

UNIVERSITA' DI BARI  
DIPARTIMENTO DI SCIENZE POLITICHE

**MODULO 12**

**L'Integrazione Monetaria: lo SME**

Vedi anche: Triulzi, *Le politiche economiche dell'Unione Europea*, Mondadori 2016, pp.275-295

**CORSO DI POLITICHE ECONOMICHE EUROPEE**

**2017-18**

**Prof. Gianfranco Viesti**

- Di una valuta comune europea si comincia a ragionare alla fine degli anni Sessanta. Il Rapporto Werner (approvato nel 1971) stabiliva un possibile percorso.
- Successo del mercato comune suggerisce moneta unica
- L'idea è del tutto ragionevole nell'ambito del sistema a cambi fissi di Bretton Woods

## **Il Rapporto Werner :**

- centralizzare le decisioni relative a politiche monetarie e fiscali/di bilancio
- armonizzare gli strumenti di politica economica
- istituire un centro di decisione europeo per la politica economica, politicamente responsabile di fronte al Parlamento Europeo
- un sistema europeo di banche centrali

- Il sistema di tassi di cambio fissi istituito a Bretton Woods ha funzionato bene fino alla fine degli anni Sessanta
- Il dollaro USA era l'unica valuta che poteva essere convertita in oro. Il dollaro USA serviva come punto di riferimento per le altre valute
- Qualsiasi pressione alla svalutazione del dollaro avrebbe causato problemi in tutto il mondo

- L'appartenenza al sistema rendeva fissi (ma aggiustabili) i cambi fra le valute europee
- L'intervento dell'FMI aiutava nella gestione di crisi
- I paesi europei controllavano (come tutti) i movimenti di capitali
- La stabilità dei cambi è stata importante condizione di successo dell'integrazione commerciale UE

- Il crollo del Bretton Woods cambia radicalmente lo scenario
- La successiva crisi petrolifera aggiunge forti elementi di instabilità
- Anche l'Europa entra in fase di stag-flazione (stagnazione + inflazione), imprevedibile in base agli andamenti del dopoguerra (e alle teorie keynesiane)
- Rapporto Werner e ipotesi di moneta unica vengono rapidamente abbandonati

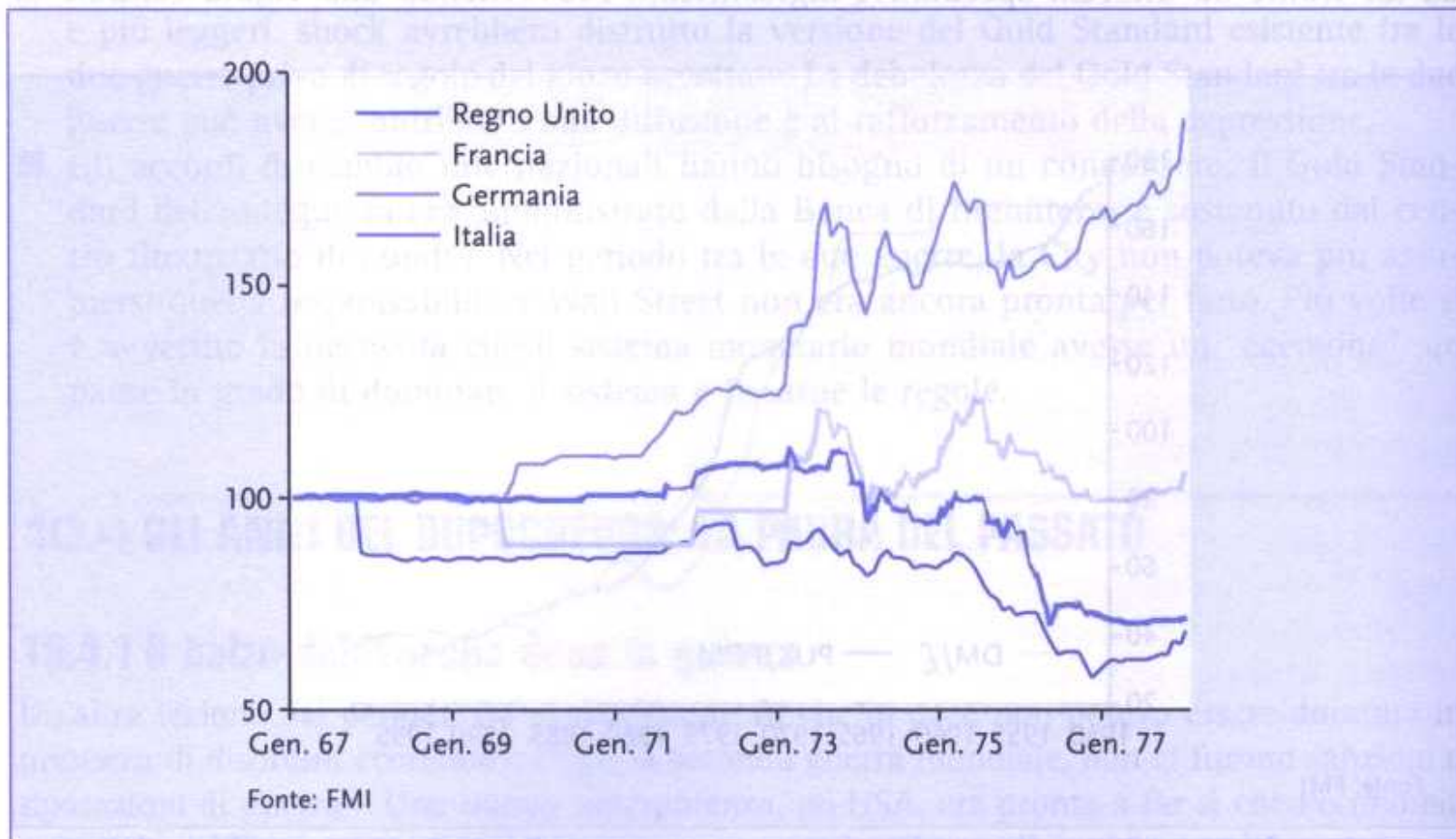
# 1971-73 Serpente nel tunnel

- Tentativo di salvataggio di cambi (quasi) fissi: il “serpente nel tunnel” (serpente = valute europee; tunnel = dollaro)
  - ciascuna valuta europea ha margine di fluttuazione + o – 2,25% nei confronti del dollaro
  - ciò significa margine di fluttuazione + o – 4,5% fra valute europee, in più o in meno
  - discreta flessibilità nei cambi
- Paesi e valute minori raggruppati intorno al marco.
- Ma: forte inflazione con shock petrolifero e pressioni speculative fanno abbandonare sistema

# Anni Settanta

- Forti fluttuazioni valute europee:
  - per inflazione molto diversa fra gli stati membri
  - per svalutazioni competitive (lira)
- Tensioni valutarie mettono a rischio mercato comune e la stessa integrazione europea
- Il commercio intraeuropeo, per la prima volta, si riduce (1973-76)





**Figura 10.4** I tassi di cambio del dollaro (gennaio 1967-dicembre 1977)

Fonte: Baldwin-Wyplosz, 2004

- Inoltre, a partire dagli anni Settanta (e soprattutto con le liberalizzazioni degli anni Ottanta) si ha progressivamente un forte aumento della velocità e della dimensione dei movimenti di capitale a breve termine:
  - innovazione tecnologica
  - liberalizzazioni
- Aumenta molto la volatilità di breve termine

# Italia anni Settanta

- Politica fiscale espansiva (crescita spesa pubblica; cresce meno la tassazione); politica monetaria accomodante (bassi tassi di interesse reali); forti vincoli al deflusso di capitali.
- Il mix di politica economica determina contemporaneamente:
  - progressivo, sensibile, deprezzamento della lira (per differenziale di inflazione rispetto ai paesi partner: PPA)
  - forte impulso alle esportazioni, in particolare dei beni più sensibili al prezzo (favoriti da cambio debole); grande sviluppo dell'export di piccole-medie imprese, distretti industriali, delle regioni del NordEstCentro
- Sensibile processo inflazionistico, che redistribuisce ricchezza e favorisce i debitori (specie lo Stato), favorendo l'accumulo di debito pubblico (capitali non sono mobili, non è necessario aumentare i tassi di interesse).

- Iniziativa franco-tedesca (Giscard d'Estaing) per riportare la stabilità valutaria, accelerare integrazione europea e favorire il coordinamento delle politiche macroeconomiche e quindi convergenza e sviluppo economico. Dopo un lungo lavoro di mediazione nasce lo SME (Sistema Monetario Europeo).

- Tensioni valutarie, commerciali, politiche fra Stati Membri sono alla base dell'iniziativa franco-tedesca, cui si associa subito l'Italia, per la creazione di un nuovo Sistema Monetario Europeo (1979).  
È molto importante ancora oggi capirne meccanismi ed effetti perché crea le condizioni per la nascita dell'euro.

# Nasce lo SME

- Abbandonato qualsiasi ancoraggio al dollaro (un sistema europeo)
- Accordo simmetrico senza valuta centrale (un sistema paritario (?))
- Cambio fisso aggiustabile, con bande di oscillazione (un sistema semi-fisso)

- Germania insiste per l'adesione del maggior numero possibile di paesi, per il timore di nuove svalutazioni competitive. Aderiscono tutti gli Stati Membri di allora tranne il Regno Unito (sterlina nel paniere ECU ma non nello SME). Poi aderiscono Grecia, Spagna, Portogallo.

# Elemento 1: la griglia delle parità

- vengono fissati i cambi di tutte le valute (parità centrali) intorno ad una valuta comune (ECU)
- ogni valuta può oscillare  $+ o - 2,25\%$  intorno alla parità centrale
- Italia margine iniziale del  $+ o - 6\%$ , alla luce dell'inflazione (1979-90)



## Elemento 2: sostegno reciproco

- Fallimento del serpente: valute deboli devono badare a se stesse
- Nello SME responsabilità del cambio bilaterale è di entrambi i paesi
- Quando cambio si avvicina a uno dei due limiti entrambe le Banche Centrali sono tenute a intervenire
- Intervengono simmetricamente (con acquisti/vendite di valuta)
- Impegno illimitato; difficile per valuta in deprezzamento
- possibile sostegno altre banche centrale per evitare esaurimento riserve

## Elemento 3: gestione congiunta riallineamenti

- Ma variazioni nei cambi reali (differente inflazione) rendono necessarie modifiche nel tempo a parità nominali
- Nello SME vi è divieto per i singoli stati membri di variare parità (rinunciano a controllo sovrano tassi di cambio)
- Qualsiasi variazione delle parità centrali viene definita congiuntamente da tutti gli stati membri
- Accordi hanno spesso comportato modifiche di più parità contemporaneamente

## Elemento 4: ECU

- Sme comporta creazione simbolica unità di conto europea (ECU), antenato dell'euro
- ECU è moneta fittizia, paniere di valute nazionali ponderate per importanza economica paese
- All'inizio fissato in modo tale che  $1 \text{ ECU} = 1 \text{ dollaro}$
- Diviene unità di conto ufficiale UE
- Non viene mai emesso, ma mercati privati emettono titoli finanziari in ECU
- Muore il 4.1.1999 al momento dell'istituzione dell'euro

# Il Terzetto inconciliabile e lo SME

- Terzetto inconciliabile: impossibile avere insieme cambio fisso (o semi-fisso); politica monetaria autonoma; piena mobilità dei capitali
- Nelle fasi iniziali dello SME molti paesi hanno/introducono controlli sui movimenti di capitali
- Al contrario Olanda fissa irrevocabilmente cambio con marco e abbandona politica monetaria autonoma
- Ma con riduzione controlli sui movimenti di capitali aumentano possibilità di crisi nello SME

# SME

- Accordo flessibile: paesi possono aderire o ritirarsi (all'inizio 9 monete, poi entrano iberici, nel 1991 sterlina)
- Possono chiedere aumento di banda di oscillazione
- Ma accordo vincolante: Banche Centrali obbligate a interventi; rinuncia a politica del tasso di cambio.

# 1979-85 Prima fase

- Tassi di inflazione divergenti
- Politiche monetarie relativamente autonome (paesi non rinunciano a stimoli monetari)
- Controlli sui movimenti di capitali
- Frequenti riallineamenti

# Problemi

- Paesi con bassa inflazione tendono a rallentare/posporre riallineamenti per godere di vantaggio competitivo nel cambio reale
- Paesi con alta inflazione recuperano differenziale solo con riallineamento, ma fino al successivo riallineamento
- Riallineamenti facilmente prevedibili rendevano più facile speculare, e rendevano vita ancora più difficile per valute deboli

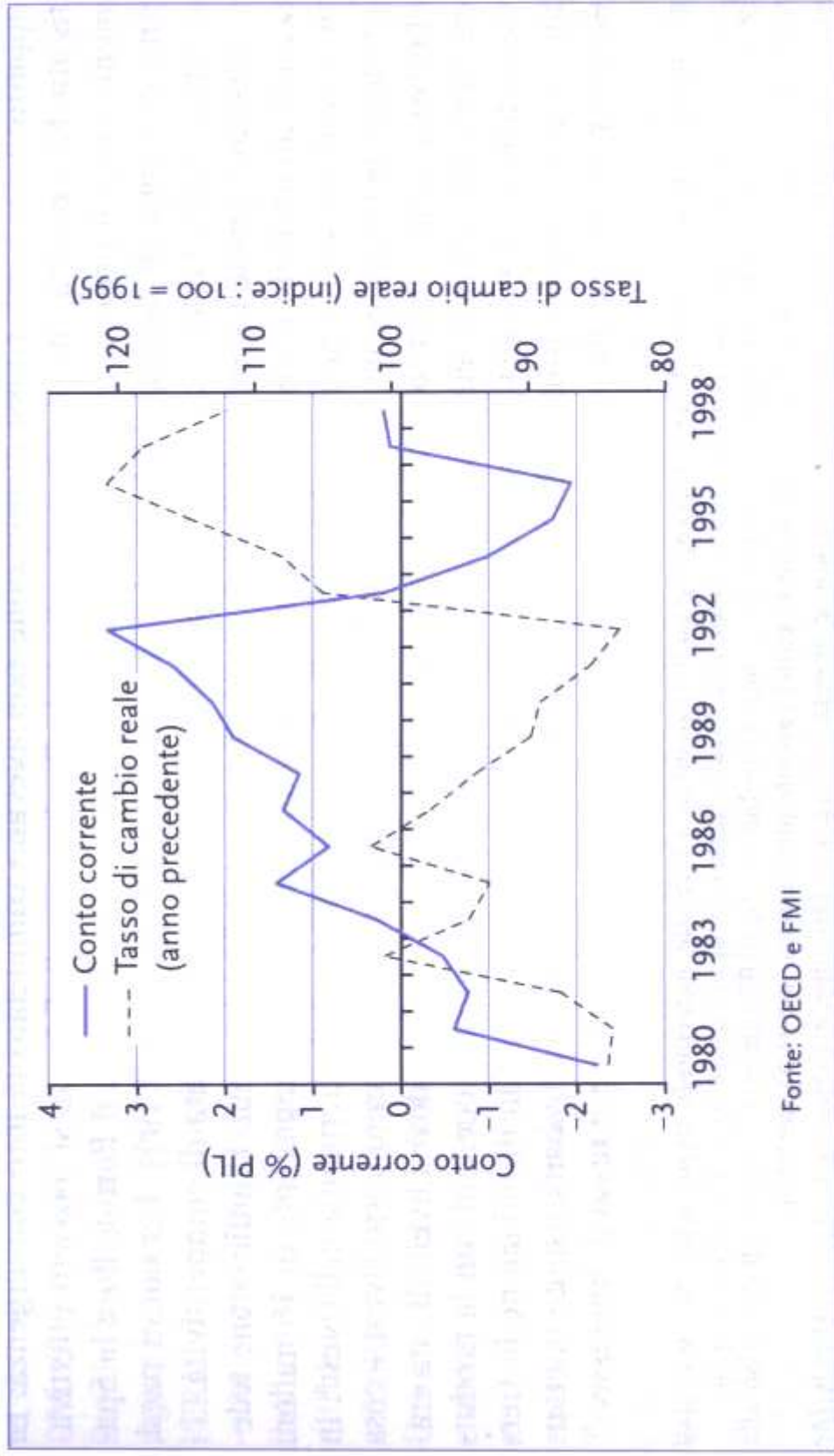
# 1986-92 Seconda fase

- Si punta alla convergenza dei tassi di inflazione e quindi a maggiore stabilità di parità centrali
- Paesi europei adottano “modello tedesco” di stabilità
- Politiche monetarie (tranne quella della Germania) diventano più vincolate
- Inflazione converge e vengono smantellati controlli sui movimenti di capitali, aboliti nel 1990
- Nessun riallineamento fra 1987 e 1990
- Si pongono le basi per moneta unica attraverso Trattato di Maastricht



- Stabilità dei cambi favorita dal miglioramento della congiuntura internazionale
- Ma la convergenza dell'inflazione non è completa, e la mancanza di riallineamenti toglie competitività ai paesi con inflazione più alta

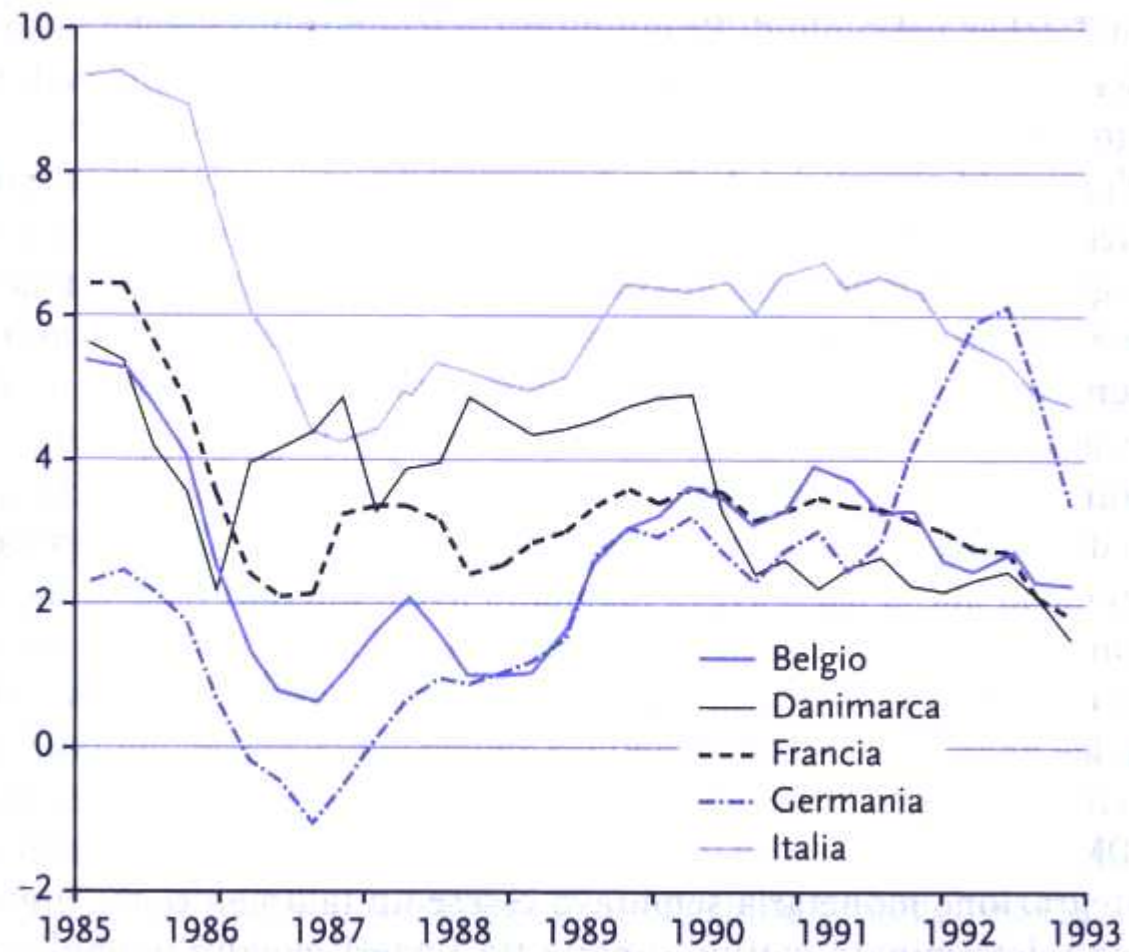
N.B.: nella figura successiva le indicazioni (conto corrente/tasso di cambio reale) sono invertite



Fonte: OECD e FMI

**Figura 12.2** L'Italia nello SME

## I tassi di inflazione (1° T. 1985-4° T. 1992)



Fonte: FMI

## Numero di riallineamenti delle parità bilaterali con il marco tedesco

	1979-1986	1986-1993
<b>franco francese</b>	5	1
<b>lira italiana</b>	7	3
<b>franco belga</b>	6	1
<b>fiorino olandese</b>	2	0

Da Triulzi (2016) p. 289

- SME, formalmente simmetrico fra le diverse valute, si rivela un sistema asimmetrico. Il marco ha un ruolo preminente, per la maggiore forza economica (già allora) della Germania.
- La Bundesbank interviene molto meno delle altre banche centrali. La Germania conserva più degli altri paesi la capacità di una politica monetaria. Il marco influenza il cambio ECU/dollaro.

# Risultati positivi dello SME (Padoa-Schioppa)

- Ha salvaguardato l'apertura degli scambi
- Ha contribuito all'aggiustamento macroeconomico negli Stati Membri (inflazione ma non solo)
- Ha posto l'Europa al riparo dalla crisi del dollaro (più forte ruolo internazionale)
- Ha determinato collegialità nelle decisioni (riallineamenti)

# Primo caso di successo di “Europa a geometria variabile”:

- Si procede con successo anche senza la partecipazione di tutti gli Stati Membri

- I riallineamenti del cambio sono stati accompagnati da cambiamenti significativi nelle politiche economiche dei paesi che avevano avanzato la richiesta; sono stati parte di un complessivo cambiamento di politica economica.



# 1992 La crisi dello SME

## **Le cause:**

- 1987-92 caduta competitività paesi membri ad alta inflazione
- 1990-92: unificazione tedesca: cambio 1:1 marco ovest-marco est produce forte aumento dell'inflazione in Germania. Bundesbank aumenta molto i tassi di interesse. Ma marco non viene rivalutato e tutti i paesi sono costretti a politiche monetarie restrittive
- 1992: Nel referendum in Danimarca (giugno) viene respinta ratifica del Trattato di Maastricht: crescono dubbi su moneta unica. In Francia viene approvato, ma con margine molto piccolo

# Crisi dell'Italia, 1992

- Deficit persistenti di bilancio pubblico inducono timori per il debito pubblico, estremamente grande
- Crisi sistema politico italiano, Tangentopoli

# Dal settembre 1992 al febbraio 1993

- Attacchi speculativi al ribasso conto lira e sterlina
- Poi verso Spagna, Regno Unito, Francia
- Lira e sterlina escono dallo SME
- Nell'estate 1993 la banda di oscillazione viene portata al + o - 15%

# Mercati “scommettono” contro l’Italia

- Si aspettano uscita dallo SME e svalutazione
- Vendono lire per guadagnare in conto capitale
- Banca d’Italia difende la lira con riserve ufficiali, ma dopo una settimana deve cedere
- La lira esce dallo SME (13/9/93) e si svaluta (aumenta export ma anche inflazione e tassi di interesse)
- Rientrerà nello SME nel novembre 1996

- La sterlina esce dallo SME, sempre nel settembre 1993.
- La peseta viene svalutata
- Il franco francese evita la svalutazione solo grazie all'ampliamento (dal 2,25% al 15%) di tutte le bande di oscillazione

## 1993-99 e dal 1999 in poi

- Vigè SME con banda di oscillazione 15%, ma con possibilità di riduzione su richiesta di stati membri
- Dal 1999 parità centrale viene fissata rispetto all'euro (non più griglia)
- Sistema più flessibile e meno impegnativo
- Paesi (Italia, Grecia, Danimarca) aderiscono successivamente come condizione per euro

# Richiami di Economia Internazionale

- Cambio e bilancia commerciale
- Tassi di cambio fissi e flessibili
- Politiche fiscali e monetarie in cambi fissi e flessibili
- Terzetto inconciliabile

## **Memo di economia internazionale: valore della valuta nazionale e bilancia commerciale**

### **Ipotesi:**

importazioni ed esportazioni dipendono solo dai prezzi (IMP= importazioni, EXP= esportazioni) dei beni nazionali e dei beni esteri. Ma i prezzi dell'import e dell'export dipendono anche dal tasso di cambio.



## Ipotesi:

bilancia commerciale in pareggio  $IMP = EXP$ .

La valuta nazionale si deprezza. Che succede?

1. Import diminuisce. I beni esteri diventano più costosi rispetto a quelli nazionali; se ne comprano di meno
2. Quantità esportate aumentano: i beni nazionali diventano più economici; se ne vendono di più all'estero
3. Ma: i prezzi a cui vendiamo i nostri beni all'estero sono scesi perché cambio deprezzato cioè incassiamo meno in valuta estera per ogni bene venduto

**Normalmente effetto complessivo è positivo:  
EXP>IMP.**

**Dipende:**

- a. Da quanto i beni nazionali possono sostituire beni esteri prima importati (miglioramento è piccolo se sostituzione è limitata: es. petrolio, materie prime)
- b. Dal fatto che l'aumento delle quantità vendute all'export è più forte della diminuzione dei prezzi in valuta dell'export (miglioramento è piccolo se forte deprezzamento, cioè forte caduta dei prezzi dell'export, provoca piccolo aumento di domanda)

Dipende cioè da che cosa importiamo ed esportiamo e da quanto la domanda di questi beni è sensibile (“elasticità”) a variazioni del prezzo.

Normalmente l'effetto è diverso nel tempo.

### **Breve periodo:**

(si muovono subito i prezzi) aumentano prezzi import e si continua a importare, si incassa meno dell'export.

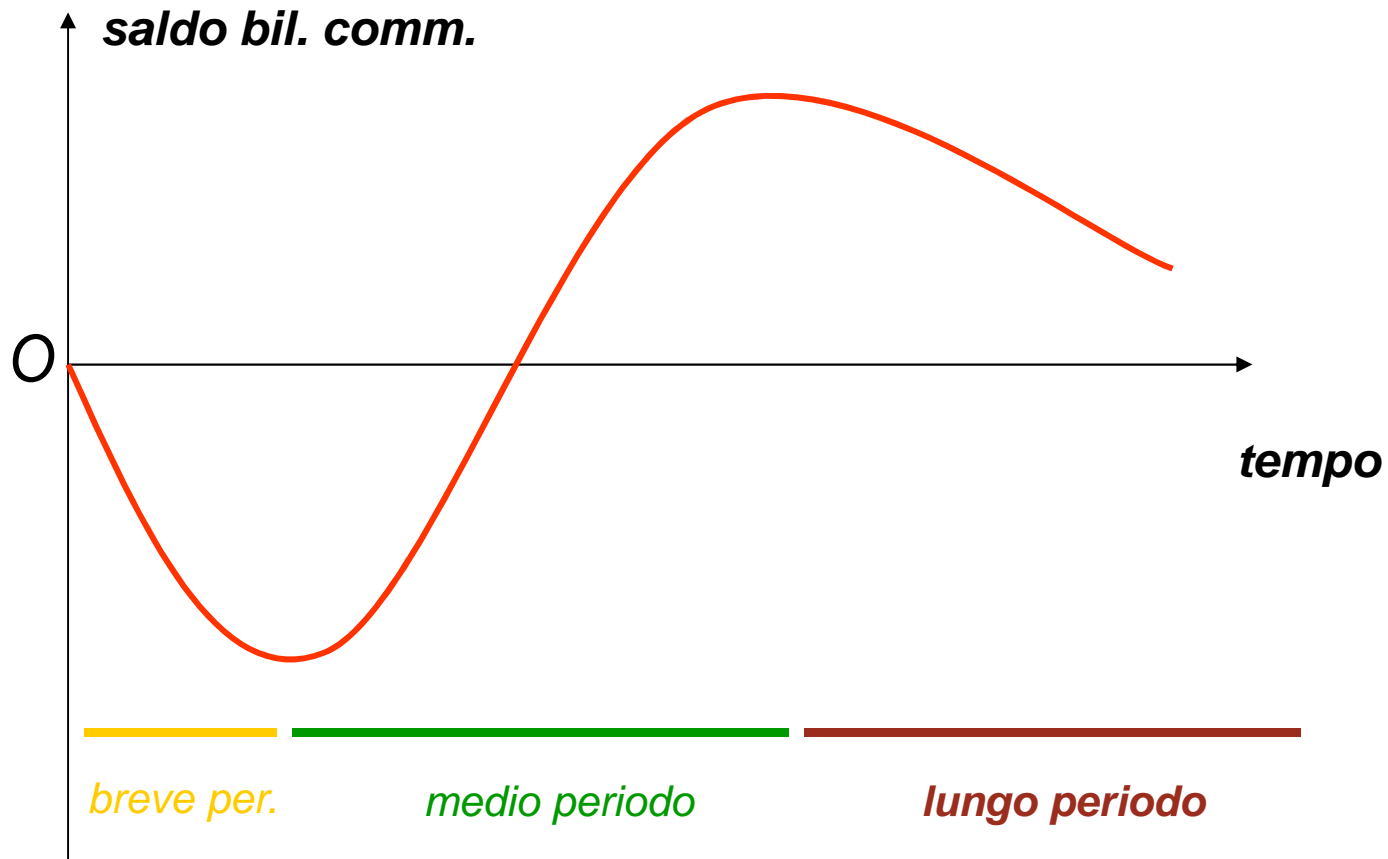
### **Medio periodo:**

(si muovono le quantità) si importa di meno, si esporta di più.

### **Lungo periodo:**

l'aumento dei prezzi dell'import crea inflazione; aumentano tutti i prezzi; il nostro export diventa meno competitivo (costa di più produrlo) e diminuisce.

# Curva a J e curva a S



## **Quindi il deprezzamento:**

- è efficace nel medio periodo
- è inefficace nel lungo periodo, produce inflazione
- il suo effetto dipende da cosa compriamo e vendiamo

# Tassi di cambio fissi vs Tassi di cambio flessibili

## **Flessibili:**

- Autonomia della politica monetaria
  - Restituisce il controllo ai governi
- Aggiustamenti della bilancia commerciale
  - Si aggiusta la valuta per correggere squilibri commerciali

## **Fissi:**

- Disciplina monetaria
- Speculazione
- Limitano gli speculatori
- Incertezza
- Movimenti prevedibili dei tassi
- Aggiustamenti della bilancia commerciale
- Nessun legame tra tassi di cambio e commercio
  - Legame tra risparmio e investimento

# Politiche economiche e tassi di cambio

- Quanto sono efficaci le politiche economiche interne?
- Dipende anche da regime dei tassi di cambio.
- Ipotesi: perfetta mobilità dei capitali.

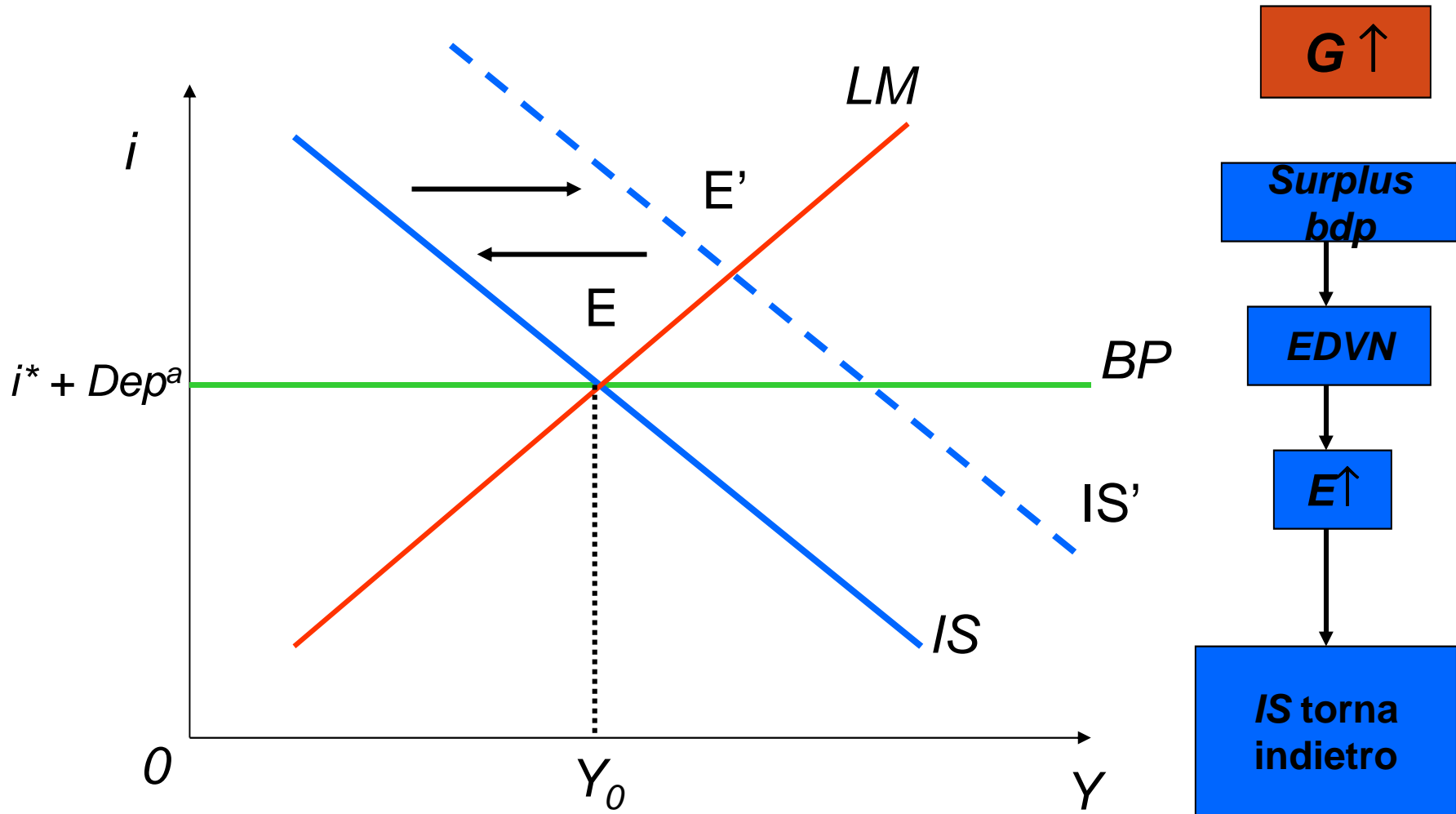
# Cambi flessibili. Politica fiscale espansiva

## Che succede?

- aumenta spesa pubblica
- questo provoca aumento tassi di interesse
- questo provoca afflusso di capitali
- ma questo fa apprezzare il cambio
- e quindi fa aumentare l'import e ridurre l'export



# Politica Fiscale con Cambi Flessibili



La politica è inefficace nel far crescere l'economia. Aumenta spesa pubblica ma diminuisce export. Si dice che la spesa pubblica SPIAZZA l'export perché fa apprezzare il cambio (inoltre spesa pubblica SPIAZZA gli investimenti interni perché fa aumentare il tasso di interesse).

## **Politica fiscale espansiva in cambi flessibili può essere anche controproducente:**

- aumento spesa pubblica crea deficit pubblico
- diminuzione export crea deficit bilancia commerciale

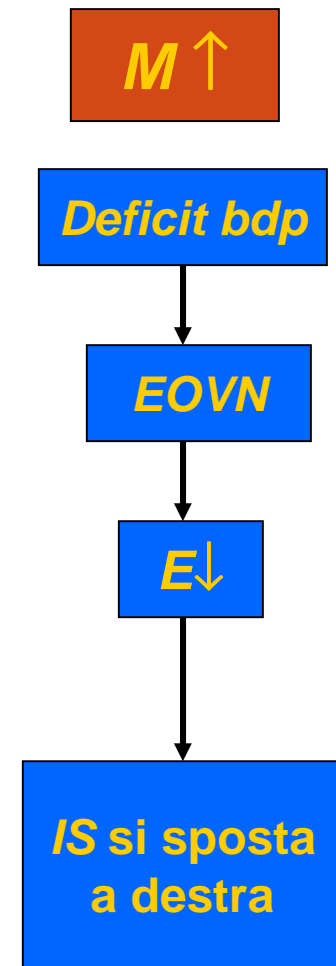
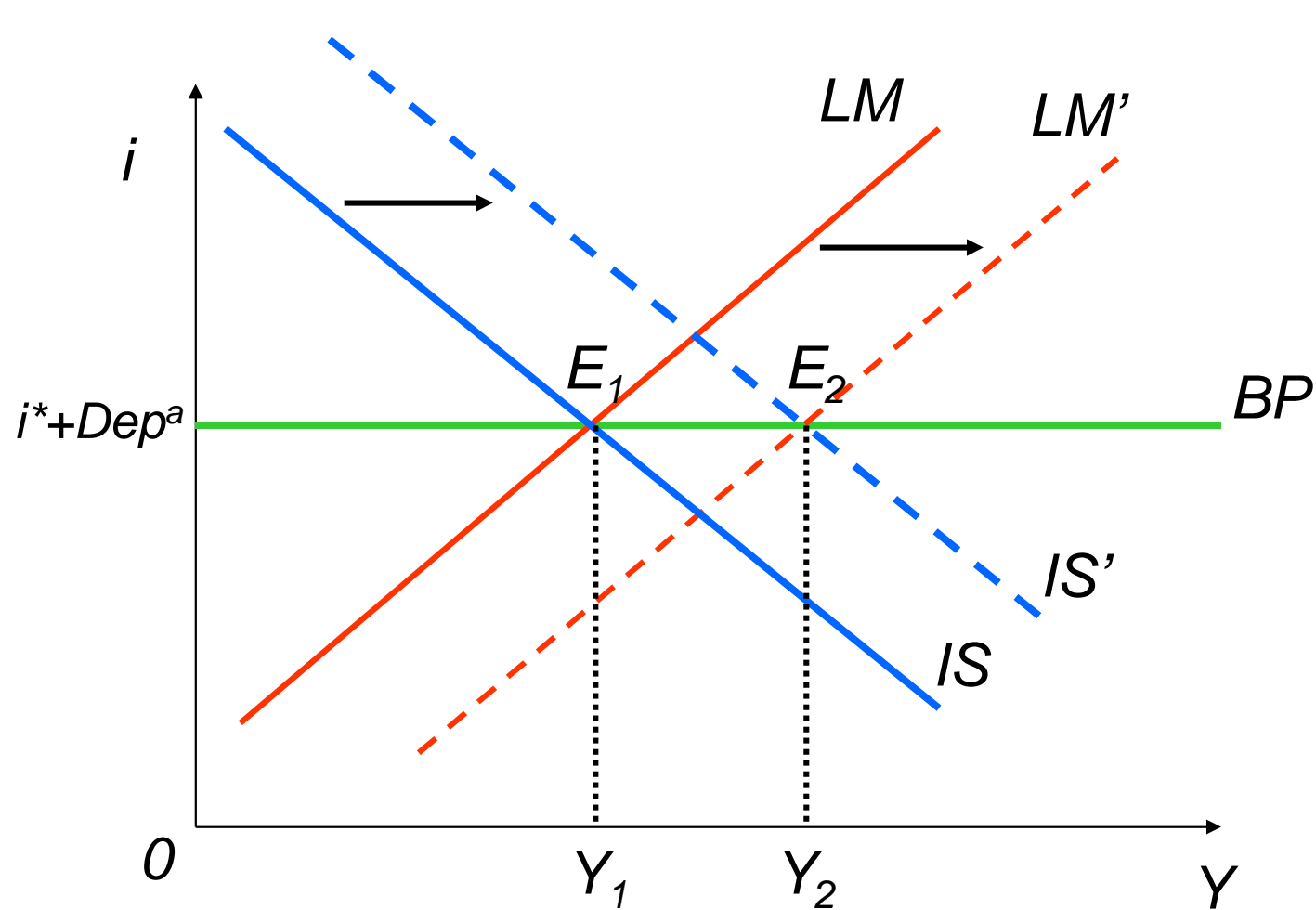
Si creano deficit gemelli (*twin deficits*).

# Cambi Flessibili e Politica Monetaria Espansiva

## **Che succede?**

- aumenta offerta di moneta
- questo provoca riduzione tassi di interesse
- questo provoca deflusso di capitali
- questo fa deprezzare il cambio
- e quindi fa aumentare l'export e ridurre l'import

# Politica Monetaria in Cambi Flessibili



## **La politica è efficace. Induce:**

- Riduzione tassi di interesse e aumento investimenti interni
- Deprezzamento del cambio e aumento export

## **Ma: problema!**

- Aumento dell'offerta di moneta può provocare inflazione (e ridurre così anche l'export).

# Cambi Fissi

- Banca Centrale stabilisce tasso di cambio
- Qualsiasi eccesso di domanda o offerta di valuta nazionale (estera) al tasso di cambio fissato è compensato con una variazione automatica delle riserve ufficiali.

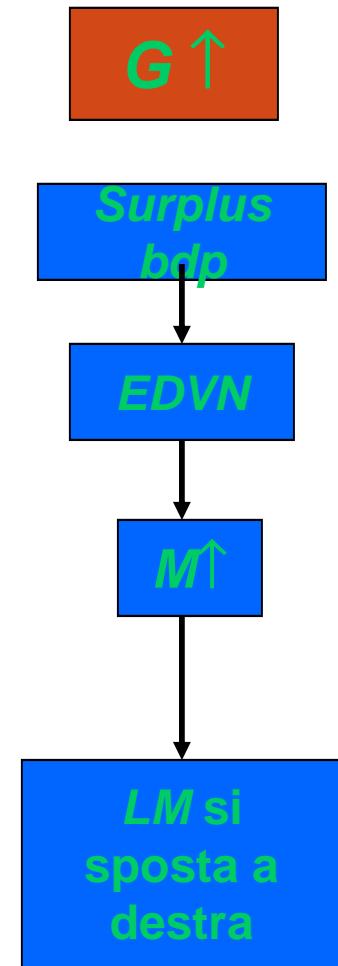
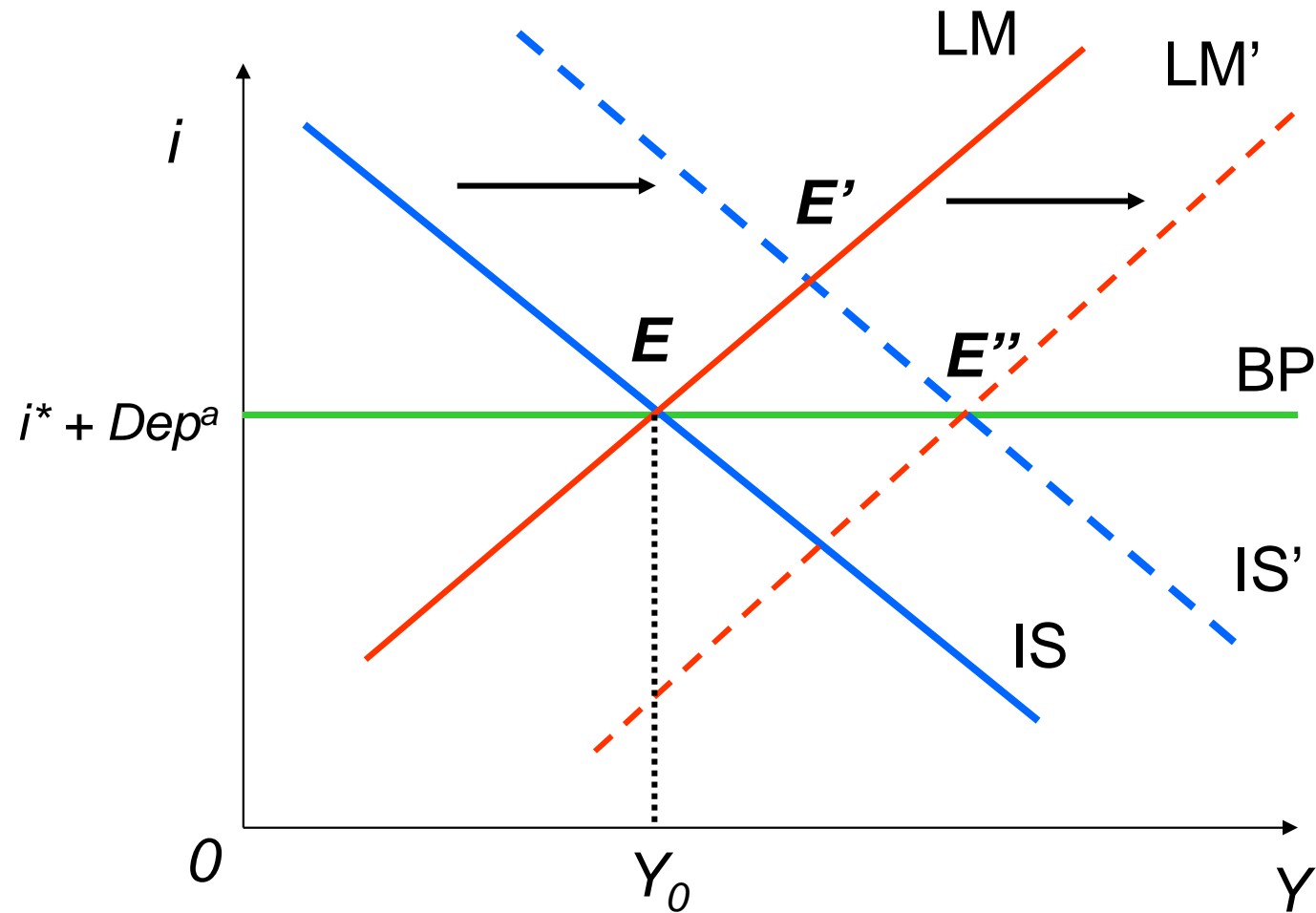
# Cambi Fissi e Politica Fiscale Espansiva

## Che succede?

- Aumento spesa pubblica
  - questo potrebbe provocare aumento dei tassi di interesse
  - questo potrebbe provocare afflusso di capitali ma cambio deve restare fisso
  - quindi Banca Centrale deve intervenire con aumento dell'offerta di moneta (per tenere il cambio stabile)
  - l'aumento dell'offerta di moneta è tale da mantenere tassi di interesse e tassi di cambio stabili



# Politica Fiscale in Cambi Fissi



## **La politica è efficace.**

- L'aumento di spesa pubblica è accompagnato da un aumento dell'offerta di moneta e quindi non modifica i tassi di interesse e tassi di cambio, e stimola pienamente l'economia.

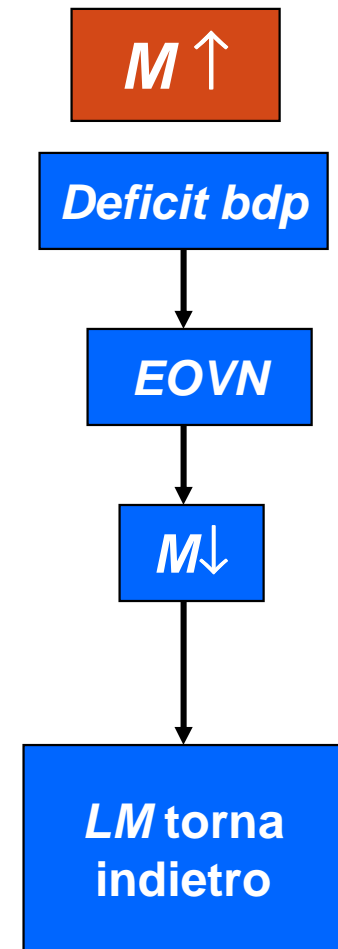
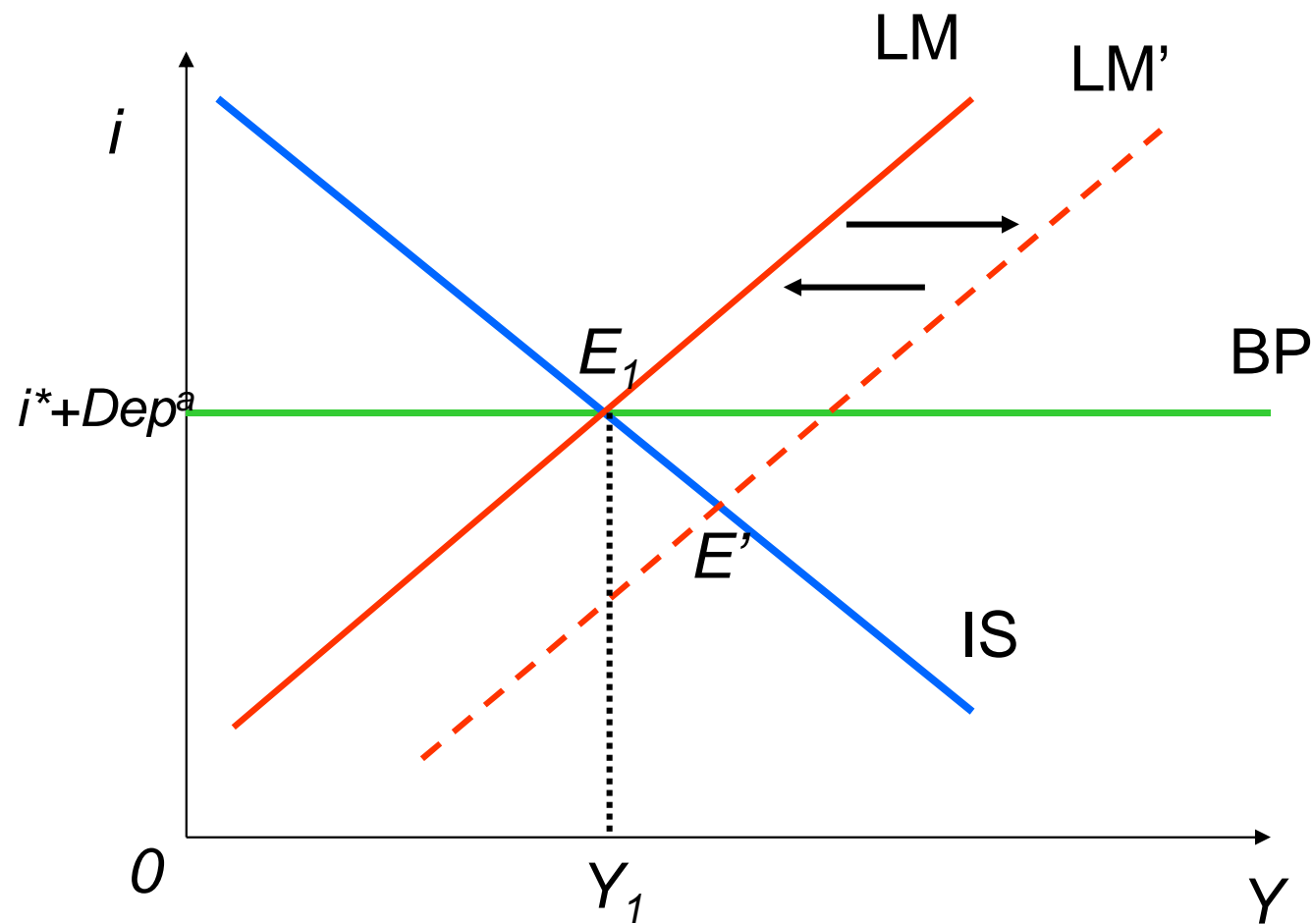
**Problema!** Aumento dell'offerta di moneta può provocare inflazione.

# Cambi Fissi e Politica Monetaria Espansiva

## Che succede?

- aumento dell'offerta di moneta
- riduzione tassi di interesse
- potrebbe provocare deflusso di capitali e deprezzamento del cambio
- quindi Banca Centrale deve intervenire con riserve ufficiali; vende valuta estera e compra moneta nazionale (e così riduce l'offerta di moneta).

# Politica Monetaria in Cambi Fissi



- La politica è totalmente inefficace.
- Il cambio fisso costringe la Banca Centrale a ridurre l'offerta di moneta che crea.
- Caso molto importante: con cambi fissi la politica monetaria è impossibile.

Questione di grande rilevanza.

**Esiste il “TERZETTO INCONCILIABILE”**

- 1. cambio fisso**
- 2. libera circolazione internazionale di capitali**
- 3. politica monetaria autonoma**

È impossibile avere le 3 condizioni contemporaneamente.

## **Cambio fisso + libera circolazione**

→ rende impossibile la politica monetaria (moneta è “serva” del cambio). Toglie potere e autonomia nazionale

## **Cambio fisso + politica monetaria**

→ può funzionare solo se ci sono forti limitazioni e controlli sui movimenti di capitali

## **Politica monetaria + libera circolazione**

→ impone flessibilità del cambio