

Economia Europea

Lo SME e l'Euro

Lo SME

- Rapporto Werner (1970): successo del mercato comune suggerisce moneta unica
- Stabilità dei cambi di Bretton Woods rende obiettivo raggiungibile
- Ma: crisi anni '70 fa abbandonare obiettivo

Il collasso del regime di Cambio a tassi fissi

- 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

Il collasso del regime di Cambio a tassi fissi

Fattori che hanno portato al crollo del sistema di cambi fissi:

- Il presidente Johnson finanziò sia il suo programma sociale che la guerra in Vietnam stampando moneta
- Alta inflazione e alta spesa per le importazioni
- L'8 agosto 1971, il presidente Nixon annunciò che il dollaro non sarebbe stato più convertibile in oro
- I paesi si accordarono per rivalutare le proprie valute contro il dollaro
- Il 19 marzo 1972, il Giappone e buona parte dell'Europa decisero per la fluttuazione delle valute
- Nel 1973, Bretton Woods fallisce perché la valuta chiave (il dollaro) è oggetto di un attacco speculativo

1971-73 Serpente nel tunnel

- Tentativo di salvataggio di cambi (quasi) fissi:
Il “serpente nel tunnel”
 - *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

1973-78

- Forti fluttuazioni valute europee:
 - Per inflazione molto diversa fra gli stati membri
 - Per svalutazioni competitive (lira)
- Tensioni mettono a rischio mercato comune

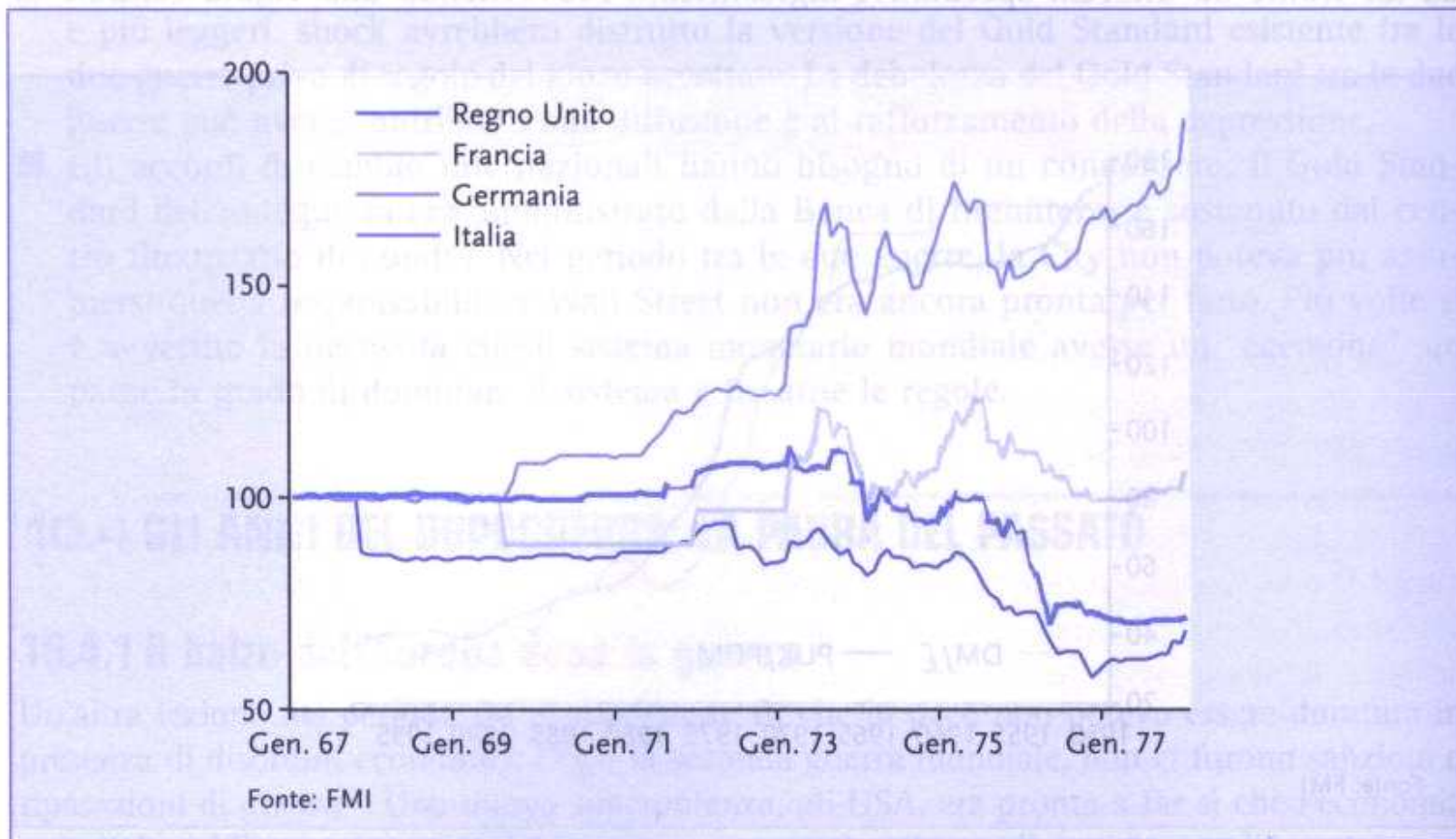


Figura 10.4 I tassi di cambio del dollaro [gennaio 1967-dicembre 1977]

Fonte: Baldwin-Wyplosz, 2004

I tassi di cambio dal 1973

- I tassi di cambio sono stati più volatili per diverse ragioni:
 - Crisi petrolifera -1973
 - Perdita di fiducia nel dollaro - 1977-78
 - Crisi petrolifera – 1979, l'OPEC aumenta il prezzo del petrolio
 - Inatteso incremento del valore del dollaro - 1980-85
 - Rapida diminuzione del valore del dollaro - 1985-87 e1993-95
 - Parziale collasso del Sistema Monetario Europeo - 1992
 - Crisi valutaria asiatica - 1997

I tassi di cambio dal 1973

- Forte aumento della velocità e della dimensione dei movimenti di capitale a breve termine:
 - innovazione tecnologica
 - liberalizzazioni
- Aumenta molto la volatilità di breve termine

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.

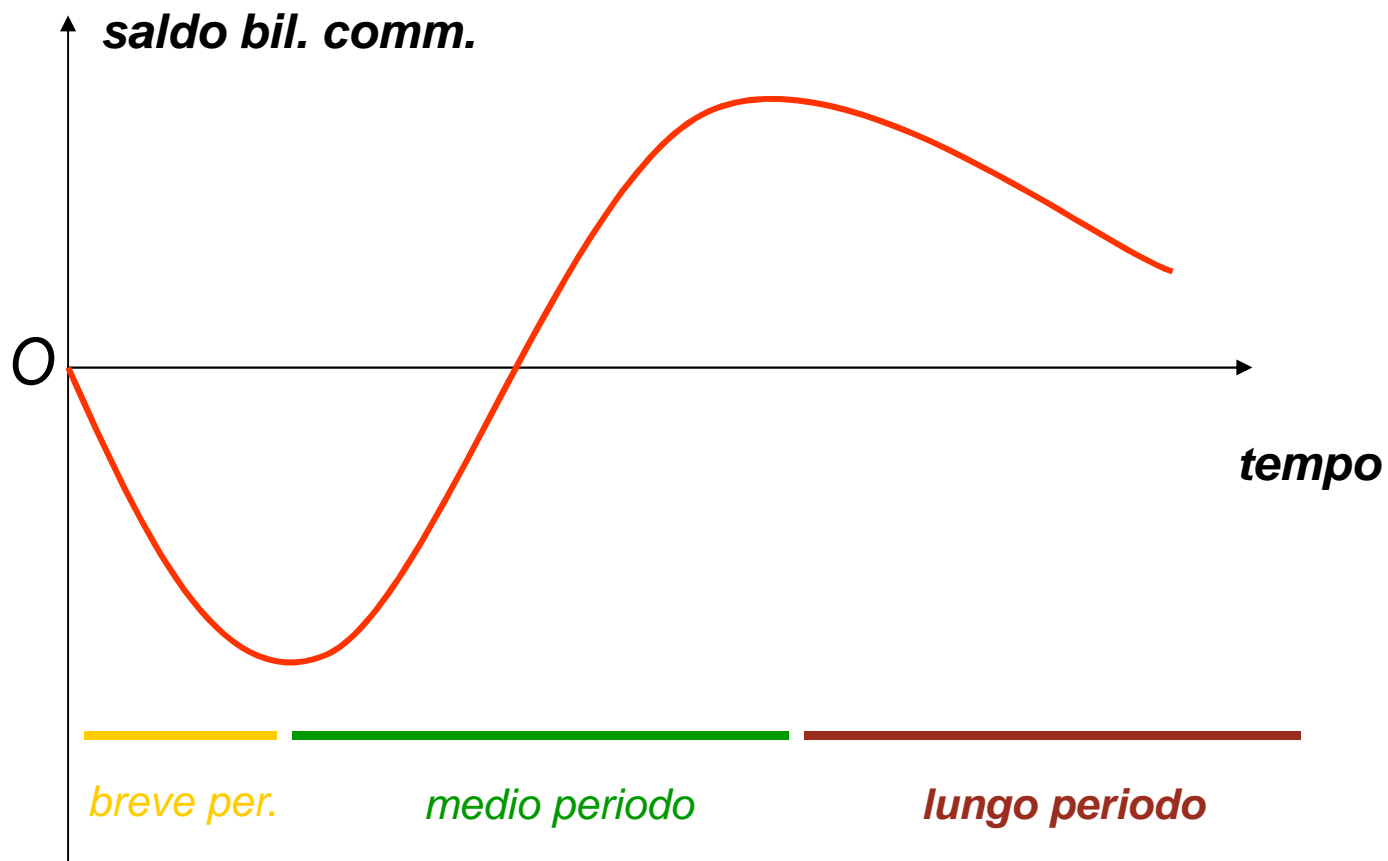
Medio periodo:

- (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

Italia anni '70

- Politica fiscale espansiva (spesa pubblica) e politica monetaria accomodante con forti vincoli al deflusso di capitali.

Svalutazione → **export** → **inflazione**

(circolo vizioso).

1978 Nasce lo SME

- Abbandonato qualsiasi ancoraggio al dollaro
- Accordo simmetrico senza valuta centrale
- Cambio flessibile ma con bande di oscillazione
- Quattro elementi centrali

- 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.

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 esclusivo tassi di cambio)
- Qualsiasi variazione delle parità centrali 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: 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
- Olanda fissa irrevocabilmente cambio con marco e abbandona politica monetaria autonoma
- 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

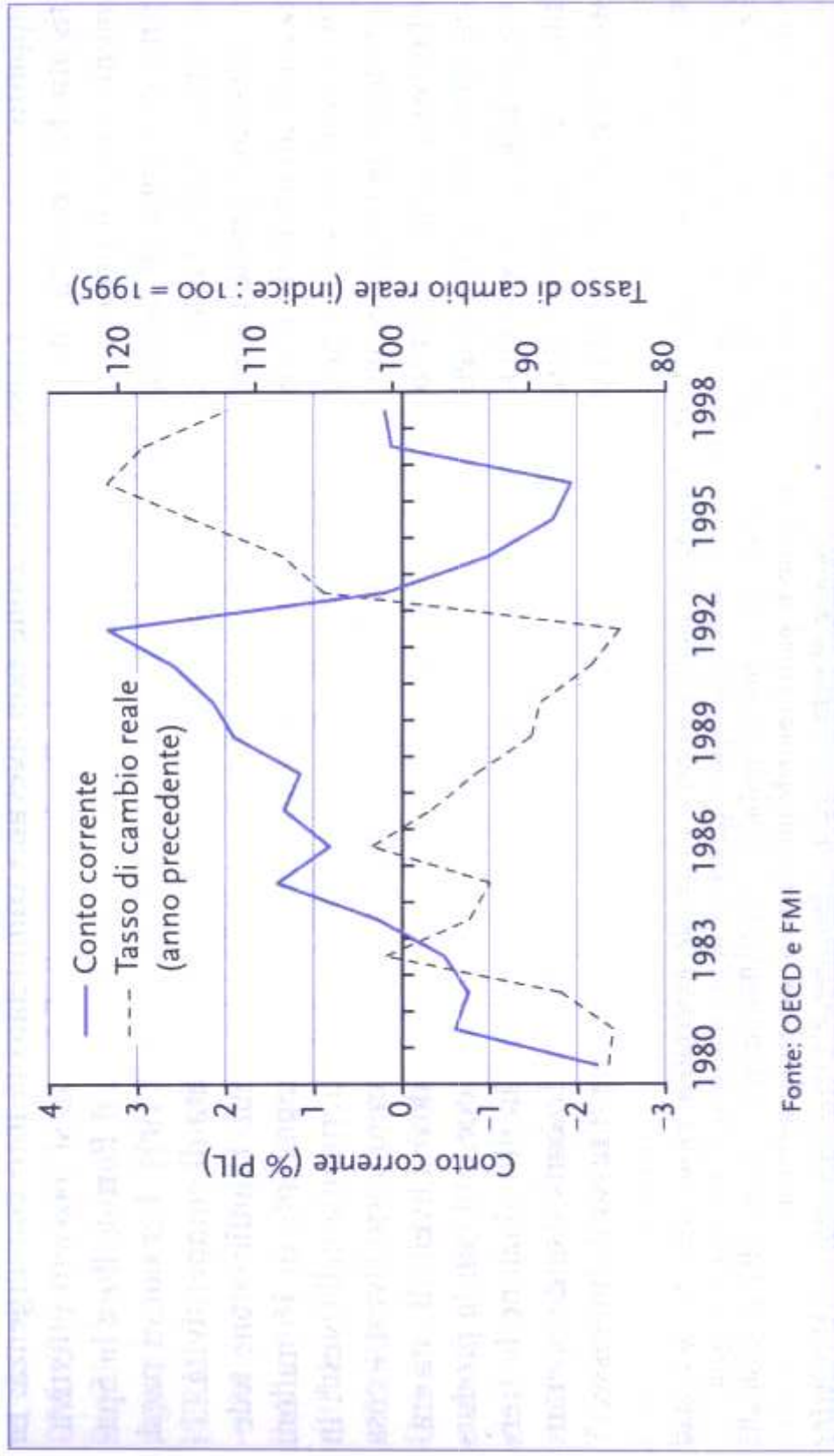
- Paesi con bassa inflazione tendono a rallentare/posporre riallineamenti per godere di vantaggio competitivo nel cambio reale
- Paesi con alta inflazione recuperano differenziale solo con riallineamento, ma fino al successivo riallineamento
- Riallineamenti facilmente prevedibili rendevano più facile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

- Ma la convergenza dell'inflazione non è completa, e la mancanza di riallineamenti toglie competitività ai paesi con inflazione più alta

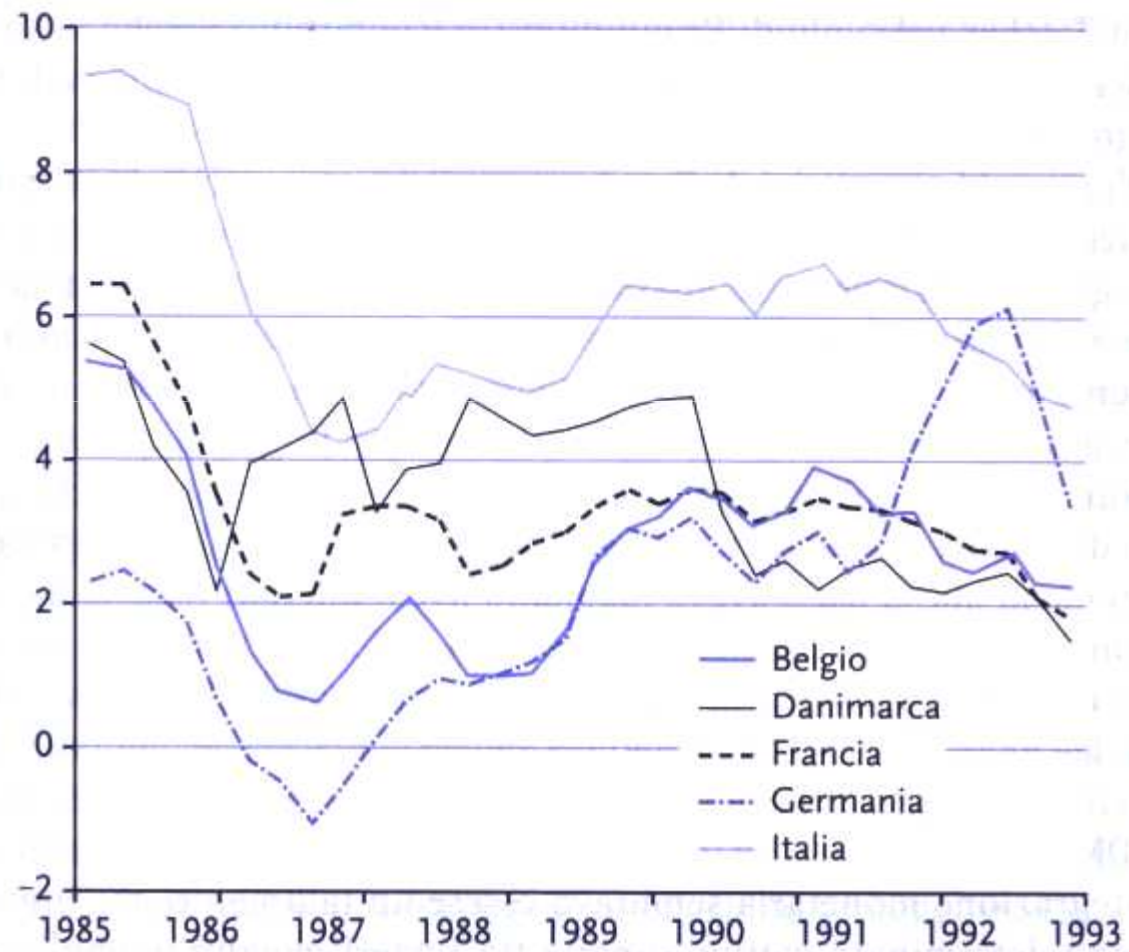
N.B.: nella figura successiva le indicazioni (conto corrente/tasso di cambio reale) sono invertite



Fonte: OECD e FMI

Figura 12.2 L'Italia nello SME

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



Fonte: FMI

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

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

Crisi dell'Italia, 1992

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

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 e si svaluta (aumenta export ma anche inflazione e tassi di interesse)
- Rientrerà nello SME nel 1996

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.

1993-99 e dal 1999 in poi

- Vigé 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

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

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

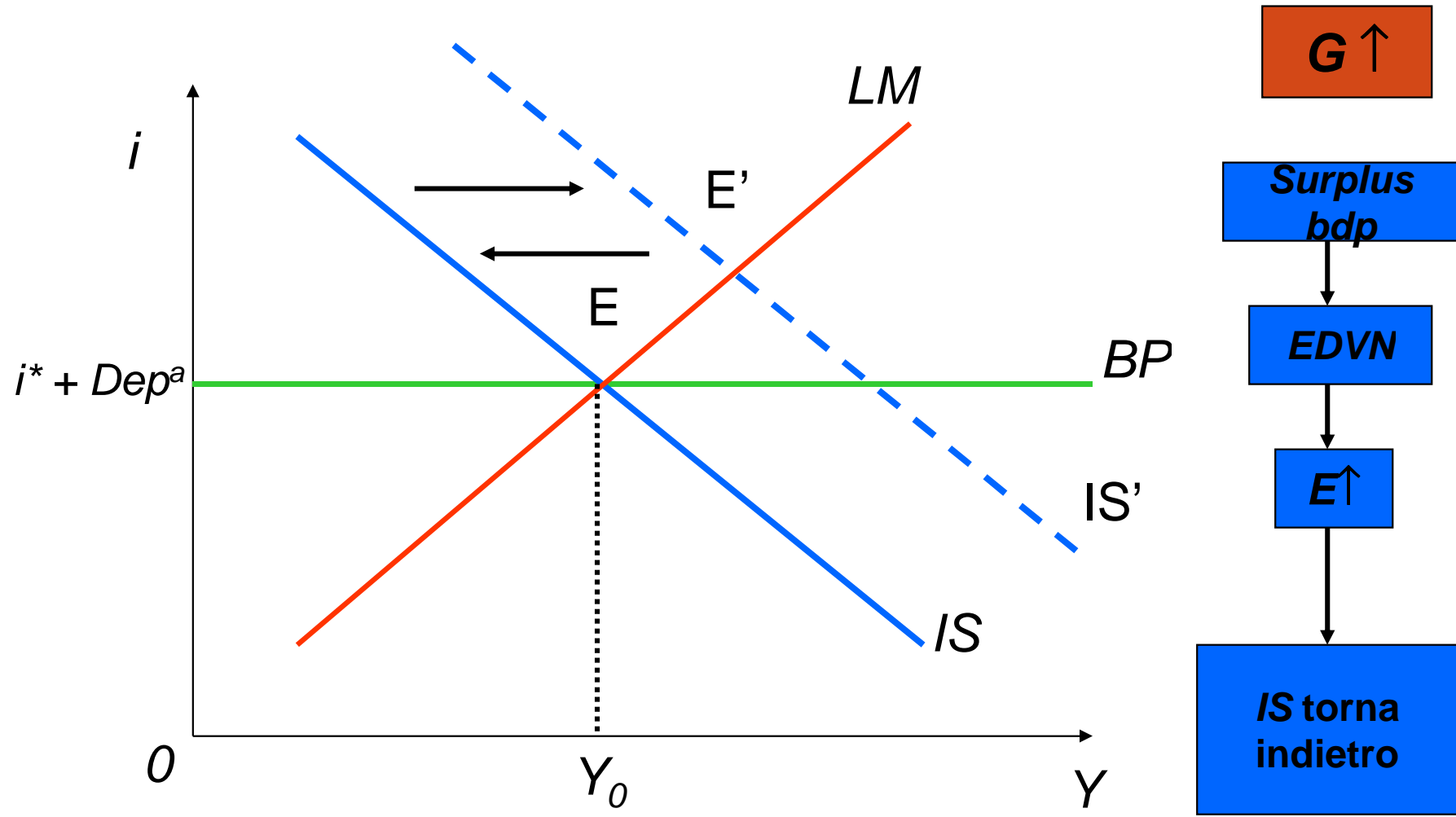
- Quanto sono efficaci le politiche economiche interne?
- Dipende anche da regime dei tassi di cambio.
- Ipotesi: perfetta mobilità dei capitali.

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

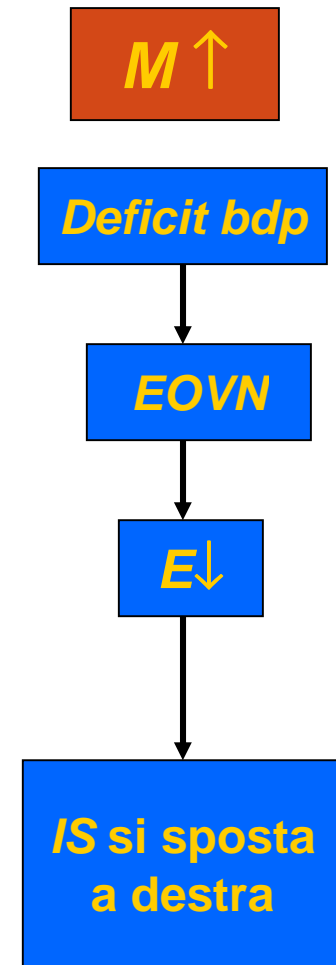
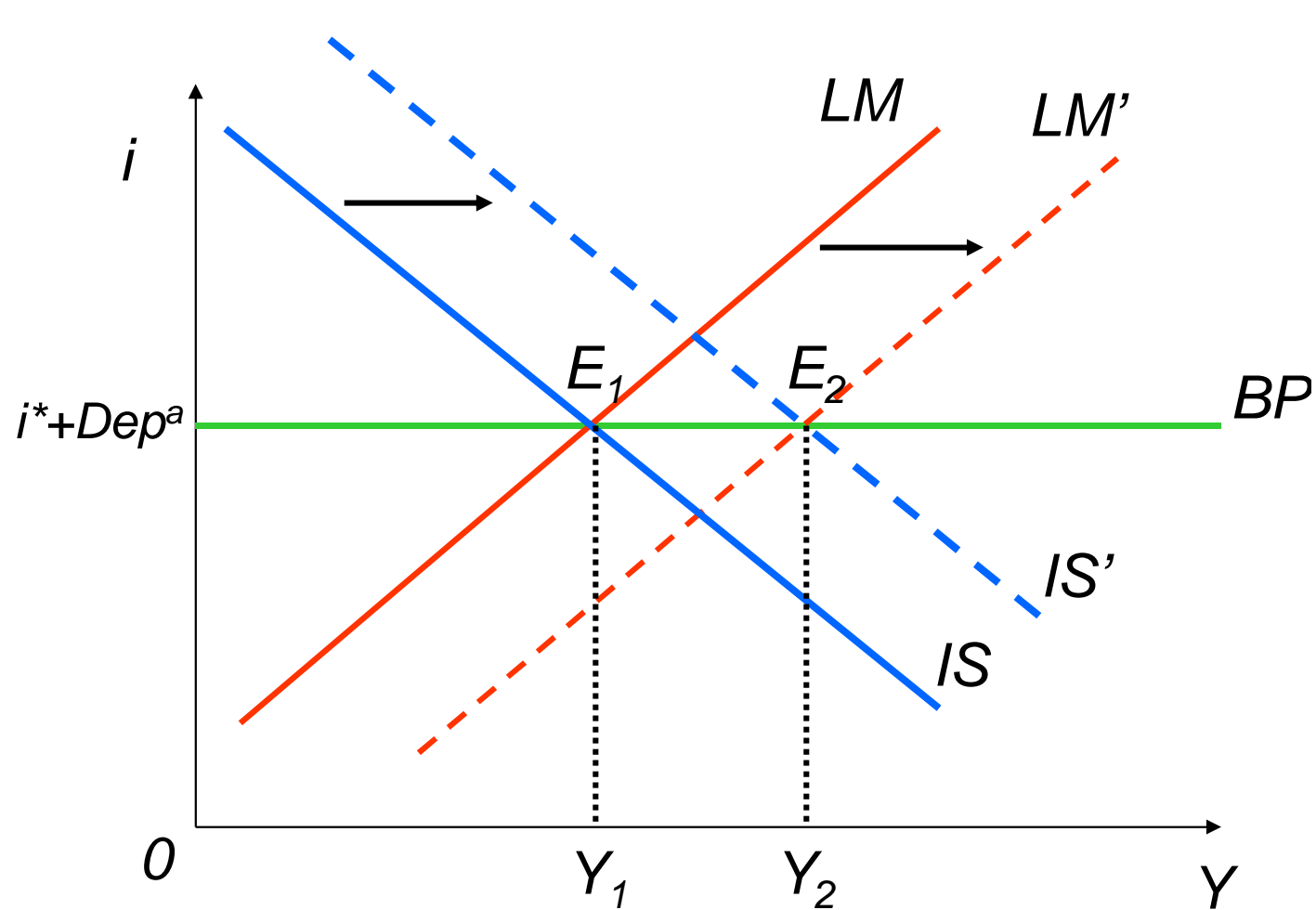
Si creano deficit gemelli (*twin deficits*).

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

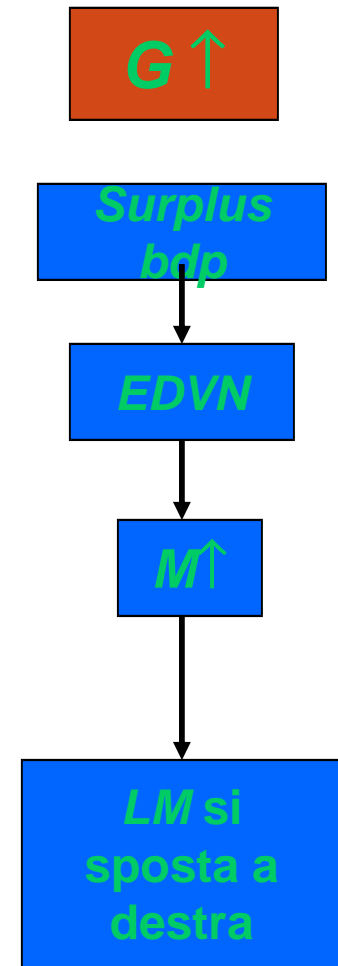
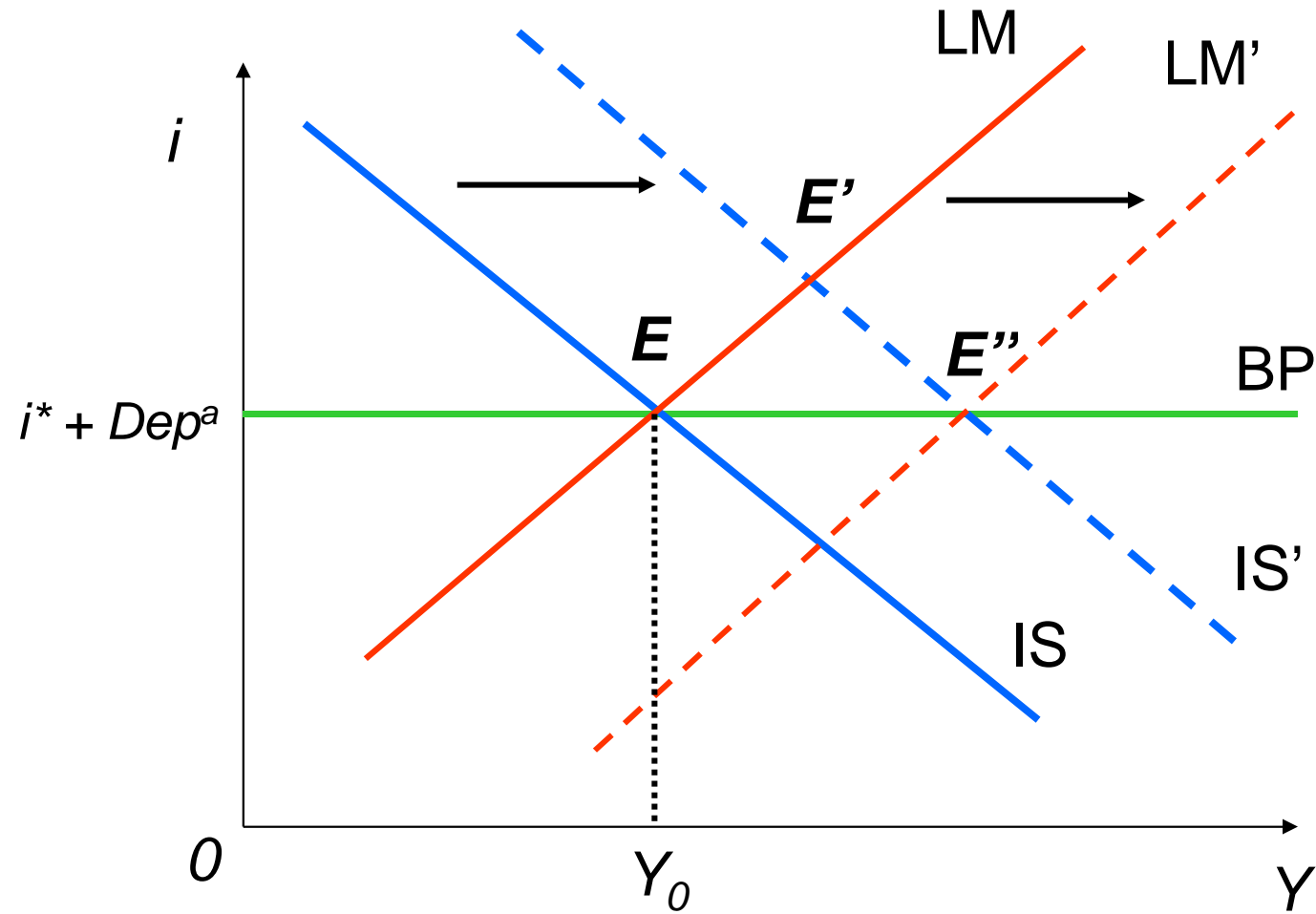
- Banca Centrale stabilisce tasso di cambio;
- Qualsiasi eccesso di domanda o offerta di valuta nazionale (estera) al tasso di cambio fissato è compensato con una variazione automatica delle riserve ufficiali.

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.

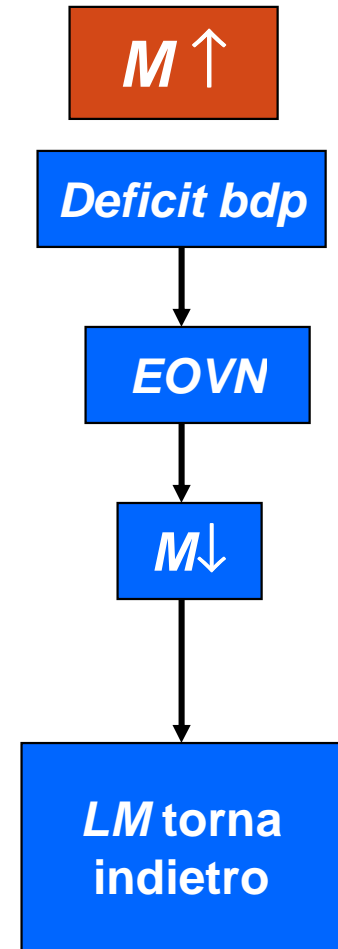
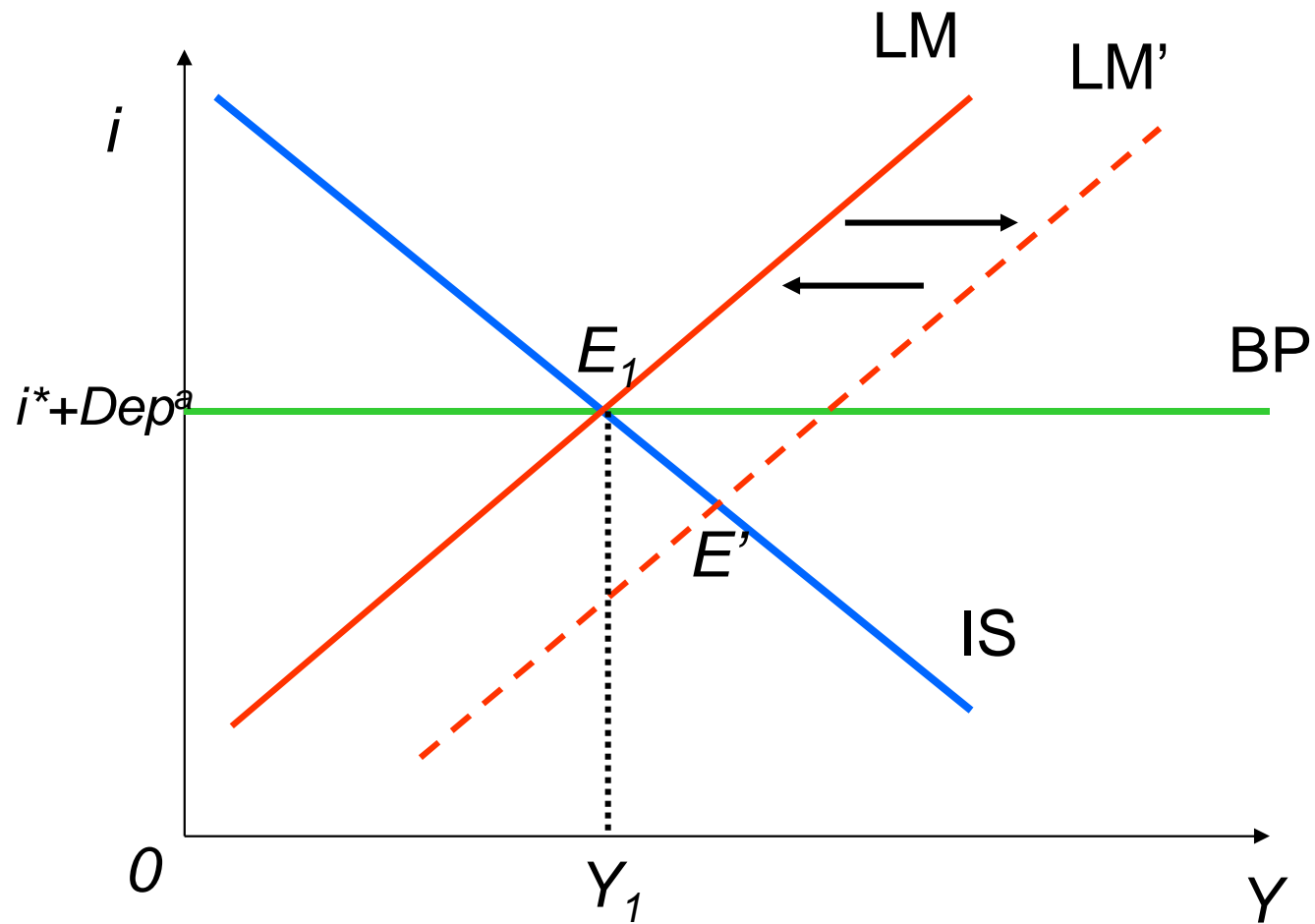
Problema! Aumento dell'offerta di moneta può provocare inflazione.

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

L'Unione Europea

- **UNIONE DOGANALE** (dal 1957): area di libero scambio di beni e servizi e adozione di una tariffa commerciale comune verso i paesi terzi
- **UNIONE ECONOMICA** (dal 1993): libertà di circolazione dei fattori produttivi (capitale e lavoro)
- **UNIONE MONETARIA** (dal 1999): abbandono delle monete (e politiche monetarie) nazionali, e adozione dell'euro, sotto la politica monetaria comune della BCE

Il Trattato di Maastricht (1992)

- Avvia l'Unione economica e monetaria (UEM)
- Costituzione *dell'Istituto monetario europeo* nel 1994 per coordinare le politiche monetarie degli stati membri
- Introduzione dell'EURO come moneta comune (dal 1996 al 2001)
- La politica monetaria viene affidata al SEBC formato dalle banche centrali nazionali e dalla Banca centrale Europea che dovrà assicurare la stabilità dei prezzi

- Il Trattato di Maastricht, e l'euro, scaturiscono principalmente da una decisione politica
- Il tema viene all'ordine del giorno nell'aprile 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 e Genscher (contro l'opinione di 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 tedesca a patto di un forte ancoraggio della Germania in Euro, suggellato dalla moneta unica.

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, a 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

- Importanza politica della clausola di opt-out
- adoperata subito da gran Bretagna
- poi da Danimarca (per referendum) e Svezia

I Tre Elementi Fondamentali dell'UEM

- a) La stabilità dei prezzi è l'obiettivo principale della politica monetaria
- b) Banca centrale europea è pienamente indipendente
- c) Il carattere costituzionale dello statuto della Banca centrale e della moneta

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

Il Sistema

- BCE: Comitato Esecutivo di 6 membri che non rappresentano i paesi (tra cui un Presidente), nominati per otto anni + Consiglio Direttivo con Governatori nazionali.
- Comitato Esecutivo governa euro.
- Consiglio Direttivo prende decisioni.

- 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)

- 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

Che significa “stabilità dei prezzi”?

- Per BCE è 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.

Perché una moneta unica?

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 90, 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

- Si decise di adottare un sistema di cambi fissi. I due tentativi precedenti in questo senso furono *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 in un paese aderente ad un accordo di cambi fissi *l'inflazione* è strutturalmente più alta rispetto a quella degli altri paesi, la valuta nazionale si svaluterà (il tasso di cambio scende) perché i propri beni, costando di più, verranno acquistati di meno.
- Allo stesso modo, se *il tasso di interesse* è più alto, ci sarà uno spostamento dei capitali finanziari verso quel Paese in quanto il rendimento è più alto, e la valuta nazionale tenderà a rivalutarsi (il tasso di cambio sale).

- Bretton Woods fallì perché l'alta inflazione americana (causata dalla guerra in Vietnam)
- Lo SME fallì perché alcuni paesi (Italia e Gran Bretagna) non erano in grado di “accettare” la bassa inflazione tedesca, a causa di strutturale non-competitività (costi eccessivi, scala mobile)

Un accordo a cambi fissi e' sostenibile solo se implica una convergenza di altre variabili macroeconomiche (*tassi di interesse e inflazione*).

- La piena libertà di circolazione dei capitali (caratteristica del mercato unico / Unione Economica) fa sì che i capitali finanziari siano continuamente alla ricerca del rendimento più elevato, e si spostano di conseguenza
- E spostandosi, creano pressioni sul valore delle monete nazionali (cioè sulle parità centrali)

- 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

Ma di cosa c'è bisogno per poter usare tutti la stessa moneta?

- Occorre la convergenza di alcune variabili macroeconomiche
- Nascono i **PARAMETRI DI MAASTRICHT**

Nascita di parametri quantitativi non è ovvia!

- Rapporto Delors (1989), che prepara euro, non prevede parametri quantitativi
- Vengono fissati nel 1991 per insistenza di Germania (su pressione Bundesbank) e Olanda
- Ancora a fine giugno 1991 non ci sono parametri quantitativi

In particolare parametro sul deficit non è ovvio:

- Non tiene conto del ciclo economico (deficit peggiora automaticamente in recessione): viene respinta proposta di Francia e Italia
- Può essere controproducente, in mancanza di un sistema federale di stabilizzazione del reddito (bilancio comunitario), come si vedrà dal 2009 in poi

Padoa Schioppa:

“l’esperienza storica mostrava che il disavanzo di un paese poteva ben crescere ben al di sopra del 3% durante periodi di recessione senza necessariamente minare la stabilità monetaria”.

Punto di fondo!

- L'Europa si affida a regole automatiche quantitative perché non ha unione politica che riesce a definire regole discrezionali (ben più sagge) di fronte alle diverse situazioni.

L'adesione all'euro è volontaria, ma è possibile per gli Stati Membri solo se vi è il rispetto di 5 criteri "di convergenza".

Vediamone la logica allora prevalente.

Regole per *costruire* l'euro: i parametri di Maastricht

Per poter essere ammesso nell'euro, un paese doveva (e deve) rispettare i seguenti criteri di convergenza:

- 1) Tasso di cambio stabile negli ultimi due anni
- 2) Tasso di inflazione simile a quello dei paesi membri
- 3) Tasso di interesse simile a quello dei paesi membri

Perché questi tre criteri?

Perché sono i tre “prezzi” della moneta: a cosa rinuncio per averla in tasca?

- 1) Al rendimento che otterrei investendola nei mercati finanziari. **Tasso di interesse:** prezzo della moneta nei confronti di se stessa
- 2) A poter comprarci qualcosa di reale. **Tasso di inflazione:** prezzo della moneta nei confronti dei beni e servizi
- 3) Ad avere un'altra valuta in tasca. **Tasso di cambio:** prezzo della moneta nei confronti di quelle estere

Sono tutte facce di una stessa medaglia: regolarne una implica la regolazione delle altre due.

Il quarto parametro di Maastricht: convergenza di deficit e debito

- Rapporto deficit/Pil = 3%
- Rapporto debito/Pil = 60%

Ora ci chiediamo:

- Che c'entrano le regole fiscali per poter costruire la moneta unica?
- Perché sono stati scelti quei particolari numeri e non altri?

Due preoccupazioni (Padoa Schioppa):

“politiche fiscali divergenti possono generare contrasti di preferenze circa l’orientamento della politica monetaria dell’Unione.

I paesi finanziariamente più deboli potrebbero volere una politica monetaria permissiva per facilitare il finanziamento del loro deficit di bilancio e/o ridurre il peso del debito”.

“Conflitti ancora più gravi possono emergere in materia di distribuzione del credito e delle risorse reali: alcuni paesi potrebbero temere che il ruolo e le funzioni attribuite alla BCE possano comportare, di fatto, un obbligo al sostegno finanziario - o addirittura al salvataggio - dei paesi che si trovino in serie difficoltà”.

Perché servono?

Sul debito:

- Eccessivo debito pubblico provoca pressioni al rialzo su:
 - a) Tasso di interesse: il governo deve prendere a prestito per finanziare il suo debito e spinge verso l'alto i tassi di interesse
 - b) Tasso di inflazione: un governo molto indebitato ha incentivo a NON combattere l'inflazione, perché essa diminuisce il valore reale dei debiti, favorendo chi è indebitato

Perché servono?

Sul deficit:

- a) Perché, l'unico modo concreto per controllare il debito è mettere un freno al deficit
- b) Di per sé, un aumento del deficit crea pressioni al rialzo su tasso di interesse e tasso di inflazione

Perché quei numeri?

Deficit/Pil, debito/Pil e....Pil sono legati da una formula:

$$d_t = \frac{g}{1 + g} b_t$$

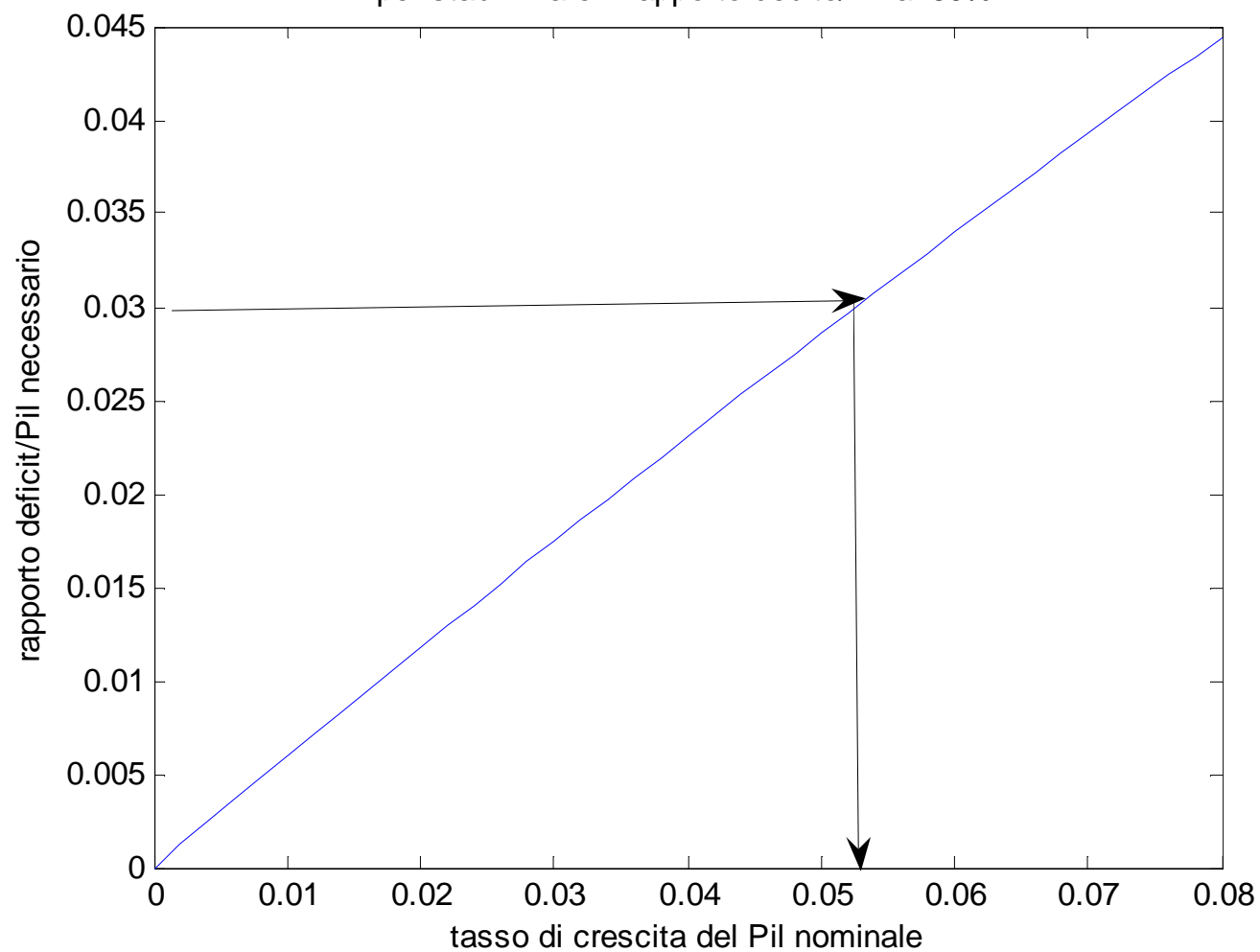
Fissiamo di volta in volta l'obiettivo di uno di questi tre:

1. b_t : il rapporto debito/Pil
2. g : il tasso di crescita del Pil nominale
3. d_t : il rapporto deficit/Pil

e vediamo in che relazione devono essere gli altri due, al fine di raggiungere l'obiettivo.

Debito/PIL= 0.60 (=60%)

per stabilizzare il rapporto debito/Pil al 60%



- Un rapporto deficit / Pil al 3% raggiunge l'obiettivo di stabilizzare il rapporto debito/Pil al 60% (valore medio dell'UEM) **solo se il Pil nominale cresce al 5,26%.**
- Tasso di crescita reale = tasso di crescita nominale *meno* inflazione
- Se inflazione è al 2% (obiettivo BCE)

Maastricht si basava su una crescita reale superiore al 3% annuo.

**Il “numero magico” (3% del rapporto deficit/Pil)
viene perciò:**

- Dall’aver scelto come target del rapporto debito/Pil il valore medio dei paesi UEM (=60%)
- Dall’aver scommesso su una crescita economica robusta, in modo forse esageratamente ottimistico

	TASSO DI		INDEBITAMENTO			DEBITO DELLA			TASSI DI			
	INFLAZIONE		NETTO DELLA			P.A. IN % DEL PIL			INTERESSE A			
			P.A. IN % DEL PIL						LUNGO TERMINE			
	1996	1997	1998	1996	1997	1998	1996	1997	1998	1996	1997	1998
Austria	1,8	1,2	1,5	4,0	2,5	2,6	69,5	66,1	66,0	6,3	5,7	5,1
Belgio	1,8	1,5	1,7	3,2	2,1	1,7	126,9	122,2	119,0	6,5	5,8	5,2
Danimarca	1,9	2,0	2,5	0,7	-0,7	-1,4	70,6	65,1	63,0	7,2	6,3	5,4
Finlandia	1,1	1,2	2,0	3,3	0,9	0,1	57,6	55,8	58,0	7,1	6,0	5,2
Francia	2,1	1,3	1,2	4,1	3,0	3,0	55,7	58,0	58,0	6,3	5,6	5,1
Germania	1,2	1,5	1,5	3,4	2,7	2,5	60,4	61,3	61,0	6,2	5,6	5,0
Grecia	7,9	5,4	2,5	7,5	4,0	2,4	111,6	108,7	106,0	14,4	9,9	11,0
Irlanda	2,2	1,2	2,0	0,4	-0,9	-0,5	72,7	66,3	64,0	7,3	6,3	5,3
Italia	4,0	1,9	1,8	6,7	2,7	2,6	124,0	121,6	118,2	9,4	6,9	5,4
Lussemburgo	1,2	1,4	1,4	-2,5	-1,7	-1,0	6,6	6,7	7,1	6,3	5,6	5,1
Olanda	1,4	1,9	2,3	2,3	1,4	1,7	77,2	72,1	70,0	6,2	5,6	5,0
Portogallo	2,9	1,9	2,0	3,2	2,5	2,5	65,0	62,0	63,0	8,6	6,4	5,4
Regno Unito	2,5	1,9	2,5	4,8	1,9	0,8	54,7	53,4	51,0	7,9	7,1	6,1
Spagna	3,6	1,9	2,0	4,6	2,6	2,4	70,1	68,8	67,0	8,7	6,4	5,3
Svezia	0,8	1,9	1,7	3,5	0,8	-0,6	76,7	76,6	74,0	8,0	6,6	5,6
Criteri di												
convergenza	2,6	2,7	2,9	3,0	3,0	3,0	60,0	60,0	60,0	9,1	8,0	7,1

1998

Ultime decisioni politiche

- Kohl rifiuta rinvio delle date
- Criterio del debito viene interpretato con flessibilità (tendenza verso il 60%) per adesione Italia (e poi, successivamente, della Grecia)

L'Italia e i parametri (1)

- L'inflazione è sufficientemente contenuta, e questo poi consente all'Italia di rientrare nello SME (1997) appena in tempo per rispettare il criterio del cambio.
- Si fissa il cambio a 1936 lire per euro.
- L'Italia ha altissimo debito. Il deficit è molto alto anche perché l'alto debito comporta il pagamento di ingenti interessi.

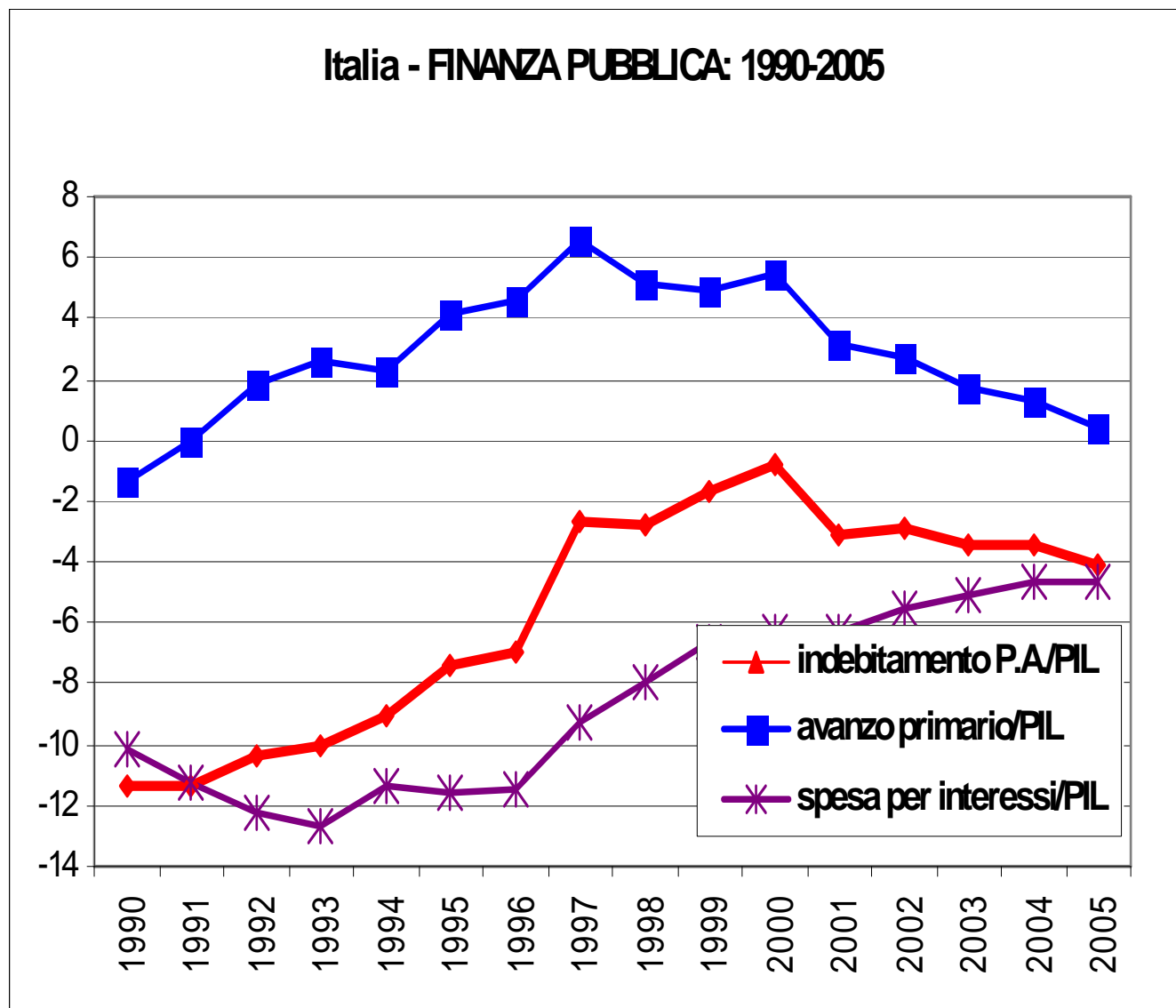
L'Italia e i parametri (2)

- Per rispettare i parametri di Maastricht, e in particolare quello sul deficit, vengono compiute manovre straordinarie per aumentare l'avanzo primario dello Stato (cioè al netto degli interessi), pagare gli interessi e ridurre il deficit.
- La manovra riesce. Si rispetta il 3% nel 1997-98. Il criterio del debito? L'Italia (e altri) non viene obbligata a portare il debito sotto il 60% (cosa del tutto impossibile) ma a ridurlo verso il 60%.

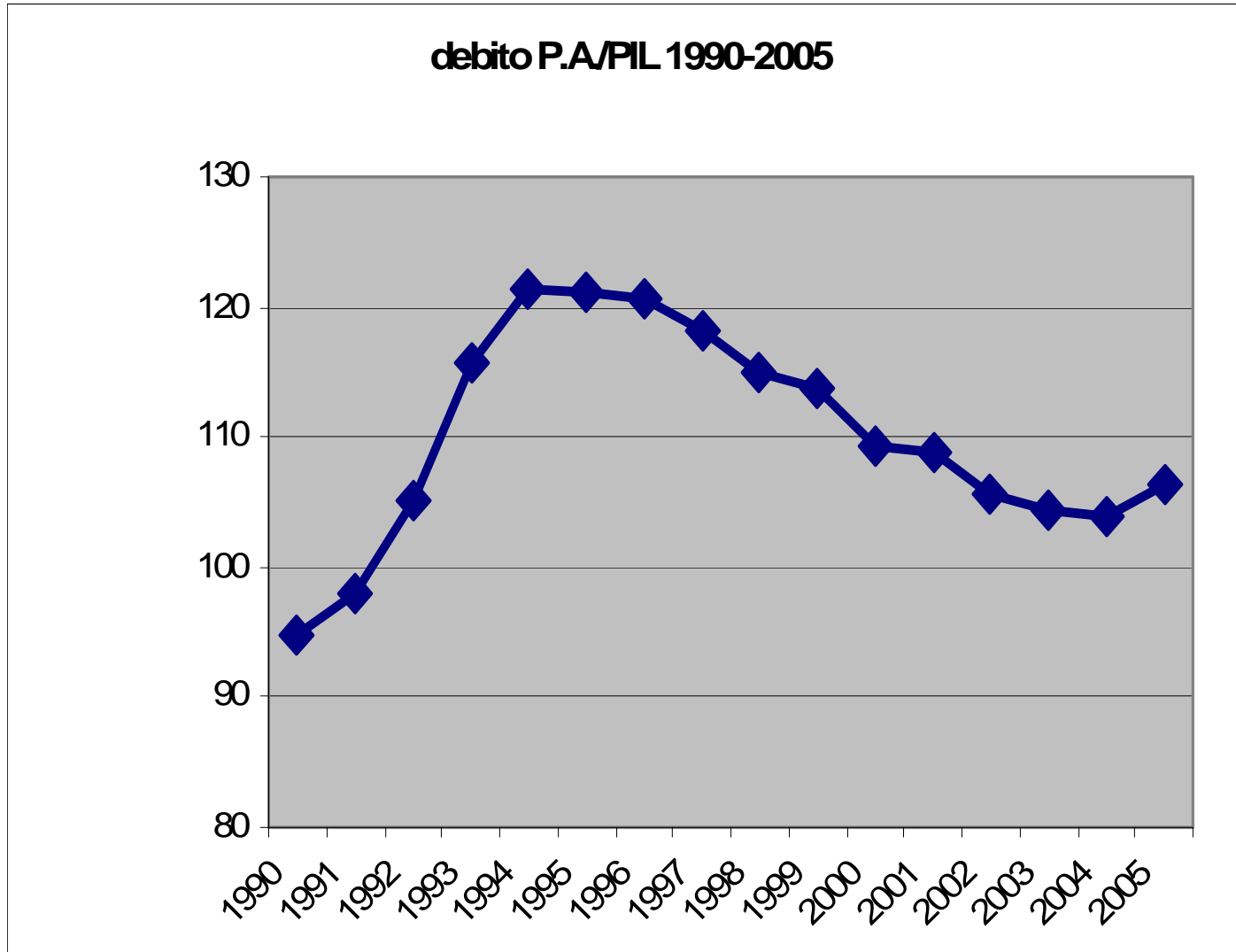
L'Italia e i parametri (3)

- La manovra italiana provoca l'effetto contrario a quello del 1992. Mercati “credono” alle possibilità che l'Italia adotti l'euro (Prodi+Ciampi, politiche credibili). Si riducono, conseguentemente, le aspettative di deprezzamento della lira; questo rende possibile ridurre i tassi di interesse.
- Ma la riduzione dei tassi di interesse aiuta il raggiungimento dell'obiettivo del deficit pubblico, perché riducendo i tassi si riduce il valore degli interessi passivi che il Governo italiano deve pagare.

ITALIA – FINANZA PUBBLICA 1990 -2005: Indebitamento, spesa per interessi, Avanzo primario



ITALIA- Debito PA/ PIL- 1990-2005



Benefici dell'adesione (il “dividendo di Maastricht”)

- L'adozione della moneta unica annulla il rischio di cambio. Il differenziale fra i tassi di interesse italiani e quelli tedeschi si riduce (non ha più motivo di esistere, apparentemente...)
- I tassi si riducono molto in Italia: questo aiuta moltissimo finanza pubblica e riduce debito

Con l'euro l'Italia scambia:

- Autonomia (perde la politica monetaria, deve rigidamente controllare l'inflazione, ha vincoli per la politica fiscale)
- Con stabilità (ha cambio fisso con partner europei, assenza di rischi di cambio, tassi di interesse molto bassi)

Con l'euro, l'Italia (e gli altri partner europei) adotta il “modello tedesco” di politica di cambio (marco forte e stabile) e politica economica (ferreo contro dell'inflazione, controllo del deficit pubblico) del Dopoguerra.

È cambiamento epocale

- Si rinuncia a svalutazioni competitive verso i partner euro
- Si ha cambio molto più forte (rispetto alla lira) verso i partner non-euro (dollaro *in primis*)
- Si deve rigidamente controllare l'inflazione