta accelerando il ritorno in equilibrio.

Meccanismi di riequilibrio: problemi dovuti all'aggiustamento dei salari

Tuttavia i salari più bassi potrebbero deprimere la domanda francese andando a contrastare le spinte verso il riequilibrio

Inoltre in Francia gli investimenti potrebbero non essere molto sensibili al tasso di interesse ed invece ridursi a causa della contrazione della domanda interna

Infine la riduzione dei prezzi potrebbe indebolire la posizione debitoria delle imprese francesi.

Meccanismi di riequilibrio: mobilità del lavoro

Se ci fosse **mobilità del lavoro** i lavoratori francesi andrebbero in Germania, riducendo la spinta all'aumento dei salari e dei prezzi, mentre ci sarebbero meno lavoratori in Francia, quindi il problema della disoccupazione non si porrebbe.

Meccanismi di riequilibrio assenti

Se c'è mobilità del lavoro tra paesi e/o i salari sono flessibili verso il basso il sistema tornerà in equilibrio.

Se non c'è mobilità del lavoro tra paesi o i salari francesi non scendono si ritornerà in equilibrio solo attraverso un aumento dei prezzi tedeschi che renda più competitivi quelli francesi.

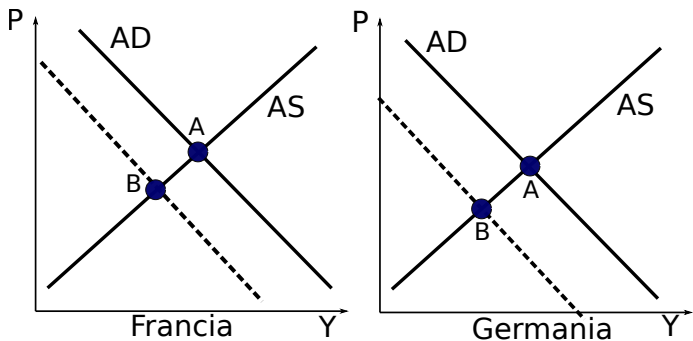
Shock di domanda permanenti asimmetrici con cambi fissi politica monetaria

In una unione è difficile fare una politica monetaria comune in caso di shock asimmetrici

perchè se la banca centrale dell'unione riduce il tasso di interesse aumentano gli investimenti in Francia aiutandola a tornare in equilibrio

tuttavia aumentano anche in Germania allontanandola dall'equilibrio e incrementando le spinte inflazionistiche.

Shock di domanda simmetrici permanenti in una unione



In caso di shock simmetrici, i paesi dell'unione potranno più facilmente coordinare le politiche fiscali, ed effettuare una politica monetaria espansiva (ridurre i ed il tasso di cambio)

Shock di domanda permanenti asimmetrici con cambi flessibili

In caso di shock di domanda asimmetrici con cambi flessibili, la Francia può svalutare il cambio in modo da sostenere la domanda, mentre la Germania può rivalutare per evitare le spinte inflazionistiche.

Inoltre un paese può effettuare politiche monetarie espansive per abbassare i tassi di interesse e rilanciare gli investimenti.

Shock di domanda permanenti simmetrici con cambi flessibili

Se invece gli shock sono simmetrici ossia colpiscono sia Francia sia Germania contemporaneamente svalutare ha effetti positivi solo nei confronti delle esportazioni ed importazioni verso paesi terzi.

Comunque coordinare le politiche monetarie anche con cambi flessibili anche in questo caso è semplice: entrambi i paesi hanno interesse nello svalutare la moneta e ridurre il tasso di cambio.

Modello di Mundell: ricapitolando

- In caso di rigidità salariali verso il basso e scarsa mobilità del lavoro in una unione è più difficile tornare in equilibrio autonomamente dopo uno shock asimmetrico.
- In caso di uno shock asimmetrico è più difficile intervenire per la banca centrale dell'unione e non si può fare affidamento sulle politiche dei cambi.
- Mentre in una unione è più facile rispondere a shock simmetrici perché si possono coordinare le politiche economiche.

Indipendenza monetaria e bilanci pubblici

- In un paese che ha la propria moneta, se il governo ha problemi di liquidità, ossia problemi a finanziarsi, interviene la banca centrale comprando i titoli pubblici.
- In una unione la banca centrale non è detto che faccia da prestatore di ultima istanza, questo può far sì che un problema di **scarsa liquidità** possa provocare l'**insolvenza**, perché se i tassi sui titoli pubblici aumentano troppo può diventare troppo costoso ripagare il debito.

Indipendenza monetaria e bilanci pubblici

- nei mercati si possono generare **profezie che si autoavverano**, i mercati credono che un paese possa essere insolvente quindi chiedono tassi di interesse più alti per finanziarlo, perciò questo paese può rischiare l'insolvenza.
- In una unione monetaria i tassi di interesse a breve sono uguali per tutti i paesi perché controllati dalla banca centrale dell'unione mentre i tassi nel lungo sono diversi perché rispecchiano la diversa rischiosità dei paesi.

Shock asimmetrici permanenti e dinamiche del debito

Se la Francia è colpita da uno shock negativo permanente mentre la Germania da uno positivo, come nell'esempio di un cambiamento delle preferenze dei consumatori, il debito della Francia aumenta perché le entrate dello stato si riducono (tasse) e le uscite aumentano (sussidi).

Se il deficit aumenta la Francia per finanziarsi dovrà aumentare il tasso di interesse sui titoli pubblici, questo farà sì che tutti i tassi di interesse aumentano, ciò riduce gli investimenti e quindi peggiora la domanda aggregata.

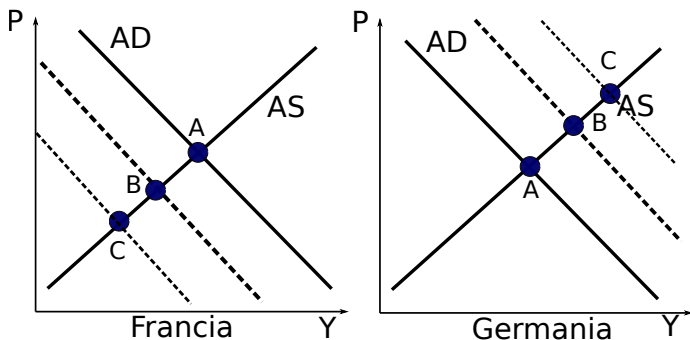
Shock asimmetrici permanenti e dinamiche del debito

Inoltre la Francia potrebbe avere dei problemi a rifinanziare il suo debito, dato che è emesso in una valuta estera, soprattutto se la banca centrale non interviene per tenere i tassi di interesse bassi.

L'opposto succede in Germania dove i mercati finanziari andranno a comprare titoli riducendo i tassi di interesse, i tassi di interesse più bassi stimoleranno gli investimenti incrementando la domanda aggregata.

Shock asimmetrici permanenti e dinamiche del debito

Quindi uno shock asimmetrico permanente in una unione può essere peggiorata a causa dei suoi effetti su debito e tasso di interesse.



Shock asimmetrici temporanei

La domanda scende temporaneamente in Francia e sale in Germania.

Il deficit pubblico Francese (e quindi il debito) aumenterà a causa degli stabilizzatori automatici (tasse e sussidi).

Dato che lo shock è temporaneo non scendono i salari né c'è mobilità del lavoro tra paesi.

Shock asimmetrici temporanei: caso benigno

Nel caso benigno i mercati finanziari hanno fiducia nella capacità di finanziamento dello stato francese, quindi se aumenta il debito francese non aumentano i tassi di interesse.

In caso di shock negativo temporaneo il deficit francese aumenta e questo rilancia l'economia sostenendo la domanda, senza quindi bisogno di riduzione dei salari o di mobilità del lavoro.

Il deficit francese è finanziato facilmente perché al contempo il deficit pubblico tedesco si riduce, perciò la Germania offre meno titoli, quindi i mercati finanziari non potendo più comprare i titoli tedeschi comprano quelli francesi.

Shock asimmetrici temporanei: caso maligno

Nel caso maligno i mercati finanziari non hanno fiducia nella Francia, quindi se aumenta il debito francese aumenteranno i tassi di interesse. L'aumento dei tassi di interesse riduce ulteriormente la domanda e aggrava la crisi.

L'opposto succede in Germania.

Se la Francia fosse paese indipendente monetariamente, se i mercati vendono titoli francesi per titoli tedeschi il tasso di cambio francese si svaluta e questo sostiene la domanda.

Shock permanenti e shock temporanei

- In una unione monetaria shock asimmetrici permanenti possono essere riassorbiti solo con mobilità del lavoro e flessibilità. Inoltre i mercati finanziari possono acuire questi shock.
- Gli shock temporanei asimmetrici in una unione monetaria possono creare instabilità a causa dei mercati finanziari che potrebbero amplificarli.

Tasso di interesse e crisi del 2011



Rendimento su titoli governativi a 10 anni, Grecia (blu), Italia (viola), Germania (rosso), Spagna (azzurro), Francia (verde), fonte: Fred economic data.

Differenze tra paesi e shock

Le differenze istituzionali tra paesi possono far sì che:

- Uno shock simmetrico abbia effetti diversi tra paesi, ad esempio shock dei prezzi e differenti meccanismi di contrattazione salariale.
- Oppure possono rendere differenti gli effetti delle politiche, ad esempio variazioni dei tassi di interesse ed effetti sul consumo nei paesi anglosassoni e nell'Europa continentale.

Unione monetaria ed unione di bilancio

Un **bilancio comune** può ridurre l'instabilità e facilitare gli aggiustamenti dell'economia:

- Crea meccanismi di assicurazione tra paesi in caso di shock negativi temporanei, anche se potrebbe essere problematico da sostenere in caso di shock permanenti, in quest'ultimo caso dovrebbero essere attuate politiche di sviluppo.
- Un debito comune riduce il rischio di insolvenza e di illiquidità.

L'Unione europea è una **unione incompleta** perché ha una moneta comune ma un bilancio separato (Union bonds?).