

L'UME alla prova della crisi

Giuseppe Marotta

Università di Modena e Reggio Emilia e Cefin

Modena 8/3/2001

Schema dell'intervento

- Propagazione della crisi subprime in Europa [\(slide 3\)](#)
- Il decennale dell'UME, a dispetto dei dubbi degli economisti USA su Eurozona area monetaria ottimale (Jonung-Drea 2010)
[\(slide 4\)](#)
- Crisi sovrana e bancaria nella «periferia» dell'eurozona [\(slide 5\)](#)
- Gestione della crisi ed eurobond [\(slide 6\)](#)
- Da UME a UME [\(slide 8\)](#)
- Riferimenti bibliografici [\(slide 36\)](#)

Propagazione della crisi subprime in Europa

- Luglio-settembre 2007: IKB, fondi BNP, Northern Rock
- Raccolta interbancaria in dollari [\(slide 9\)](#)
- Bolle immobiliari in diversi paesi dell'UE ed extra UE [\(slide 11\)](#) e Sistemi bancari esposti al rischio immobiliare e «troppo» grandi [\(slide 13\)](#)
- Espansione del rischio di credito della BCE per allentamento requisiti sui titoli stanziabili [\(slide 15\)](#)
- Settembre 2008 (Lehman): crisi bancarie in Islanda e Irlanda; garanzia statale su intero passivo bancario in Irlanda, salvataggio Fortis e Dexia, fondi pubblici, erogati o garantiti, per nuovo debito bancario o ricapitalizzazioni in vari paesi
- Fine 2009: rischio sovrano in Grecia e contagio per Portogallo e Spagna (da ricaduta bolla immobiliare)
- Da 2010: riuscirà l'euro a sopravvivere?
- Luglio 2010: stress test su sistema bancario europeo e dubbi sulla sua conduzione [\(indietro a indice\)](#)

Decennale dell'euro: due visioni

- Bilancio positivo per convergenza inflazione, ridotti tassi d'interesse, reputazione della BCE e integrazione finanziaria, sia pure limitata; la critica di Walters (divergenza nei tassi d'inflazione con uno stesso tasso d'interesse monetario) non si è materializzata se non forse per andamenti di bilancia dei pagamenti divergenti, che potrebbero però essere spontaneamente corretti. *Countries with slow dynamic adjustment mechanisms and responsiveness – in the wake of shocks and new developments – are at a competitive disadvantage. At least, this enhances the incentives to undertake structural reforms in goods, services and labour markets.* (Bongelli-Wyplosz 2008) ([slide 16](#))
- Benefici netti, se ci sono, modesti; la sproporzione tra attese ed esiti ha però reso politicamente meno probabile il progresso nell'unione politica, di cui l'euro doveva essere il propulsore. (Caselli 2008) ([slide 18](#))
- N.B. sino a inizio crisi spread trascurabili sui titoli pubblici dell'eurozona; anche per Grecia, nonostante rivelazione nel 2004 di significative revisioni peggiorative sulle statistiche sulla finanza pubblica. ([slide 19](#)) ([Ritorno all'indice](#))

Crisi sovrana e bancaria

- Crisi sovrana (Grecia) e da scoppio di bolle immobiliari e crisi bancarie da eccesso di credito a crisi sovrane (Irlanda e Spagna) [\(slide 21\)](#)
- Casi misti: oltre a eccesso di credito e dinamica debito pubblico, per perdita di competitività: Portogallo e Spagna [\(slide 23\)](#)
- Esposizione di sistemi bancari di altri paesi UME [\(slide 27\)](#)
- Debito pubblico sostenibile? [\(slide 30\)](#)
- ✓ N.B. Darvas et al. 2011: nessun paese OCSE negli ultimi 50 anni con avanzo primario superiore a 6% del PIL [\(ritorno a indice\)](#)

Come gestire le crisi nell'eurozona?

- Blanchard, Cottarelli (FMI 2010): 5/10 anni di consolidamento fiscale credibile: avanzo primario più finanziamenti internazionali con forte condizionalità
- Buiter (Citigroup 2011): ristrutturazione (default) del debito, con ricadute sui bilanci bancari di altri paesi euro
- Gros, Meyer 2010: Fondo monetario europeo
- Lachman 2010: Uscita dall'euro di alcuni paesi per recuperare flessibilità del cambio
- Eurobond (Junker, Tremonti): riduzione dei premi al rischio di liquidità e di credito sul debito pubblico dei paesi deboli a fonte di maggiore coordinamento di politiche economiche nazionali

Eurobond

- Andreatta e BEI: Eurobond per finanziare infrastrutture
- Oggi: Eurobond per favorire ristrutturazione del debito. Con equilibri multipli: solo se tassi d'interesse bassi relativamente a tassi di crescita è plausibile l'aggiustamento fiscale per sostenibilità del debito.
- Minori premi al rischio di liquidità e di credito se Eurobond emessi solidalmente da paesi euro con rating elevati (AAA: Austria, Finlandia, Francia, Germania, Lussemburgo, Olanda; Favero-Missale) [\(slide 32\)](#) .
- Temi vari:
 - ✓ Modifiche del Trattato?
 - ✓ Modifiche uniformi nei contratti di debito (clausole collettive per maggioranze qualificate per ristrutturazione).
 - ✓ Subordinazione dei creditori esistenti all'ESM (dopo FMI)
 - ✓ Soprattutto: disponibilità dei paesi AAA a essere garanti in ultima istanza?

[\(ritorno a indice\)](#)

Da UME a UM**E**

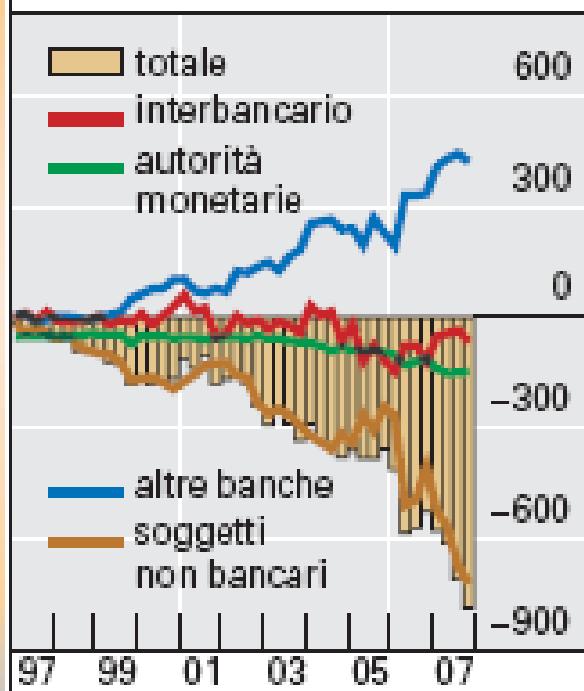
- L'euro è solo un primo passo per una maggiore integrazione politica (vedi anche commenti a Jonung-Drea)
- Si è di fronte al trilemma di Rodrick per l'area euro ([slide 34](#))
- Nuovo patto di stabilità e ruolo «fiscale» della BCE
- Sullo sfondo:
 - ✓ oneri per pensioni e sanità causa invecchiamento
 - ✓ caduta del prodotto potenziale
 - ✓ ristrutturazione dei sistemi bancari e delle banche d'importanza sistemica
 - ✓ riforme della regolamentazione finanziaria nell'area euro e a livello internazionale (UE, US, UK, Basilea 3) e stabilità finanziaria [\(slide 35\)](#) [\(ritorno a indice\)](#)

Shock finanziario dagli USA all'Europa:

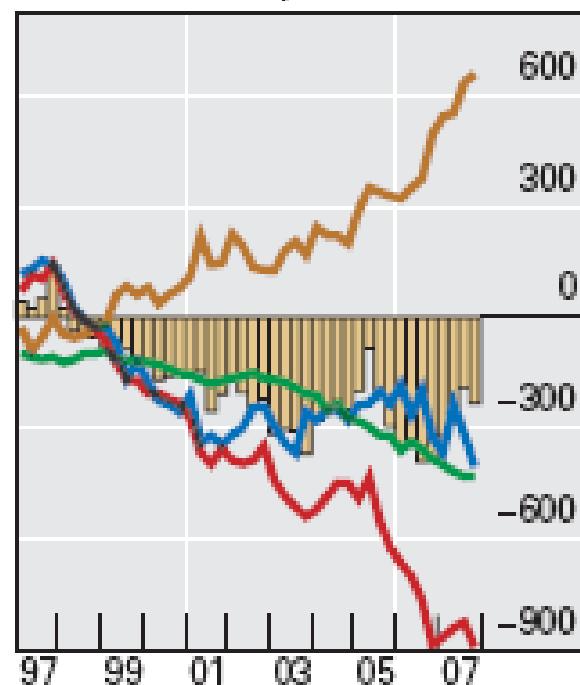
Banche europee investivano in prodotti strutturati a medio-lungo termine in \$ indebitandosi sul mercato interbancario e da banche centrali a breve in \$

Raccolta in dollari USA nel mercato interbancario e tassi impliciti nei riporti in cambi

Banche statunitensi¹



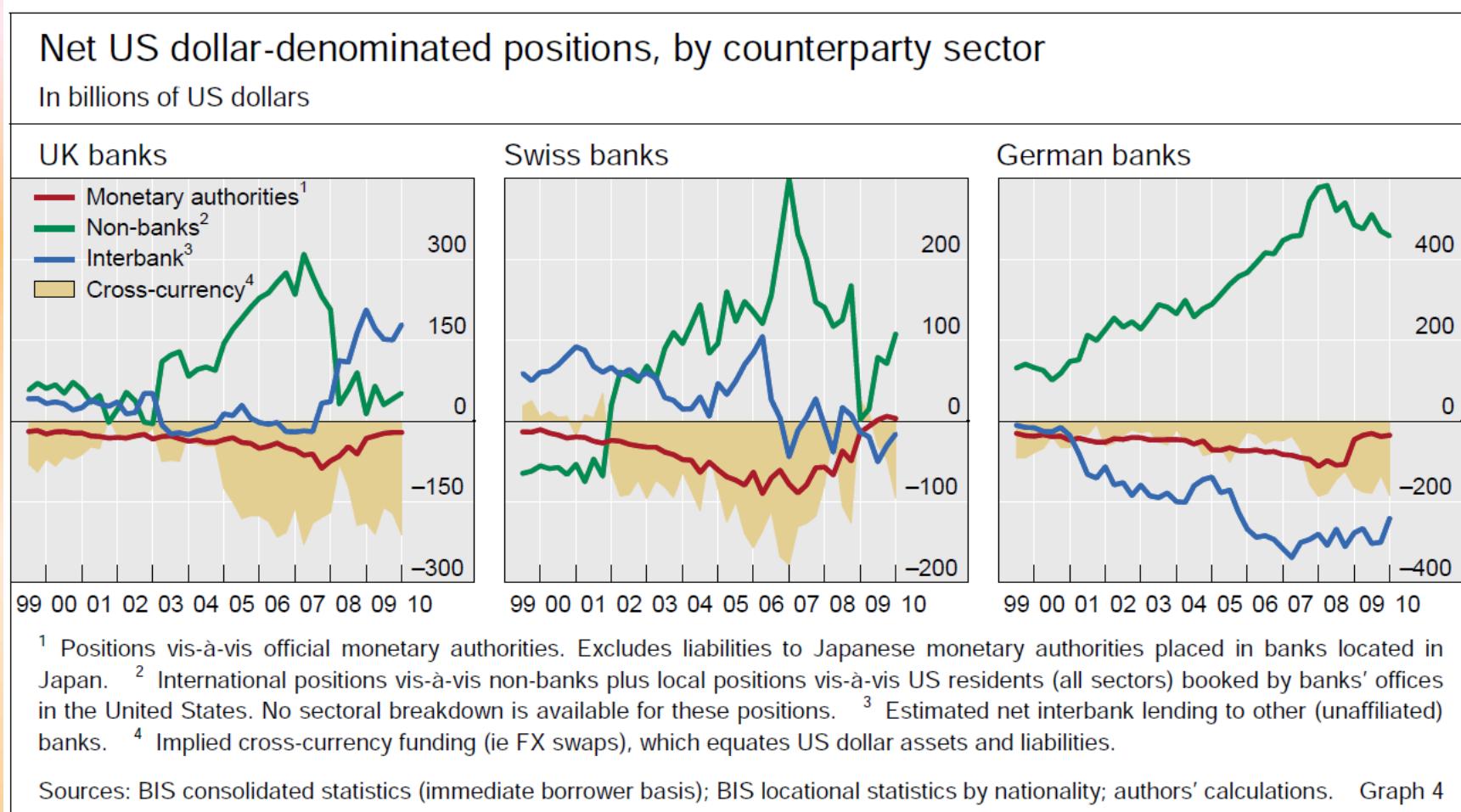
Banche europee¹



Tassi impliciti nei riporti²



Shock finanziario dagli USA all'Europa – 2 [\(ritorno a slide 3\)](#)

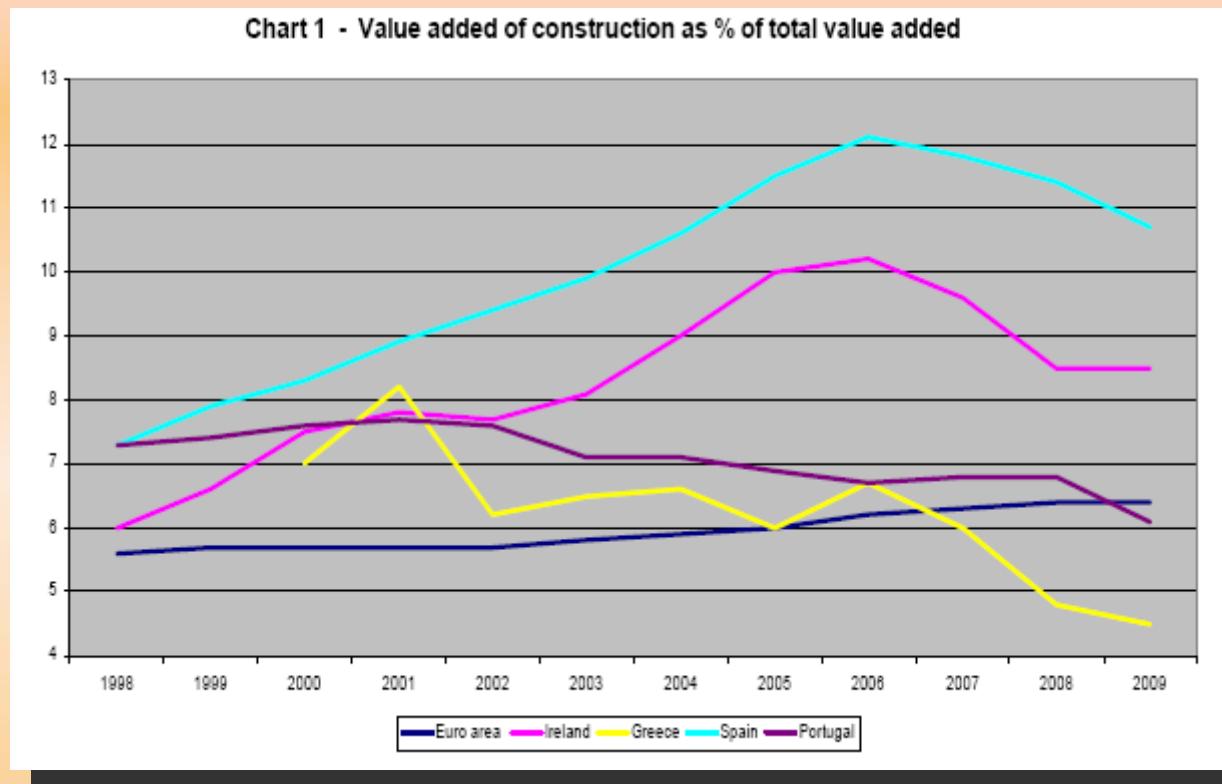


Bolle immobiliari

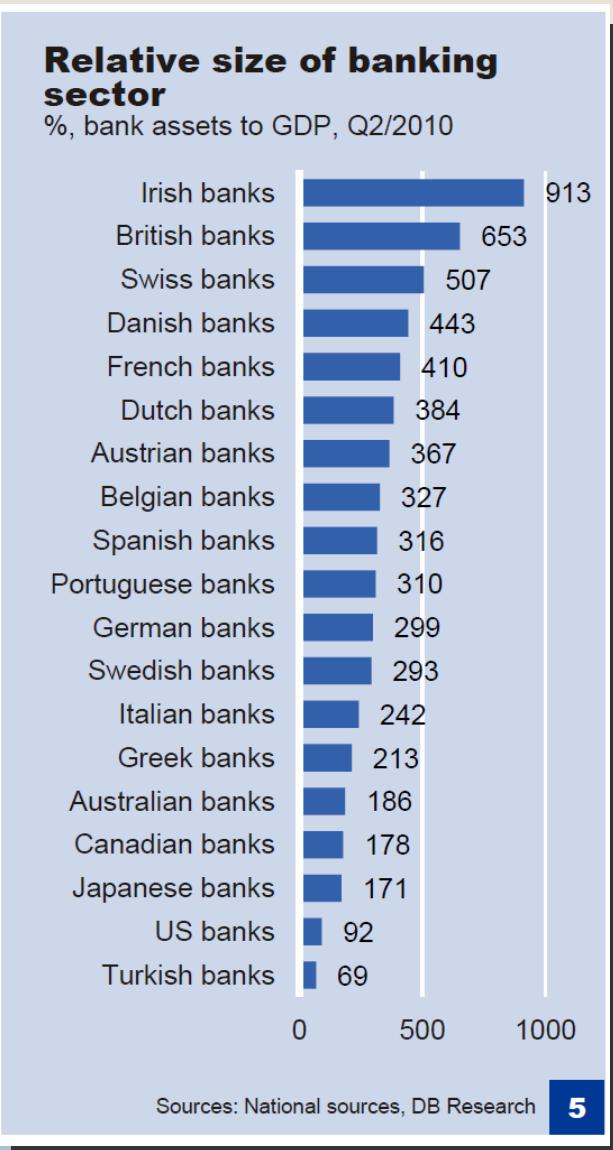
Real House Price Growth in Selected Countries 1996-2009		
Country (Source)	1996 - Peak	Peak - 2009
Germany (BulweinGesa)	n.a. (Prices fell over entire period)	-13%
United Kingdom (NBS)	152%	-17%
Ireland (ESRI)	182%	-25%
France (INSEE)	108%	-9%
Italy (Nomisma)	51%	-5%
Spain (MVIV)	115%	-10%
USA (FHFA)	47%	-15%

Notes: Prices deflated using the standard consumer price index for each country

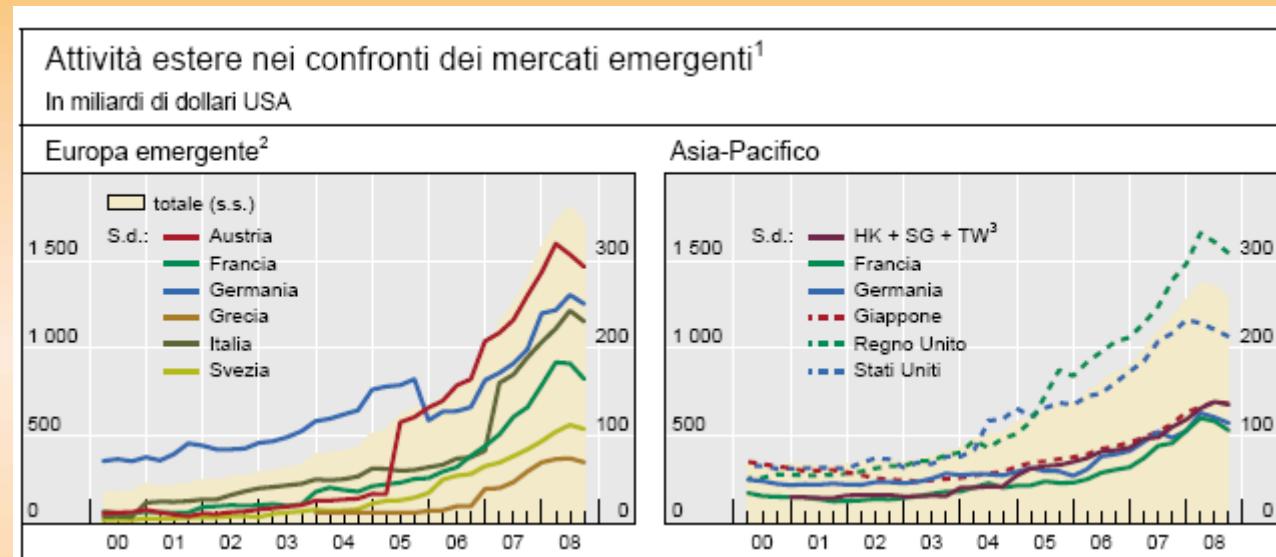
Bolle immobiliari - 2 [\(ritorno a slide 3\)](#)



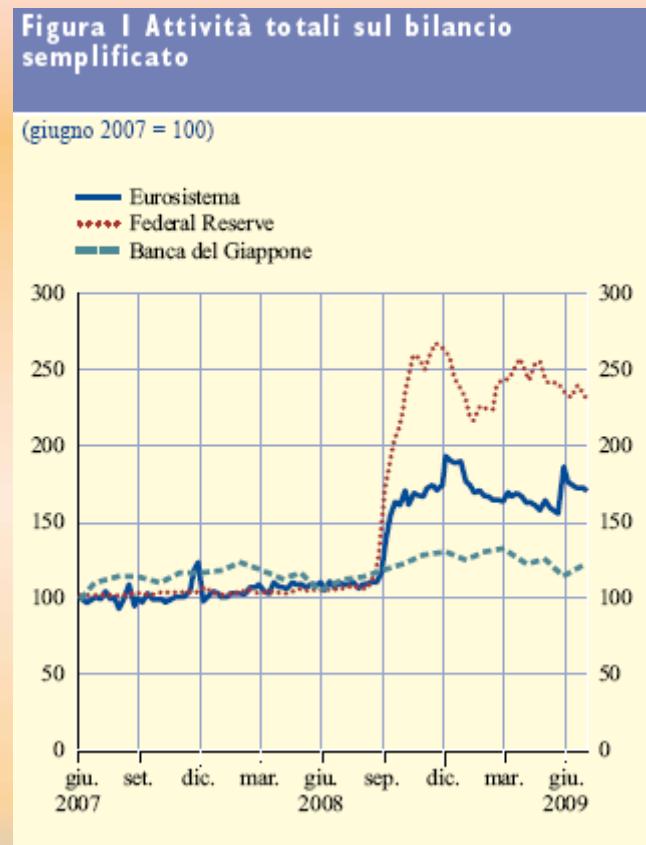
Attivi bancari in % PIL



Legami finanziari dei paesi europei verso paesi emergenti [\(ritorno a slide 3\)](#)



Espansione attivo di banche centrali [\(ritorno a slide 3\)](#)



Bongelli-Wyplosz (2008)

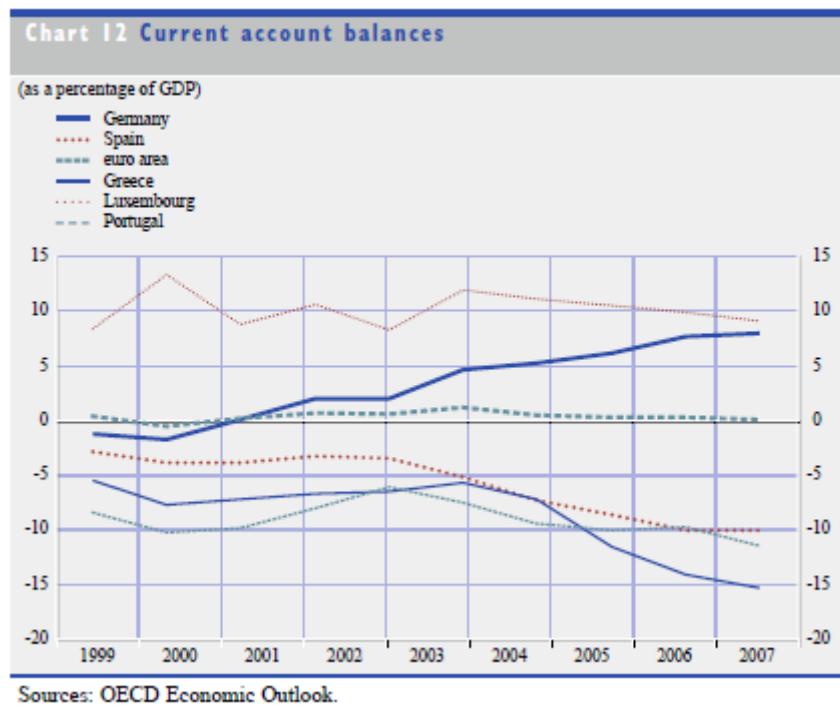
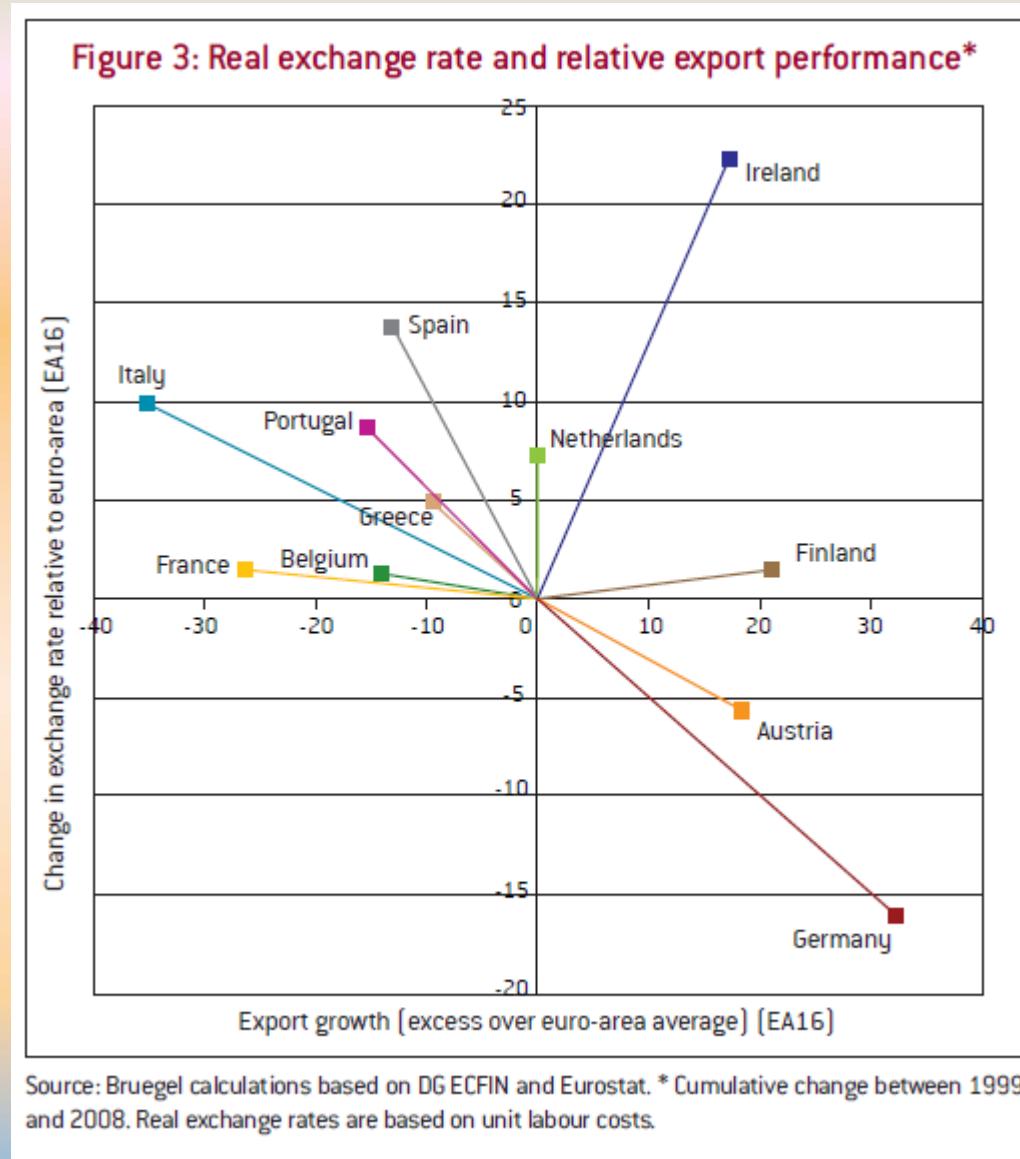


Table 2 GDP growth rates: ten-year annual averages

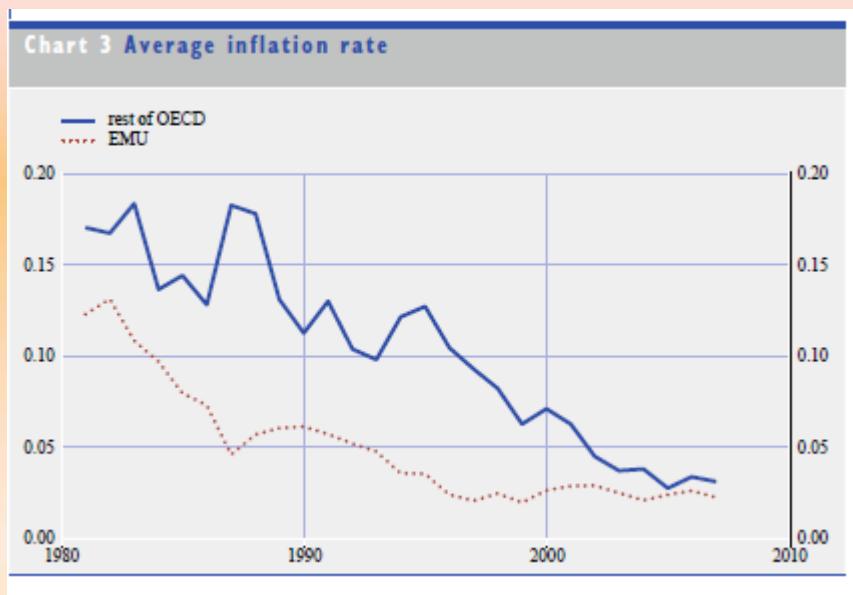
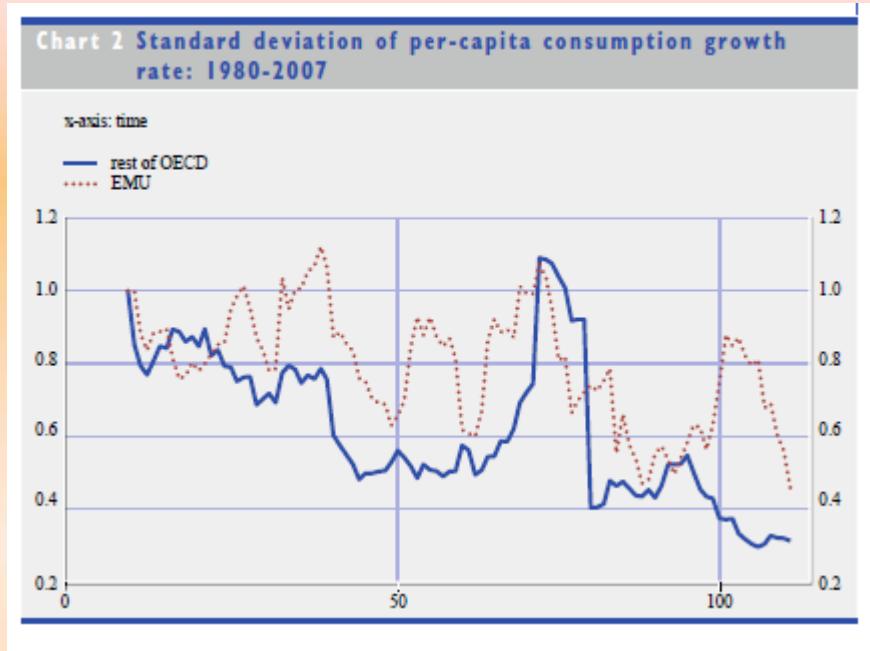
	1971-78	1979-88	1989-98	1999-2008
Austria	3.6	2.2	2.6	2.3
Belgium	3.4	2.0	2.1	2.3
Finland	3.0	3.7	1.7	3.4
France	3.5	2.4	2.0	2.1
Germany	2.9	2.0	2.5	1.6
Greece	5.4	0.7	1.9	4.2
Ireland	5.2	2.8	6.6	6.1
Italy	3.4	2.8	1.6	1.4
Luxemburg	2.9	3.8	4.9	5.2
Netherlands	3.3	1.7	3.2	2.3
Portugal	4.7	3.3	3.2	1.7
Spain	4.3	2.2	2.7	3.6
Denmark	2.4	2.2	2.2	2.0
Sweden	1.7	2.4	1.5	3.1
Switzerland	0.7	2.1	1.4	1.9
United Kingdom	2.4	2.4	2.1	2.7
United States	3.7	3.0	3.0	2.7
OECD	3.8	3.0	2.7	4.5

Source: OECD.

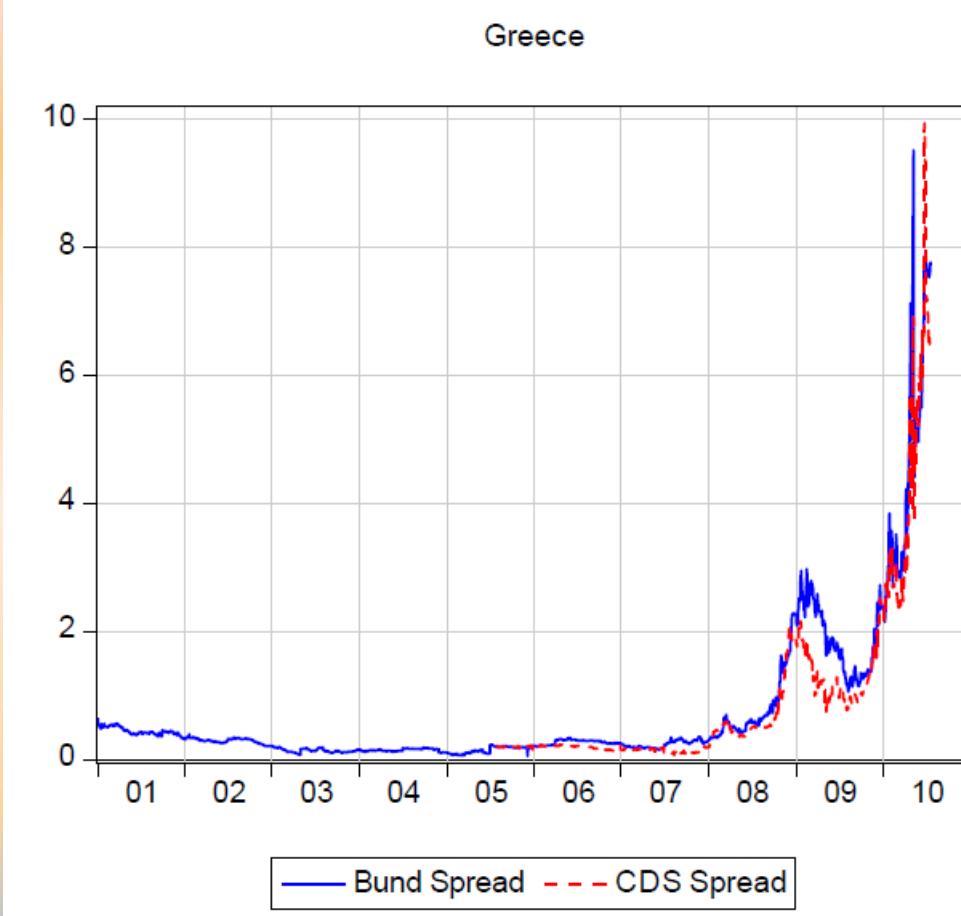
Cambio reale ed esportazioni 1999-2008 ([ritorno a slide 4](#))



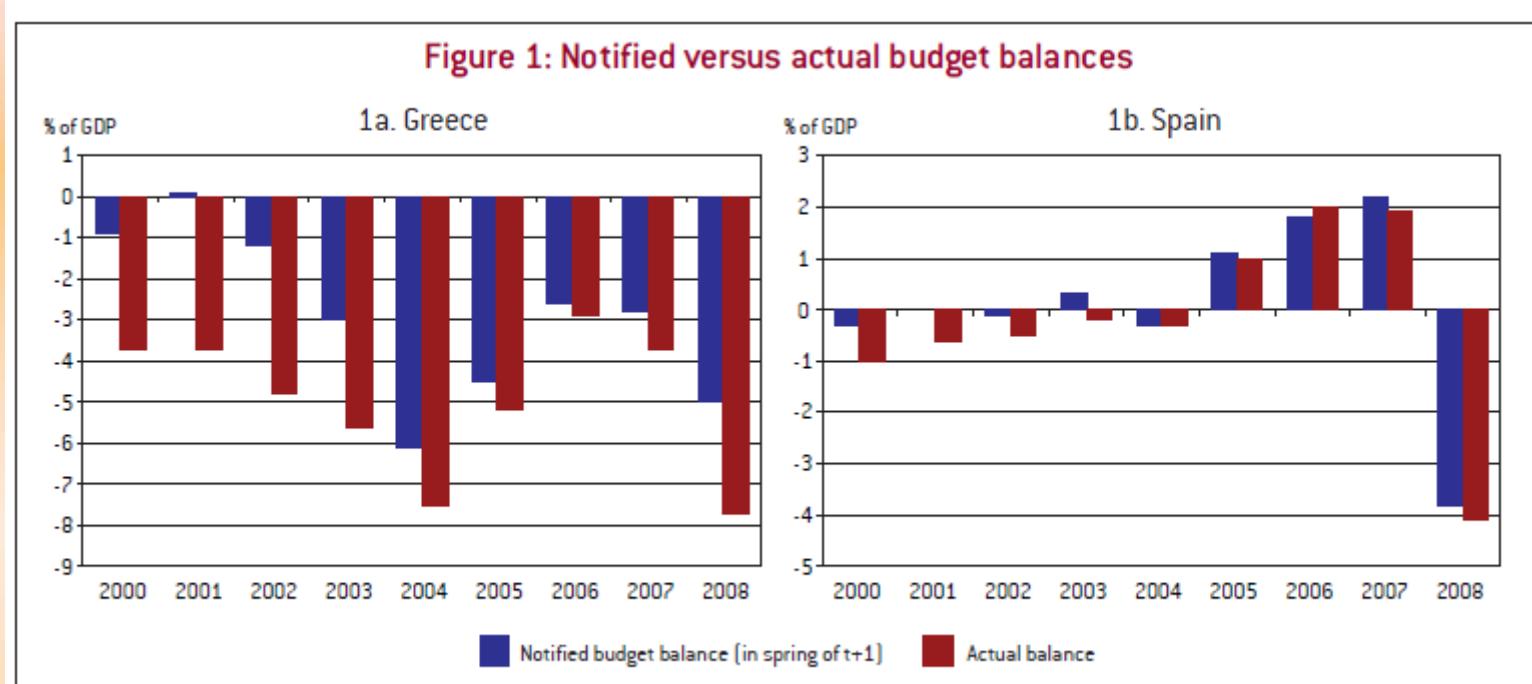
Caselli (2008) [\(ritorno a slide 4\)](#)



Rischio sovrano della Grecia

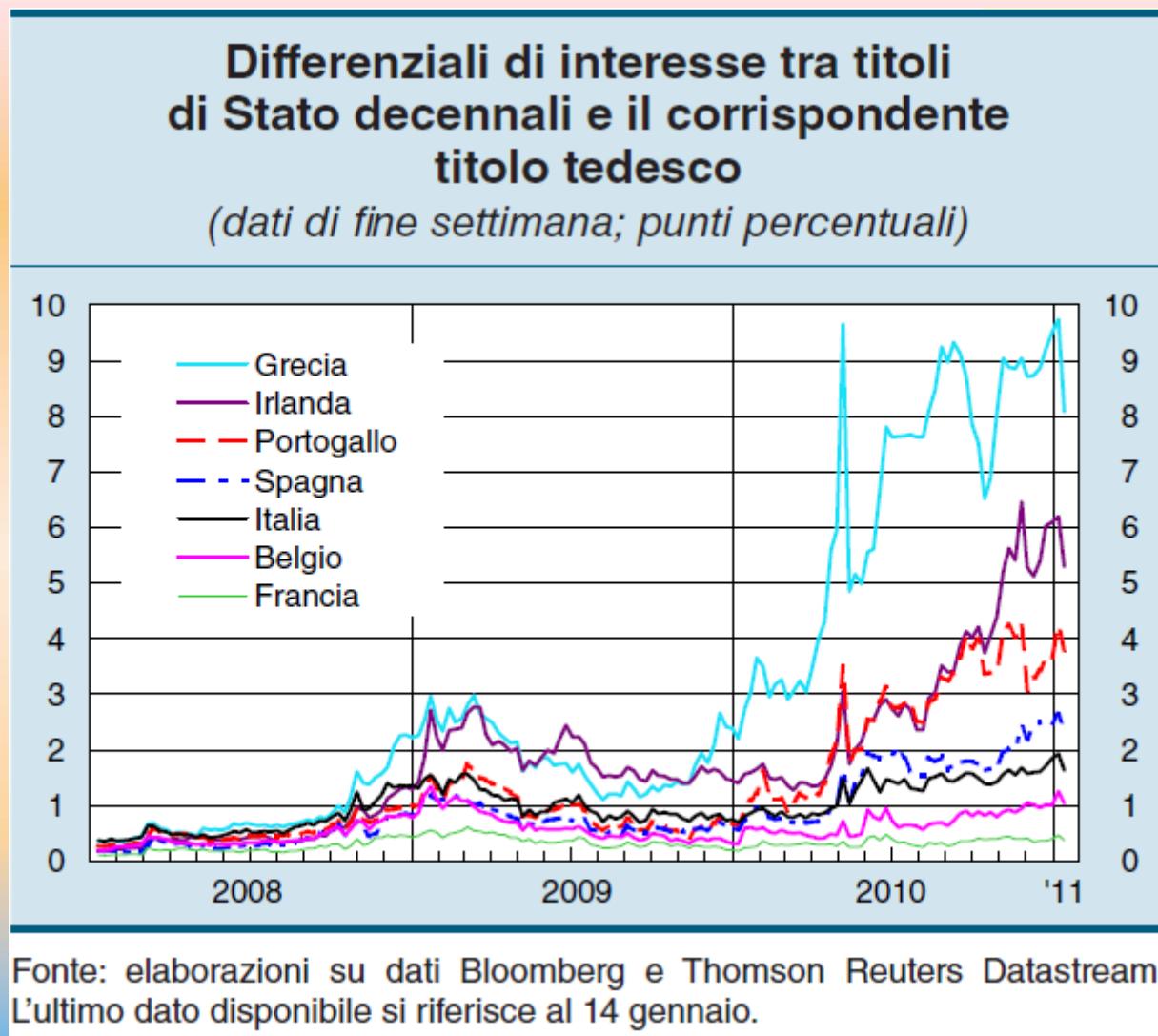


Finanza pubblica: Grecia e Spagna [\(ritorno a slide 4\)](#)



Source: Bruegel calculations based on European Commission, DG ECFIN. Notified deficits are the estimates released in spring of the following year.

Spread per vari paesi UME



Eccessi di crescita del credito [\(ritorno a slide 5\)](#)

Table 6 - Households - ratios to gross disposable income

	Savings				Investment				Gross debt			
	2000	2002	2007	2008	2000	2002	2007	2008	2000	2002	2007	2008
Euroarea	..	..	..	..	10,3	9,6	10,9	10,4	75,5	78,0	94,6	94,8
Ireland	..	9,0	7,9	9,9	..	16,8	24,0	15,8	..	107,5	194,2	196,7
Spain	11,1	11,4	10,6	12,9	10,9	12,0	15,1	12,9	72,4	79,2	129,9	127,8
Portugal	10,2	10,6	6,1	6,4	10,7	10,0	7,7	7,6	87,2	99,3	126,2	136,0

Table 7 - Domestic credit (*) - ratios to GDP

	Germany	France	Italy	Ireland	Greece	Spain	Portugal
2000	1,06	0,72	0,71	1,00	0,42	0,87	1,10
2004	1,01	0,76	0,78	1,26	0,62	1,11	1,24
2008	0,95	0,95	0,97	2,02	0,85	1,71	1,51

(*) outstanding amounts at the end of the period.

Table 3 - Per capita income and labour productivity

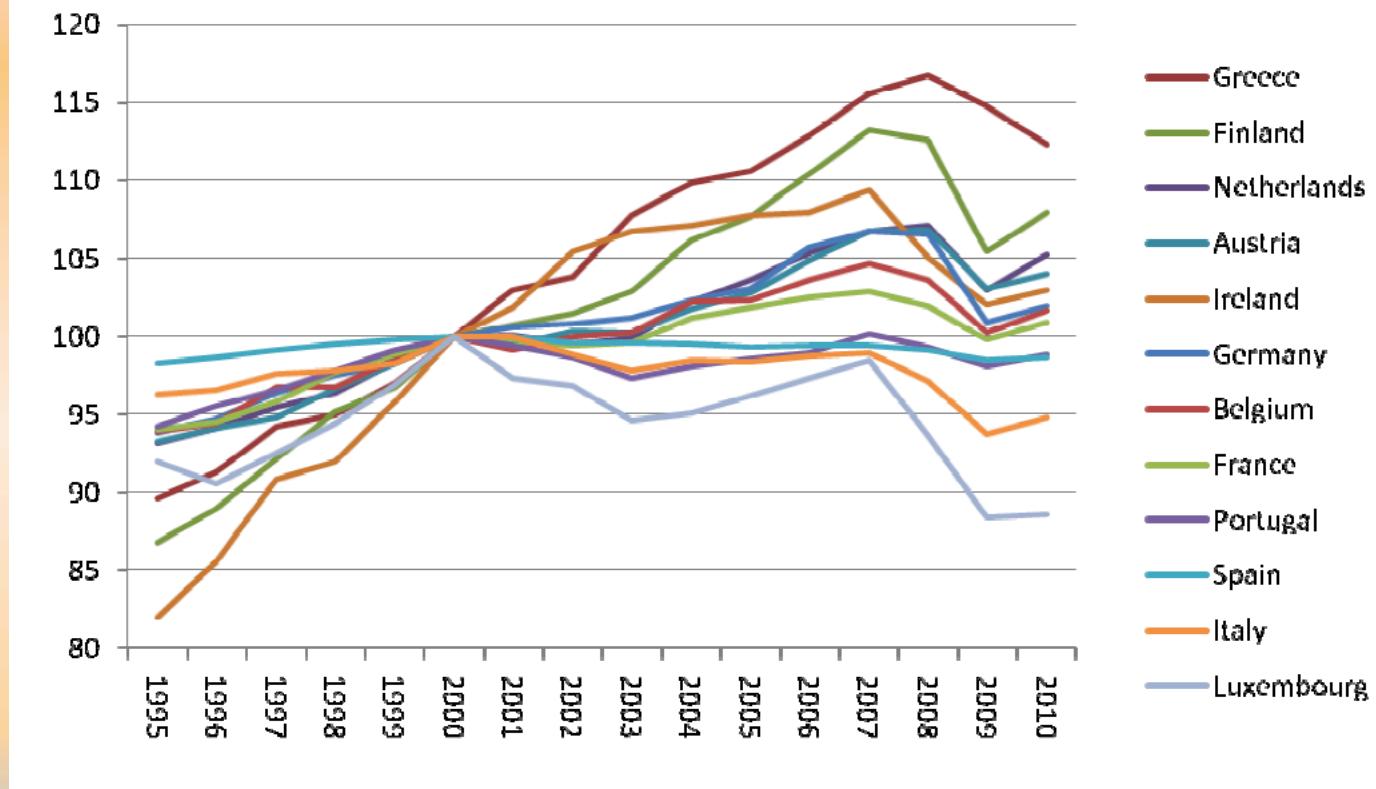
	GDP per capita		Labour productivity per person employed		Labour productivity per hour worked	
	(a)	(b)	(a)	(b)	(a)	(b)
Ireland						
1998	106,1	99,2	108,1	111,4		
2000					94,9	89,0
2008	123,8	116,4	118,7	121,7	104,2	94,7
Greece						
1998	72,8	68,0	78,4	80,7		
2000					64,2	60,2
2008	86,2	81	93,2	95,5	71	64,5
Spain						
1998	83,3	77,9	92,9	95,7		
2000					87,2	81,7
2008	94,5	88,8	94,5	96,9	92,4	84
Portugal						
1998	69,3	64,8	60,4	62,3		
2000					52,9	49,6
2008	71,6	67,2	67,1	68,8	56,2	51,1
Italy						
1998	105,3	98,4	112,2	115,6		
2000					98,5	92,3
2008	93,6	87,9	99,8	102,3	88,8	80,8

(a) Euro-area = 100

(b) Germany = 100

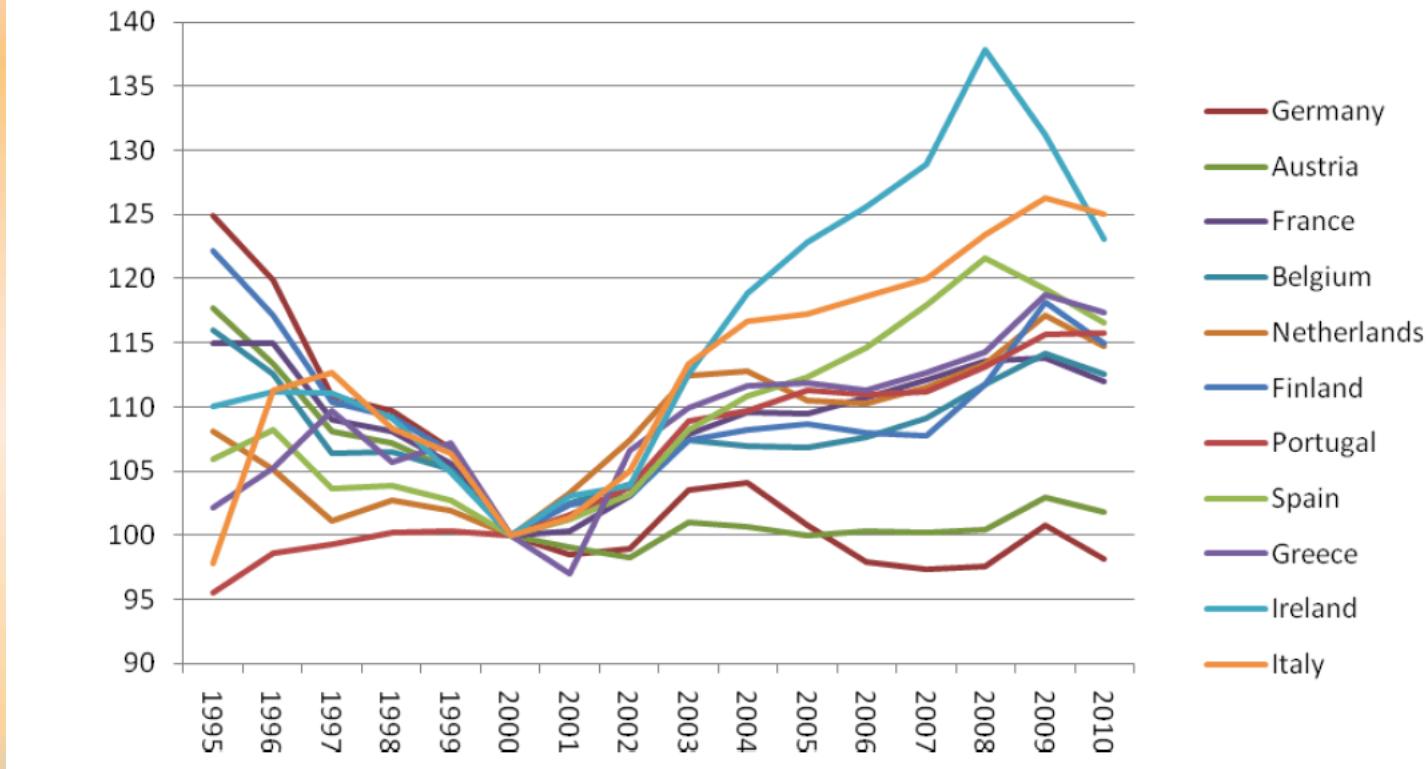
Produttività totale dei fattori nell'eurozona

Figure 3: Total Factor Productivity, 2000=100



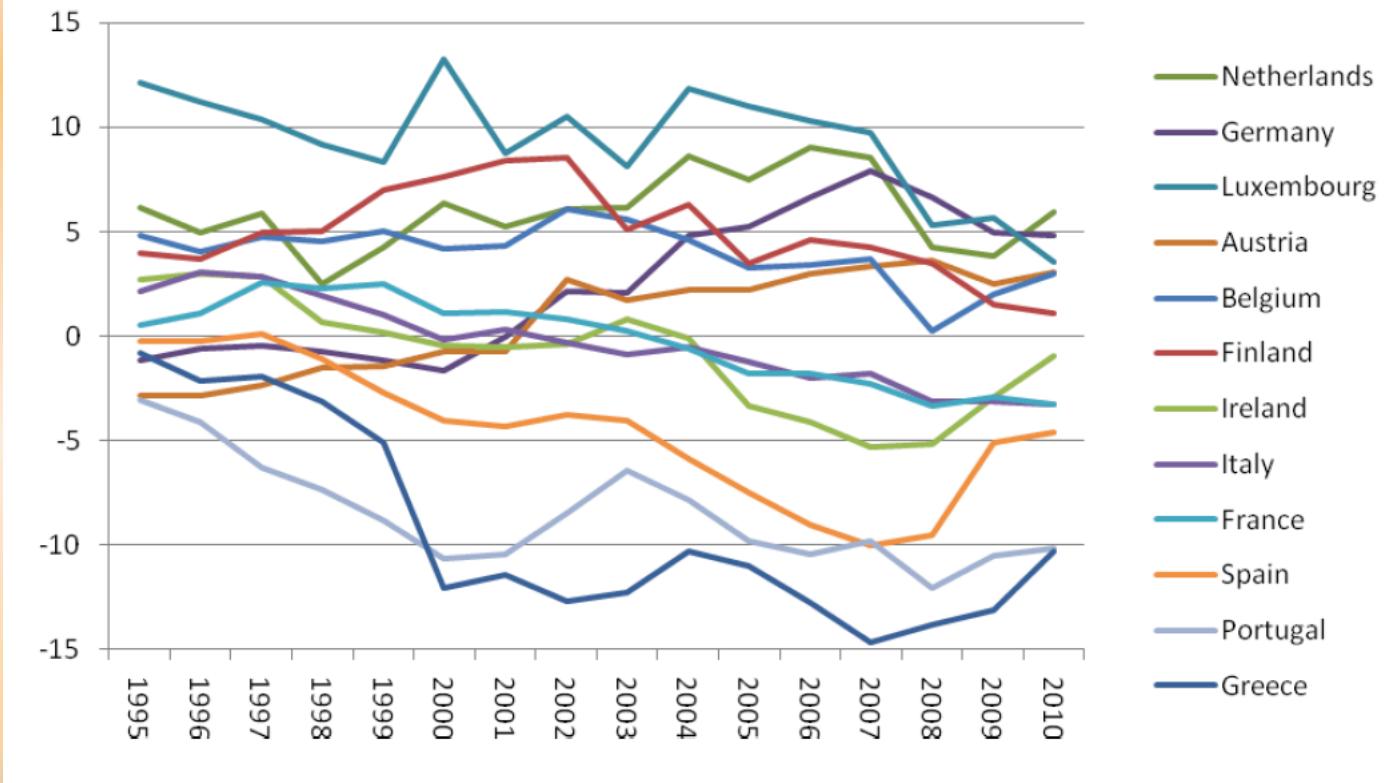
Tasso di cambio reale nei paesi euro

Figure 4: Real Effective Exchange Rate (based on unit labor cost), 2000=100



Saldi di bilancia dei pagamenti nei paesi dell'euro ([ritorno](#) [a slide 5](#))

Figure 5: Current account balance, % of GDP



Esposizione creditizia nei paesi a rischio - 1

Table 10: Estimated exposure to periphery government debt and banking system (€ bn, unless otherwise noted), end-2010

	Greece	Ireland	Portugal	Spain	Total
Total government debt (at face value)	325	153	142	677	1297
<i>of which held by :</i>					
Domestic banks (1)	68	11	19	227	336
Other euro-area banks (1)	52	14	33	79	166
Other banks	6	9	5	24	43
Non-banks (both domestic and foreign) (2)	119	97	64	347	627
ECB	50	22	21	0	93
IMF, EU and official lenders	32	0	0	0	32
Ratio of average market value to face value of government debt (3)	0.75	0.85	0.90	1.00	
Foreign banks' exposure to national banking systems (4)	10	119	43	209	381
of which euro-area banks	6	66	37	154	264
Eurosystem lending to banks (5)	95	132	41	65	333

Esposizione creditizia nei paesi a rischio - 2

Table 12: Breakdown of foreign bank exposure to sovereign debt (bn €, end-2010 estimates)

	GR	IE	PT	ES	Total (1)
Foreign Banks Exposure to Sovereign	58	23	38	103	209
<i>of which :</i>					
DE	20	3	6	24	54
FR	16	6	12	37	71
IT	2	1	1	2	6
ES	1	0	7	-	8
Other euro-area	13	3	6	15	38
UK	3	4	2	8	17
JP	1	2	1	8	12
USA	1	2	1	4	8
Rest of the world	1	2	1	3	7

Source : BIS, Bruegel calculations.

(1) The total is not always equal to the sum of the columns as intra-country exposures are netted out.

Esposizione creditizia nei paesi a rischio – 3 [\(ritorno a slide 5\)](#)

**Table 13: Breakdown by Country of Banks' Exposure to National Banking Systems
(bn €, June 2010)**

	GR	IE	PT	ES	Total
Foreign Banks Exposure to Domestic Banking System	10	119	43	209	381
<i>of which :</i>					
DE	4	39	14	66	123
FR	1	15	11	41	68
IT	1	2	2	8	13
ES	0	3	6	0	8
Other euro-area	1	7	4	39	52
UK	1	25	5	24	55
JP	0	1	0	4	6
USA	1	16	1	19	37
Rest of the world	1	10	1	8	19

Aritmetica della sostenibilità del debito pubblico

- Si parta dall'identità

$$\underbrace{P(G - T)}_{\substack{\text{disavanzo primario} \\ \text{disavanzo pubblico corrente}}} + \underbrace{iB_{-1}}_{\substack{\text{spesa per interessi}}} + \Delta A - \text{una tantum} = \underbrace{\Delta B}_{\substack{\text{emissioni di nuovo debito}}} + \underbrace{\Delta BM}_{\substack{\text{finanziamento di BC}}}$$

$$F = \frac{B}{PY}$$

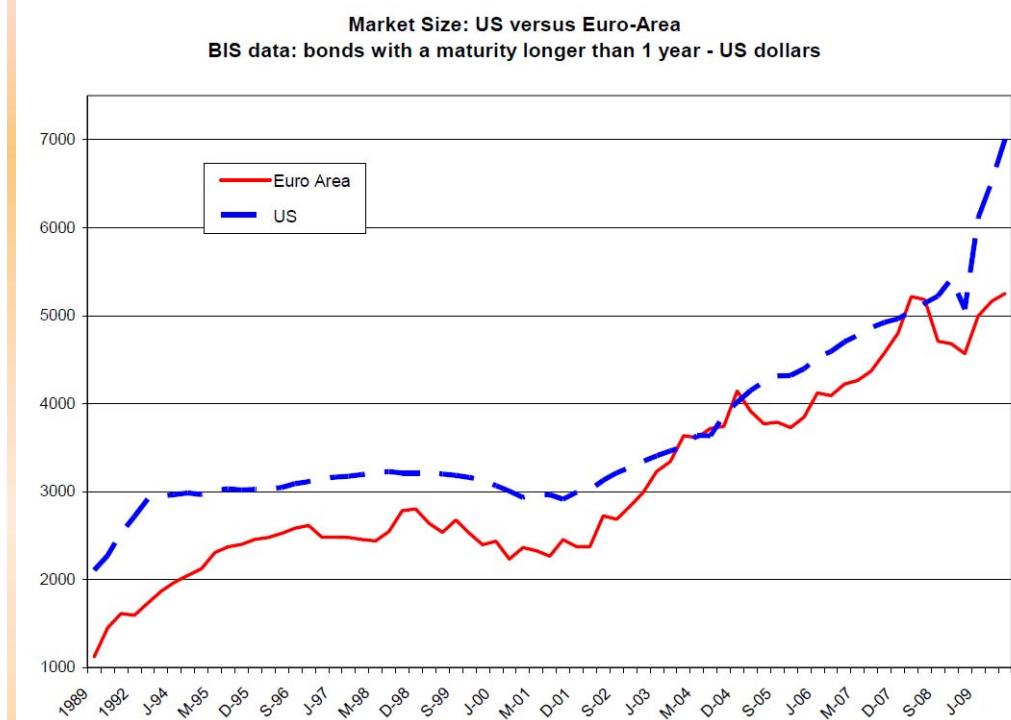
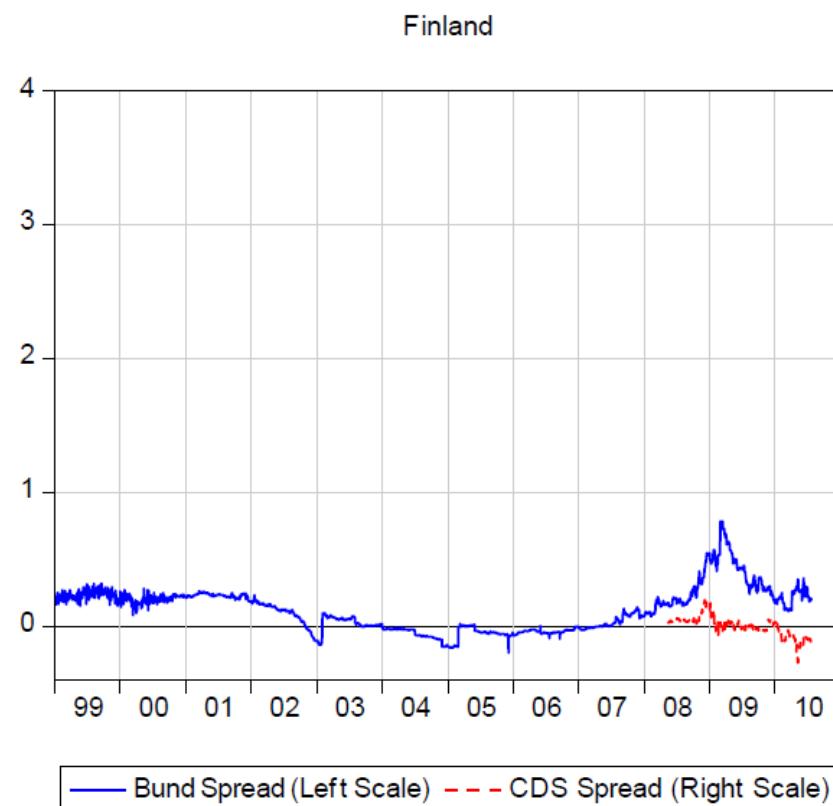
$$\Delta F = 0 \Rightarrow \underbrace{\frac{T - G}{Y}}_{\substack{\text{avanzo primario}}} = (r - g_Y) F_{-1}$$

$$\frac{P(T - G)}{B} = i \text{ se } g = 0$$

Indicatori di sostenibilità finanziaria [\(ritorno a slide 5\)](#)

	Indicatori di sostenibilità finanziaria (1) (in percentuale del PIL)								
	Debito pubblico (2)		Disavanzo pubblico (2)		Indicatore di sostenibilità (3)	Debito privato 1° trim. 2010 (4)		Posizione verso l'estero 2009	
	2009	2012	2009	2012		Famiglie	Imprese non finanziarie	Saldo di parte corrente (5)	Posizione netta sull'estero
Italia	116,0	119,9	5,3	3,5	2,6	44,3	83,8	-3,2	-19,3
Germania	73,4	75,2	3,0	1,8	4,5	62,2	66,1	5,0	37,3
Francia	78,1	89,8	7,5	5,8	7,1	53,7	107,7	-1,9	-12,5
Spagna	53,2	73,0	11,1	5,5	15,3	85,7	139,7	-5,1	-92,1
Grecia	126,8	156,0	15,4	7,6	20,3	52,4	70,0	-10,0	-84,0
Portogallo	76,1	92,4	9,3	5,1	8,9	96,8	162,8	-7,5	-108,7
Irlanda	65,5	114,3	14,4	9,1	14,8	118,0	210,0	-3,8	-98,4
Area euro	79,2	88,0	6,3	3,9	6,8	65,4	102,9	-0,5	-16,2
Regno Unito	68,2	86,6	11,4	6,4	13,5	100,5	117,5	-1,0	-19,7
Stati Uniti (6)	84,3	102,9	12,9	6,7	14,0	92,0	74,5	-2,7	-19,4
Giappone (6)	217,6	238,6	10,2	8,1	....	65,6	95,4	2,7	56,1

Bonds in euro: rischio di liquidità e dimensione del mercato

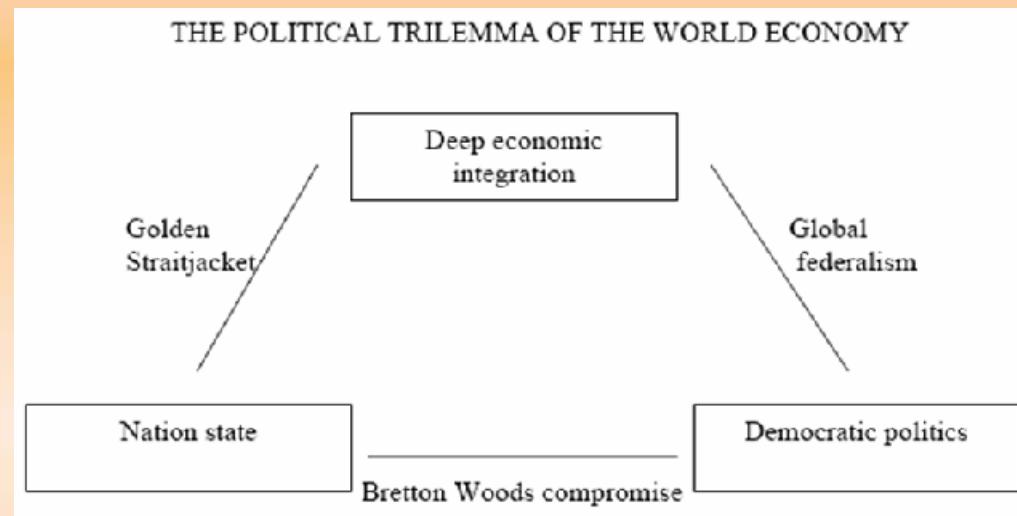


Favero-Missale su eurobond [\(ritorno a slide 7\)](#)

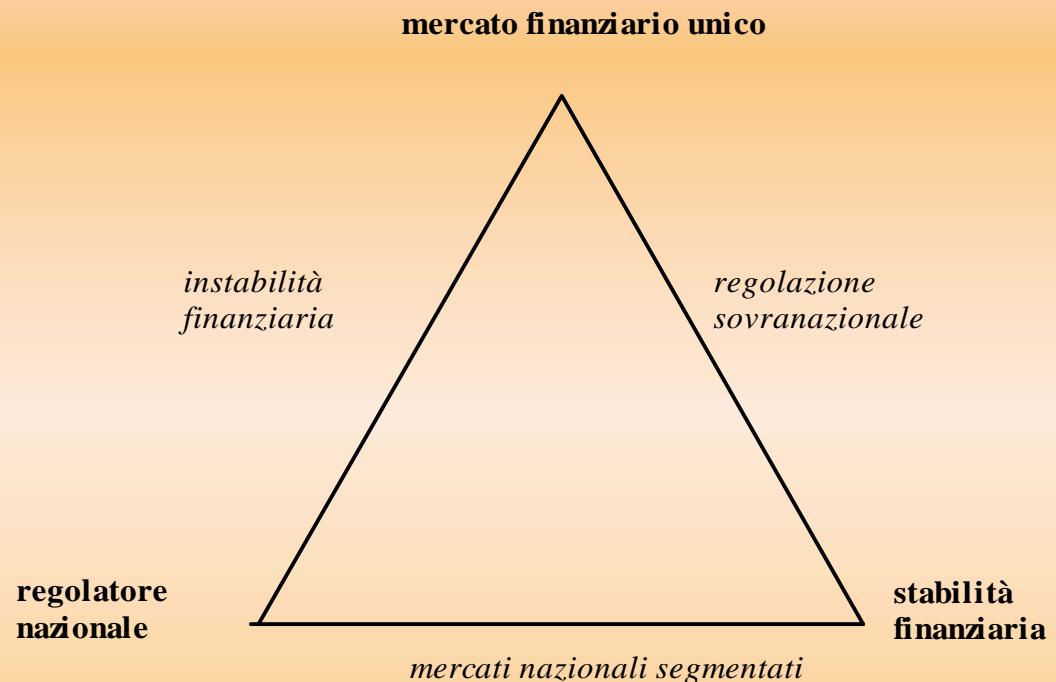
Table 1: Summary of Main Characteristics of the three Types of Eurobond

Characteristic	Type 1	Type 2	Type 3
Issuing Entity	Independent Agency	Independent Agency or EMU Fund	EU Institution EC or EIB
Participation	Open	Open	27 EU Member States
Fixed Shares of each Country	Yes	No but limits on debt of each participant	No but limits on debt of each EU Member
Guarantees	Several	Several and Joint explicit	Several and Joint from EU Treaty
Mutualisation of Default Risk	No	Yes	Yes
Credit Rating	Weighted Average of participants	Reflect Rating of larger participants. Highest (AAA) if all euro-area Members join	Highest (AAA)
Liquidity	Conditional on Market Size and Participation	Conditional on Market Size and Participation	Conditional on Market Size
Management	Inflexible	Flexible	Flexible
Legal Obstacles	None	Change in TFEU Art.125 No-Bailout	Change in TFEU

Trilemma di Rodrik [\(ritorno a slide 8\)](#)



Trilemma della regolamentazione finanziaria [\(ritorno a slide 8\)](#)



Alcuni riferimenti

- Banca d'Italia (2010) Rapporto sulla stabilità finanziaria
- Bongelli.Wyplosz (2008) The Euro at ten. Unfulfilled Threats and unexpected challenges
- Buiter, Rahbari, Michels, Giani (2011) The debt of nations
- Caselli (2008) Comment on Bongelli-Wyplosz
- Darvas, Pisani-Ferry, Sapir (2011) A comprehensive approach to the euro-area debt crisis, Bruegel Policy Brief
- Favero-Missale (2010) EU PUBLIC DEBT MANAGEMENT AND EUROBONDS
- Gros-Mayer (2010, 2011) su Vox-Eu
- Jonung-Drea (2010) It Can't Happen, It's a Bad Idea, It Won't Last: U.S. Economists on the EMU and the Euro, 1989-2002
- Lachman (2010) Can the euro survive?

Grazie