

UNIVERSITA' DI BARI  
DIPARTIMENTO DI SCIENZE POLITICHE

## **MODULO 16**

### **L'euro**

Lettura obbligatoria: Saraceno, La riconquista

**CORSO DI POLITICHE ECONOMICHE EUROPEE**

**Prof. Gianfranco Viesti**

# Intanto, il Trattato di Maastricht (1992)

- Avvia l'Unione economica e monetaria (UEM)
- Introduce l'EURO come moneta comune (dal 1996 al 2001)
- Affida la politica monetaria Sistema Europeo Banche Centrali formato dalle banche centrali nazionali e dalla Banca centrale Europea che deve assicurare la stabilità dei prezzi

**Euro è preparato dal Rapporto Delors (approvato giugno 1989) che prevede tre fasi:**

**Fase 1**

Preparazione: libera circolazione dei capitali (1.7.1990), completamento del mercato unico, riforma dei fondi strutturali, adesione di tutte le valute allo SME.

**Fase 2**

Nascita del Sistema Europeo delle banche Centrali.

**Fase 3**

Tassi di cambio irrevocabilmente fissi

- Il Trattato di Maastricht, e l'euro, scaturiscono però principalmente da una decisione politica
- Il tema viene all'ordine del giorno nel 1990, dopo la caduta del Muro di Berlino. Vi è la necessità di un "nuovo ordine europeo" dopo la riunificazione tedesca

## **Evento storico**

- L'Europa che aderisce all'euro non ha più una unione monetaria dal VII secolo, quando si dissolve l'unione monetaria ereditata dall'Impero Romano

# Evento scatenante è la riunificazione tedesca

- Germania unita e futuro dell'Unione si intrecciano
- Kohl (primo ministro) e Genscher (ministro degli esteri) contro l'opinione della Bundesbank, per rassicurare partner europei sul futuro tedesco “offrono” la trasformazione del marco - sulla cui stabilità si è basata tutta la storia economica del dopoguerra - in euro

- Partner europei (in particolare Francia e Italia) accettano malvolentieri la riunificazione; richiedono in cambio un forte ancoraggio della Germania all'Europa, suggellato dalla moneta unica.
- Si accelera e si consolida percorso tracciato da Rapporto Delors.

## **Il Trattato è possibile perché ci sono:**

- Classi dirigenti fortemente europeiste
- Una precedente, prolungata espansione economica
- L'evidenze delle difficoltà di politiche monetarie autonome in presenza di un accordo di cambio

## **Modello dell'euro è frutto:**

- Di clima politico-ideologico favorevole al libero mercato, con “governo minimo” e forte deregolamentazione dell'economia; quindi: unione monetaria senza politica fiscale unica
- Di accettazione del modello tedesco del dopoguerra: Banca Centrale indipendente e orientata a garantire, prima di tutto, la stabilità dei paesi



## **1989 - 92 è periodo di eventi fondamentali:**

- Negoziato sul trattato
- Liberalizzazione movimenti capitali
- Allargamento dello SME, ma poi sua crisi

## **Poi ratifica complessa:**

- Referendum francese con lieve margine favorevole
- Referendum danese che respinge il trattato
- Settembre 1992 crisi dello SME

# Il trattato di Maastricht: la BCE

- a. L'obiettivo della BCE è la stabilità dei prezzi
- b. Banca centrale europea è pienamente indipendente
- c. Lo statuto della Banca centrale e della moneta ha carattere costituzionale
- d. Divieto di salvataggi degli Stati (no bail-out)

# Il Sistema delle Banche Centrali

- Una moneta, un cambio, un tasso di interesse, => una sola Banca Centrale
- Le Banche degli Stati Membri non vengono fuse, ma federate come negli Stati Uniti in un Sistema di Banche Centrali

- La BCE ha l'unico obiettivo di preservare la stabilità dei prezzi (mentre Federal Reserve ha per Statuto anche l'obiettivo di usare la politica monetaria per contrastare la disoccupazione).
- Per BCE la stabilità corrisponde a un aumento annuale del 2%, nel medio periodo. Indicazione imprecisa ma chiara.
- Gli strumenti sono quelli delle Banche Centrali: BCE governa tassi di interesse a breve e quindi offerta di moneta.
- BCE è rigorosamente indipendente (art. 107) dal potere politico; fa una relazione al Parlamento Europeo.

- La BCE ha il divieto di acquisto di titoli del debito pubblico di un paese in difficoltà
- Clausola di non-salvataggio (no bail-out: letteralmente divieto di far uscire su cauzione)
- Nessun credito può essere fatto ad un governo in difficoltà

# Maastricht: la moneta unica. Perché?

## Motivi economici

### Unione Europea inizio anni '90:

- Le fluttuazioni del tasso di cambio hanno una serie di conseguenze macroeconomiche:
  - sia le esportazioni che le importazioni sono influenzate dal tasso di cambio nominale

## **Instabilità del cambio può provocare:**

- Ampie fluttuazioni della domanda aggregata e quindi della produzione/reddito.
- Effetti sull'inflazione importata (se la domanda di importazioni è rigida: vedi petrolio).
- Effetti sull'occupazione (per settori esportatori)
- Incertezza per investimenti

**Questi effetti erano amplificati all'interno dell'UE all'inizio degli Anni Novanta, a causa della:**

- forte integrazione commerciale (caratteristica dell'Unione Doganale)
- libertà di movimento di capitale (caratteristica dell'Unione Economica)

**L'instabilità strutturale dei tassi di cambio finiva per mettere in dubbio i benefici del mercato unico, la cui costruzione aveva richiesto decenni di integrazione europea**



Ma quali sono i costi e benefici di una moneta unica?

La teoria delle aree valutarie ottimali studia le condizioni alle quali per un paese i benefici dell'unione monetaria sono maggiori dei costi

Vediamo prima i benefici e poi i costi

# I Benefici dell'Integrazione Monetaria

## I guadagni che derivano dall'eliminazione di costi di transazione:

- eliminazione delle spese di cambio delle valute: stimato essere pari negli anni novanta a circa lo 0,5% del Pil
- minori opportunità per le imprese di segmentazione dei mercati e di discriminazione dei prezzi: il cambio, insieme ad altre barriere, aiuta le imprese a stabilire prezzi diversi sui vari mercati dell'UE

## **I guadagni che derivano dall'eliminazione dell'incertezza del cambio:**

- gli individui preferiscono operare in un clima di certezza sui prezzi dei beni stranieri; maggiore certezza comporta maggior benessere degli individui
- gli imprenditori in condizioni di incertezza produrranno di meno, con una perdita di benessere per la società
- in un ambiente incerto gli operatori possono formarsi aspettative sbagliate sul livello dei cambi → maggiori rischi associati ai profitti attesi → aumenta il rischio degli investimenti → maggiori tassi di interesse e minore crescita economica

## **I guadagni che derivano dalla stabilità e dal contenimento della crescita dei prezzi:**

- aderire ad un'area monetaria in cui ci sono prezzi stabili (e c'è un'autorità monetaria determinata a combattere l'inflazione) aiuta il paese aderente a contenere l'inflazione
- tanto minore è l'inflazione, tanto minori sono le perdite di efficienza nell'economia: in presenza di elevata inflazione il sistema dei prezzi diventa meno affidabile nel dare i giusti segnali agli operatori, che possono più facilmente compiere scelte non ottimali
- infine, una valuta comune ha un maggiore potere nei mercati finanziari internazionali.

I benefici dell'integrazione monetaria sono tanto maggiori quanto maggiore è il grado di apertura commerciale (intensità dell'import-export fra di loro) dei paesi che formano l'unione monetaria.

# I costi di adesione ad un'unione monetaria

- i costi derivano dal fatto che aderendo all'unione monetaria un paese perde la possibilità di usare un importante strumento di politica economica: il tasso di cambio
- ciò comporta la rinuncia ad usare uno strumento di politica economica utile per stabilizzare l'occupazione e la produzione a seguito di *shock* esterni

Il tasso di cambio flessibile consente di stabilizzare le economie dopo shock esterni

## Un esempio

Due paesi, Francia e Germania:

- nella situazione di partenza, piena occupazione delle risorse in entrambi i paesi
- uno shock esterno (ad esempio: una modifica delle preferenze dei consumatori, che non vogliono più bere vino) fa ridurre la domanda di beni francesi (vino) ed aumentare la domanda aggregata di beni tedeschi (birra)

È uno **shock asimmetrico**, che cioè colpisce un paese e non l'altro

Nel settore francese del vino si crea disoccupazione.  
Come si fa a ridurla?

Con la **flessibilità del salario**: se il salario è flessibile, scende in Francia; in Germania aumenta (perché c'è maggiore richiesta di lavoro per produrre birra);

i costi di produzione si riducono in Francia e aumentano in Germania, e ciò comporta un aumento della competitività del vino francese rispetto alla birra tedesca. I consumatori tornano a bere vino e aumenta la produzione francese



Oppure con la mobilità dei lavoratori

Se i lavoratori sono liberi di spostarsi da un paese all'altro, allora la disoccupazione in Francia spinge i lavoratori francesi ad emigrare in Germania; si riduce la disoccupazione in Francia e in Germania ci sono i lavoratori per produrre più birra

Se i salari sono flessibili, o il lavoro è mobile, allora gli effetti di uno shock asimmetrico saranno assorbiti attraverso un aggiustamento automatico delle due economie

Ma se il salari sono rigidi (non scendono) o il lavoro non è mobile tra i paesi (difficoltà a emigrare), non si hanno aggiustamenti automatici e, in assenza di interventi di politica economica, i paesi sono condannati a rimanere in una situazione di instabilità: la Francia con disoccupazione e la Germania con inflazione.

**Le politiche del tasso di cambio servono a ripristinare l'equilibrio in questi casi.** La Francia svaluta la sua moneta rispetto a quella della Germania e recupera competitività all'export: il vino francese costa meno perché il franco francese vale meno

Se i salari sono rigidi e il lavoro non è mobile, i paesi che entrano in una unione monetaria sostengono dei costi molto elevati, perché rinunciare a politiche del tasso di cambio può far perdere la stabilità economica.

## Due domande

Esistono gli shock asimmetrici?

Il tasso di cambio è uno strumento efficace per stabilizzare l'economia dopo uno shock asimmetrico? Se non fosse efficace allora rinunciare al tasso di cambio non sarebbe costoso e i costi di adesione all'unione monetaria sarebbero bassi

**Esistono gli shock asimmetrici? Se non esistessero allora rinunciare al tasso di cambio non sarebbe costoso per un paese e i costi di adesione all'unione monetari sarebbero bassi. Opinioni molto diverse al momento dell'introduzione dell'euro:**

### **GLI OTTIMISTI**

più i paesi sono integrati e minore è la probabilità che si verifichino shock asimmetrici, perché all'aumentare degli scambi commerciali aumenta anche la convergenza delle strutture economico-produttive: uno shock esterno colpisce in maniera analoga (simmetrica) tutte le economie (simili)

## I PESSIMISTI

più i paesi sono integrati e maggiore è la probabilità che si verifichino shock asimmetrici, perché all'aumentare degli scambi commerciali aumenta la divergenza delle strutture produttive: grazie alle economie di scala, l'attività produttiva si concentra in alcune regioni (centro), mentre si riduce in altre (periferia): uno shock esterno colpisce in maniera diversa (asimmetrica) le economie (divergenti)

# Conclusione: l'Unione Europea è un'area valutaria ottimale?

1. **SI** perché i paesi commerciano molto fra loro
2. **NO** perché i lavoratori sono poco mobili fra paesi. **Vi sono importanti ostacoli alla mobilità, legati:** ad aspetti linguistici; ad aspetti giuridico/istituzionali: affitti delle case, riconoscimento dei titoli, aspetti contributivi ed attitudini culturali (famiglie relativamente poco mobili, desiderano restare unite)

### **3. NO Perché i salari non sono flessibili verso il basso (non si riducono)**

Nelle economie dell'Europa Occidentale, a seguito delle trasformazioni del secondo dopoguerra e contrariamente a quanto avveniva nell'Ottocento, i salari sono rigidi verso il basso. Grazie anche all'azione sindacale, i lavoratori non accettano riduzioni nel tempo dei propri salari. Protezione contrattuale dei lavoratori.

**E' un bene:** teoria dei salari di efficienza sostiene che ridurre i salari è controproducente perché tende a ridurre la produttività dei lavoratori (e quindi potenzialità di crescita); riduzioni salariali causano caduta di consumi e domanda aggregata interna, e rendono più difficile la crescita



## **4. NO/SI La somiglianza delle strutture economico-produttive dei paesi**

Più le strutture economico-produttive sono simili, minore è la probabilità di shock asimmetrici, e quindi, minori i costi dell'unione monetaria. Al momento dell'introduzione dell'euro esistevano all'interno dell'Unione notevoli diversità nelle strutture produttive, con paesi avanzati con maggiore disponibilità di capitale e lavoro qualificato, e paesi meno avanzati.

## **4. NO/SI La somiglianza delle strutture economico-produttive dei paesi**

Differenze marcate esistono se si guarda alle fortissime, persistenti disparità esistenti fra le regioni dell'Unione.

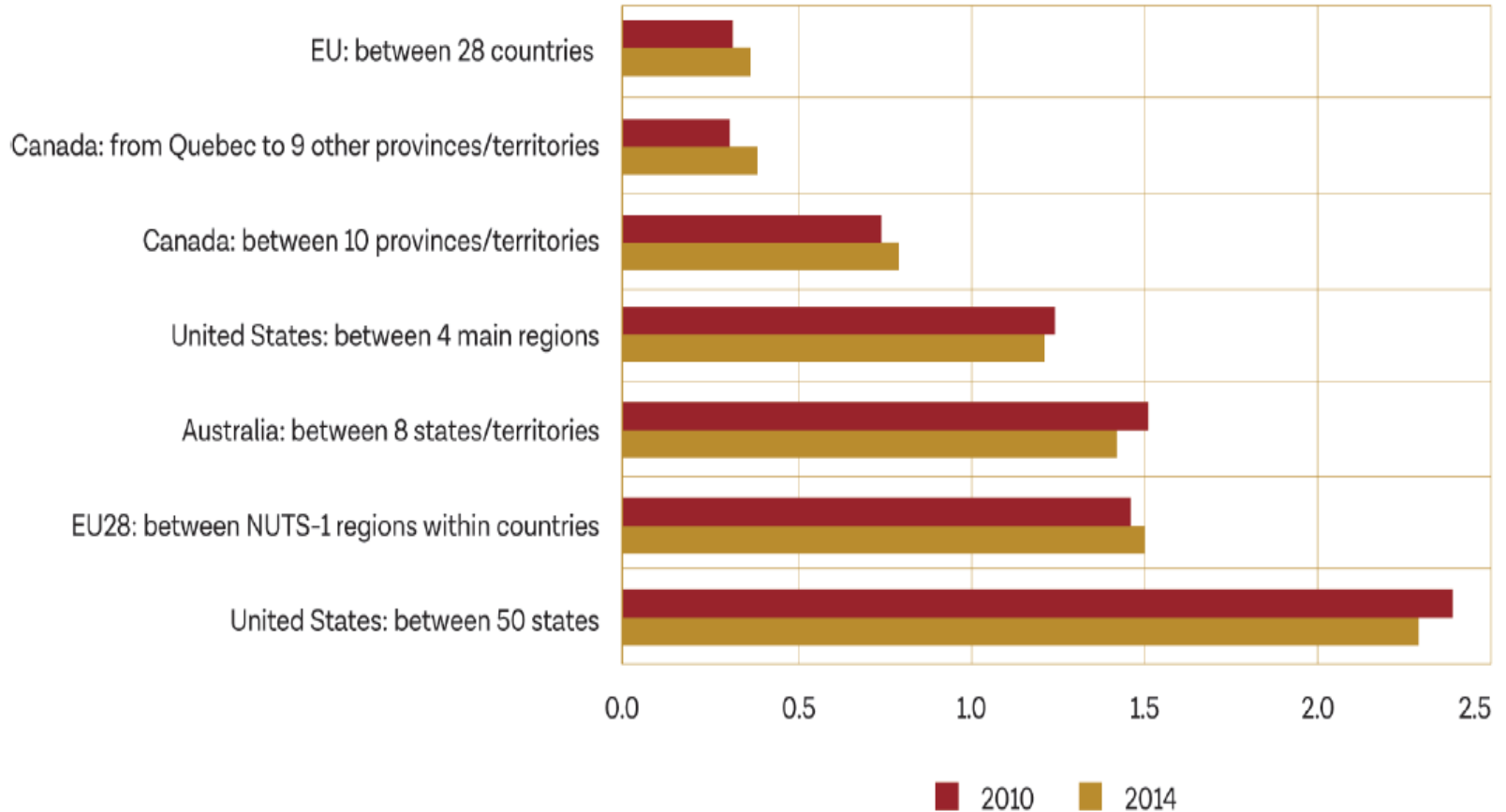
E la moneta unica, eliminando il rischio di cambio, può portare ad ulteriori fenomeni di concentrazione delle attività economiche nelle nazioni/regioni più forti, con un aumento delle differenze strutturali fra nazioni/regioni e quindi con un aumento (e non diminuzione) del rischio di shock asimmetrici.

## **Grandissima differenza con gli Stati Uniti**

- Nessun ostacolo linguistico/giuridico/istituzionale alla mobilità interna
- Accettazione culturale e abitudine, molto maggiore, alla migrazione
- Minore potere sindacale e maggiore flessibilità contrattuale e salariale (anche se esiste salario minimo).
- Gli americani si sentono americani prima che texani o californiani, mentre gli europei si sentono principalmente italiani o tedeschi.

### Figure 0.10 Cross-border labor mobility in the EU is low

Annual cross-border mobility, percentage of total population



Source: OECD Survey of the European Union; Australian Bureau of Statistic; Statistics Canada; US Census Bureau.

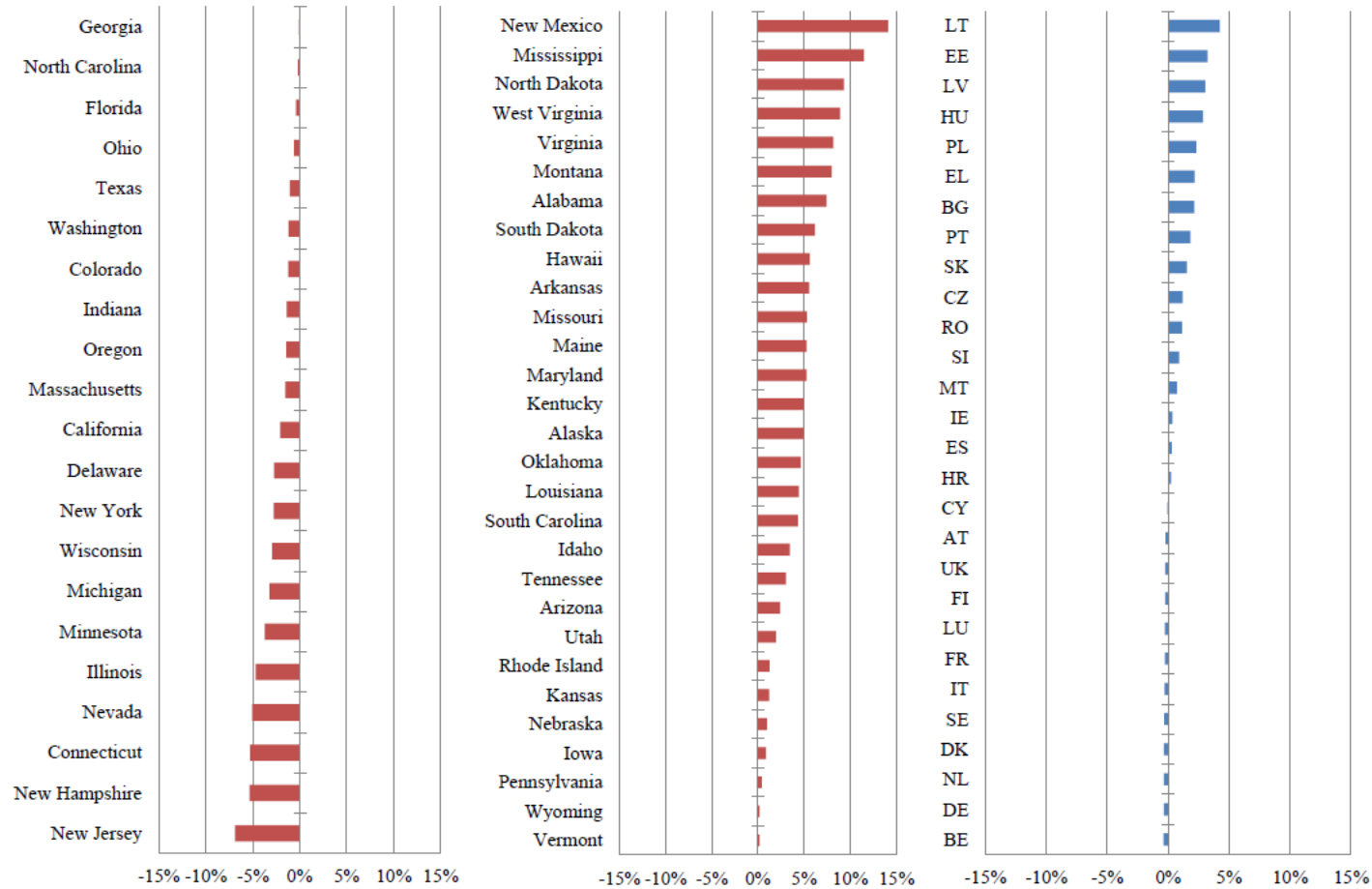
Note: Population mobility for Australia, Canada, and the United States; labor mobility for the European Union.

Ancora più importante. Negli c'è bilancio federale. In caso di shock asimmetrico (es. caduta prezzo petrolio colpisce Texas, crisi auto colpisce Michigan):

- entrano in funzione stabilizzatori automatici (programmi di welfare nazionali)
- il Governo federale usa poteri discrezionali (es. interventi in Louisiana dopo uragano Katrina)

Inoltre, il sistema bancario è nazionale.

Graph 5.4: Yearly net transfers to and from the US federal budget (1980-2005 average) and the EU budget (2007-2012 average), as a share of GDP of EU Member States



Source: European Commission and Tax Foundation

Al momento dell'introduzione dell'euro molti economisti e politici europei erano convinti che la UE fosse un'area valutaria ottimale, mentre perplessità erano state espresse da alcuni economisti americani

## La nascita dell'euro

Si decise di adottare un sistema di cambi fissi. I due tentativi precedenti in questo senso erano stati *Bretton Woods* (1944-1971) e *Sistema Monetario Europeo* (1979). Entrambi fallirono, perché mantenere un sistema a cambi fissi tra più paesi, implica che non devono esserci pressioni sul valore delle valute nazionali (cioè sui tassi di cambio) Queste pressioni possono essere: di natura reale: guadagni/perdite di competitività dei beni e servizi nazionali; di natura finanziaria: attrattività dell'investimento finanziario in quel Paese



**Richiami di economia internazionale  
fondamentali per capire la nascita e poi la  
crisi dell'euro**

**Tassi di cambio, tassi di interesse e  
movimenti di capitali**

# Perché si chiede una valuta estera?

- Per acquistare i prodotti/servizi importati
- Per acquistare titoli denominati in valuta estera (investimenti finanziari)
- Nel breve termine il tasso di cambio dipende dalla domanda/offerta di valuta (movimenti finanziari sono molto più grandi dei movimenti dei beni, anche perché i capitali si muovono velocemente)
- Determinanti principali della domanda/offerta di valuta (e quindi dei tassi di cambio a breve/medio termine) sono i movimenti di capitali per l'acquisto di titoli esteri.

## **Perché i capitali si spostano?**

- Sono alla ricerca dei migliori rendimenti e quindi si muovono verso i paesi che offrono rendimenti (tassi di interesse) maggiori
- Quindi, in un mondo a due paesi, A e B, se i tassi di interesse in A sono maggiori i capitali vanno verso A (ipotesi semplificatrice: un solo tasso di interesse in A)

### **Ma questo non è sufficiente**

- Gli investitori non considerano solo il rendimento del capitale, ma anche la variazione attesa nel tempo del valore del capitale

**La variazione attesa nel tempo del valore del capitale investito dipende dal tasso di cambio futuro.**

**Esempio:**

- Capitale di 1000 euro da investire per un anno
- Tasso di interesse Europa 5% => rendimento 50
- Tasso di interesse USA 10% => rendimento 100
- Tasso di cambio oggi 1 euro = 1 dollaro
- Per investire in USA bisogna cambiare oggi gli euro in dollari

## **Che succede dopo un anno?**

- Valore finale dell'investimento in Europa => 1050 euro
- Valore finale dell'investimento in USA => 1100 dollari

## **Ma quanti euro valgono 1100 dollari fra un anno?**

- Dipende dal tasso di cambio futuro!

## **Se ad esempio:**

- tasso di cambio fra un anno 1 euro = 1 dollaro, allora 1100 dollari varranno 1100 euro

**conviene investire in USA**

## **Ma se**

- tasso di cambio fra un anno 1 euro = 2 dollari, allora 1100 dollari varranno 550 euro

**conviene investire in Europa**

## **Infine va considerato il “rischio-paese” relativo all’economia in cui si investe:**

- rischio “default” = che il paese non rimborsi l’investimento
- rischi macroeconomici e politici = vanno a diminuire i valori dei titoli in cui si investe in quel paese (caduta azioni, difficoltà banche, imprese, governi)

Quindi, concludendo:

**Capitali vanno dove “conviene”, tenendo conto di :**

- rendimenti dei titoli (quanto guadagno)
- aspettative sui tassi di cambio (differenza tra tasso di cambio attuale e futuro: quanto vale il mio patrimonio alla fine)
- rischio-paese (il rischio di perdere tutto)

**Quindi, tassi di interesse e tassi di cambio influenzano i movimenti di capitali.**

**Ma i movimenti di capitali influenzano a loro volta i tassi di cambio.**

**Esempio:**

- rendimento Europa = rendimento USA
- rischio-paese Europa = rischio-paese USA

**Ma:**

- tasso di cambio oggi 1 Euro = 1 Dollaro
- tasso di cambio atteso 2 Euro = 1 Dollaro



- Conviene investire in USA, perché il valore del dollaro aumenterà in futuro.
- Ma per investire in USA tutti oggi domandano dollari (e continuano a farlo perché conviene!)
- Questo rafforza il dollaro oggi; e continua a rafforzarlo finché conviene, vale a dire fino a quando:  
tasso di cambio oggi 2 euro = 1 dollaro
- Naturalmente funziona così se il tasso di cambio atteso rimane:  
tasso di cambio atteso 2 euro = 1 dollaro

## **Può succedere che il tasso di cambio atteso resti 2 euro = 1 dollaro**

- Movimenti di capitale lo hanno solo anticipato
- Mercati finanziari restano in equilibrio (è cioè indifferente investire oggi in Europa o USA).
- Mercati sono “razionali”

## **Ma può succedere che cambino le aspettative future:**

- Ci si aspetta dollaro più forte
- Capitali vanno in USA
- Dollaro si è rafforzato
- Ci si aspetta dollaro ancora più forte (muta tasso di cambio atteso), anche perché lo si vede rafforzarsi

## Cioè:

- Aspettative di rafforzamento fanno rafforzare il dollaro (aspettative che si autorealizzano, *self-fulfilling prophecies*)
- Ma rafforzamento dollaro può produrre nuove aspettative
- Mercati finanziari non vanno in equilibrio
- Continua movimento di capitali verso USA finché non si fermano le aspettative
- Mercati sono “irrazionali”

## Quindi:

- Sono decisive, per spiegare i movimenti di capitali e quindi i tassi di cambio, le aspettative
- Le aspettative sul tasso di cambio futuro dipendono dall'inflazione, ma anche da variazioni indotte da altre variabili economiche e politiche, e dal rischio-paese.