

UNIVERSITA' DI BARI
DIPARTIMENTO DI SCIENZE POLITICHE

MODULO 16

L'euro

Lettura obbligatoria: Saraceno, La riconquista

CORSO DI POLITICHE ECONOMICHE EUROPEE

2022-23

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

(7/2/1992, in vigore dal 1/11/1993)

- Banca Centrale Europea
- Criteri di convergenza

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

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 export-oriented; vedi apprezzamento dell'euro)
- 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
- In particolare, conclude che la convenienza ad entrare in un'unione monetaria è tanto maggiore quanto maggiore è il grado di integrazione commerciale già esistente tra i paesi

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 dei paesi che formano l'unione monetaria.

Grado di apertura commerciale:

$$\frac{\text{Esportazioni} + \text{Importazioni}}{\text{PIL}} \quad \%$$

Tanto maggiore è il Grado di apertura, tanto maggiori sono:

- i costi di transazione
- le perdite di efficienza dovute all'incertezza del cambio
- la probabilità che aderendo ad una unione monetaria con prezzi stabili anche nel paese aderente si stabilizzino i prezzi

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

Perché un tasso di cambio flessibile consente di stabilizzare l'economia quando ci sono degli 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) fa ridurre la domanda aggregata di beni francesi ed aumentare la domanda aggregata di beni tedeschi

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

Due possibili meccanismi di aggiustamento automatico delle economie:

- flessibilità del salario: se il salario è flessibile, esso scenderà in Francia (eccesso di offerta di lavoro) e in Germania aumenterà (eccesso di domanda di lavoro); i costi di produzione si riducono in Francia e aumentano in Germania, e ciò comporta un aumento della competitività dei prodotti francesi rispetto a quelli tedeschi

- 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 → i salari si riequilibrano e, di conseguenza, anche i prezzi
- 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 e il lavoro non è mobile tra i paesi, 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

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

Due domande

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

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? Opinioni molto diverse al momento dell'introduzione dell'euro:

- a. 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)

b. 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)

Il tasso di cambio è uno strumento efficace per correggere squilibri dovuti a shock asimmetrici?

- il problema è che non sempre variazioni del tasso nominale di cambio si riflettono in uguali variazioni del tasso reale
- nel lungo periodo è possibile che una svalutazione del tasso di cambio nominale possa lasciare invariato il tasso di cambio reale (a causa dell'inflazione)

L'Unione Europea è un'area valutaria ottimale?

a. **Il grado di apertura commerciale:**

Ci sono ampie differenze nel grado di apertura dei paesi dell'UE ma, in generale, il grado di apertura è relativamente alto.

b. Mobilità del lavoro:

dopo il Mercato Unico ci si attendeva un aumento della mobilità del lavoro. Ciò avrebbe ridotto i costi dell'Unione monetaria (perché i meccanismi di aggiustamento automatico avrebbero reso meno necessario il ricorso allo strumento del tasso di cambio) tuttavia, la mobilità del lavoro è rimasta scarsa anche dopo il 1992.

Vi sono importanti ostacoli alla mobilità fra Stati del lavoro 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)

c. Flessibilità dei salari:

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

Inoltre:

- 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

d. 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.

Differenze più marcate esistono se si guarda non solo alle medie nazionali, ma alle fortissime, persistenti disparità esistenti fra le regioni dell'Unione.

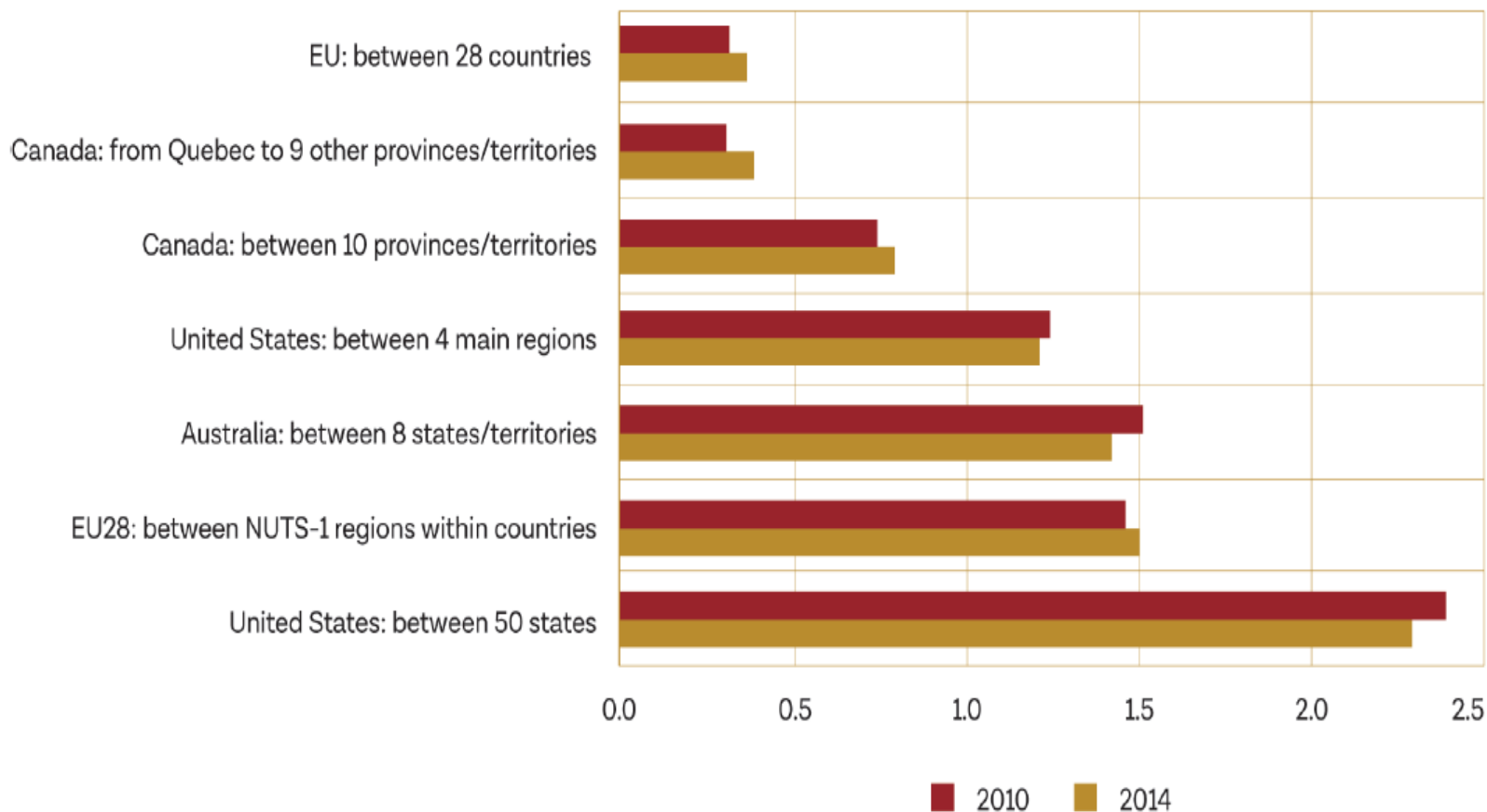
E la moneta unica, eliminando il rischio di cambio, può portare ad ulteriori fenomeni di concentrazione delle attività economiche nelle nazioni/regioni più forti, con un aumento delle differenze strutturali fra nazioni/regioni e quindi con un aumento (e non diminuzione) del rischio di shock asimmetrici.

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.

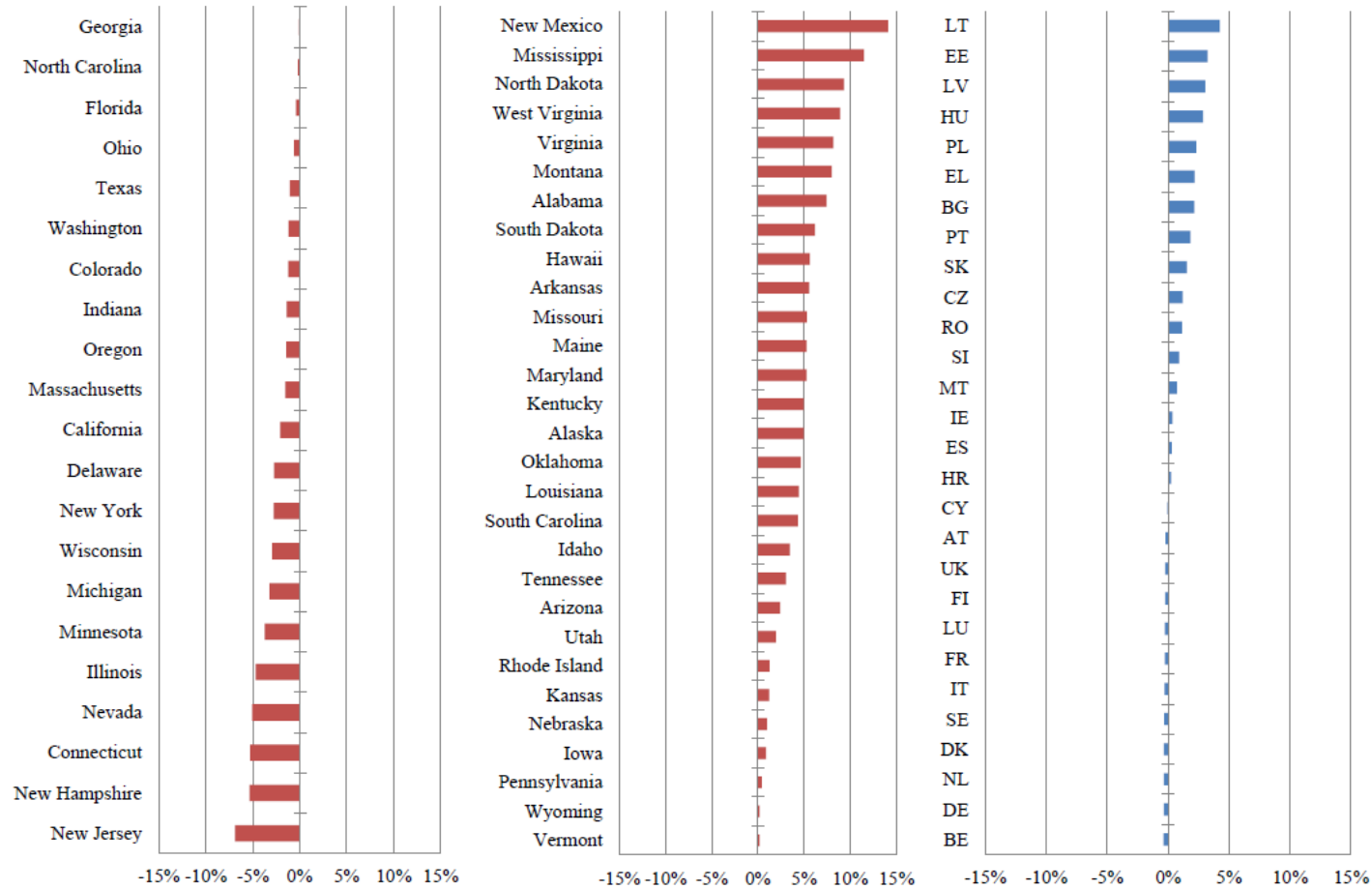
Note: Population mobility for Australia, Canada, and the United States; labor mobility for the European Union.

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 e dei parametri di Maastricht

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: maggiore/minore attrattività dell'investimento finanziario in quel Paese

- Se si volevano mantenere le monete nazionali, occorreva rinunciare ai cambi fissi e rassegnarsi all'instabilità del mercato dei cambi, con i rischi che abbiamo visto prima
- Altrimenti, se si voleva eliminare la strutturale instabilità macroeconomica, occorreva rinunciare alle monete nazionali

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

Perché si chiede una valuta estera?

- Per acquistare i prodotti/servizi importati
- Per acquistare titoli denominati in valuta estera
- 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 $i_A > i_B$, (dove i indica il valore del tasso di interesse) 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 (i)
- aspettative sui tassi di cambio (differenza tra tasso di cambio attuale e futuro)
- rischio-paese

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.