



# Euro ed Europa

Andrea Boitani

WEBINAR  
17 Febbraio 2015

Perché una unione monetaria

# Obiettivi

Una politica monetaria comune per sottrarre l'Europa dal giogo della politica monetaria tedesca;

Una banca centrale sul modello della Deutsche Bundesbank con una forte credibilità di durezza nei confronti dell'inflazione;

Politiche di bilancio esplicitamente vincolate a evitare disavanzi e debiti eccessivi

## Benefici attesi

Riduzione dei costi di transazione, spinta alla concorrenza (costi connessi al cambio/valute stimato in 13-20 Milioni di € nel 1990);

Costi uniformi dei trasferimenti bancari transfrontalieri;

Scompare il rischio di cambio e quindi sono favoriti i flussi finanziari;

Trasparenza dei prezzi;

# La trasparenza dei prezzi relativi

$$\varepsilon = e \frac{P_I}{P_G}$$

Il tasso di cambio reale, cioè l'indice più utilizzato di competitività dipende dal tasso di cambio nominale ( $e$ ) e dai prezzi relativi espressi nelle valute nazionali

$$\hat{\varepsilon} = \hat{e} + \pi_I - \pi_G$$

Una competitività costante richiede che la variazione del tasso di cambio nominale ( $\hat{e}$ ) compensi il differenziale di inflazione

$$\varepsilon = \frac{P_I}{P_G}$$

**In unione monetaria il prezzo relativo è misurabile direttamente e senza incertezze, essendo i prezzi nazionali espressi nella stessa valuta**


$$\hat{\varepsilon} = \pi_I - \pi_G$$

**La variazione di competitività è misurata direttamente dal differenziale di inflazione**

---

Memo: il tasso di cambio nominale  $e$  ci dice quante unità di valuta estera ( $G$ ) sono necessarie per una unità di valuta interna ( $I$ ). Con  $\pi$  indichiamo il tasso di inflazione percentuale annuo. Le variabili con il cappello sono tassi di variazione percentuali.

# L'incertezza sui tassi di cambio limita le transazioni finanziarie

£ 1.000.000      Tasso di cambio: E=800 £ per 1 DM            DM 1.250

**Tasso di interesse Italia: 5%**

**Tasso di interesse Germania: 3%**

dove è più conveniente impiegare i propri soldi?

dipende da come varia il tasso di cambio

Se E rimane costante, dobbiamo confrontare

£ 1.000.000(1+5%)=1.050.000

(dopo un anno)

con DM 1.250(1+3%)=1.287,5

(dopo un anno)

**Più conveniente investire in Italia**  **£ 1.030.000** 

Se E si deprezza da E=800 a E=820

 **£ 1.055.750**

**Più conveniente investire in Germania** 

Memo: la parità scoperta dei tassi di interesse come condizione di non arbitraggio sui mercati finanziari internazionali

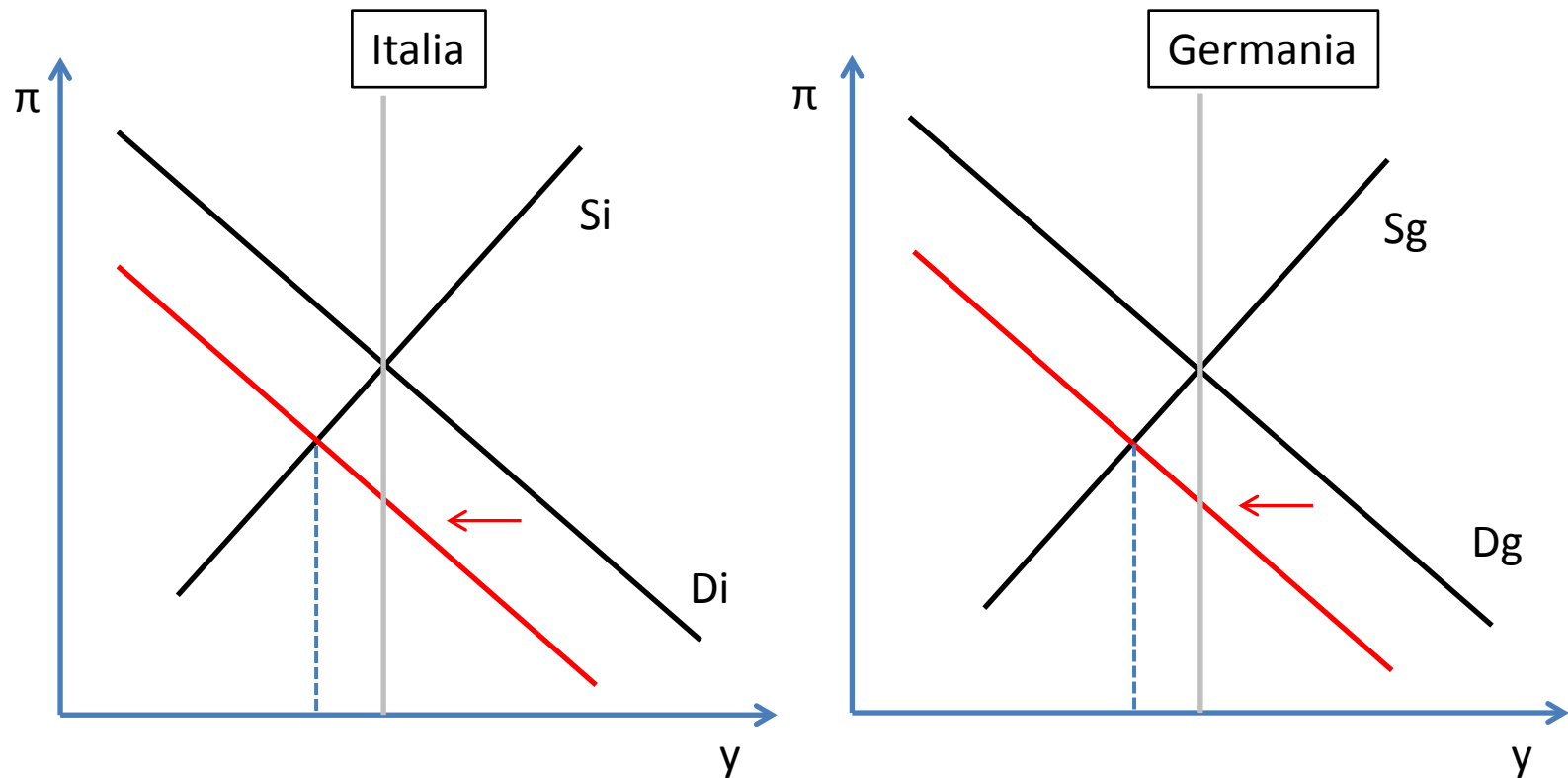
$$i_I = i_G + \hat{E} - \alpha$$

# Le economie più aperte hanno i maggiori benefici da una unione monetaria

<b>Esportazioni intra-UE dei paesi UE (% PIL), 2012</b>			
<b>Slovacchia</b>	<b>71,6</b>	<b>Germania</b>	<b>24,9</b>
<b>Ungheria</b>	<b>67,2</b>	<b>Danimarca</b>	<b>22</b>
<b>Repubblica Ceca</b>	<b>65,8</b>	<b>Portogallo</b>	<b>19,5</b>
<b>Belgio/Lussemburgo</b>	<b>62,5</b>	<b>Svezia</b>	<b>19,1</b>
<b>Olanda</b>	<b>61,4</b>	<b>Malta</b>	<b>17,3</b>
<b>Slovenia</b>	<b>52,7</b>	<b>Finlandia</b>	<b>16</b>
<b>Estonia</b>	<b>49,5</b>	<b>Italia</b>	<b>13,7</b>
<b>Lituania</b>	<b>42,6</b>	<b>Spagna</b>	<b>13,5</b>
<b>Irlanda</b>	<b>34</b>	<b>Francia</b>	<b>12,4</b>
<b>Lettonia</b>	<b>31,8</b>	<b>Regno Unito</b>	<b>10,8</b>
<b>Austria</b>	<b>30,4</b>	<b>Grecia</b>	<b>6</b>
<b>Polonia</b>	<b>28,5</b>	<b>Cipro</b>	<b>5,1</b>
<b>Fonte: Commissione Europea</b>			

# L'unione monetaria e gli shock teoria

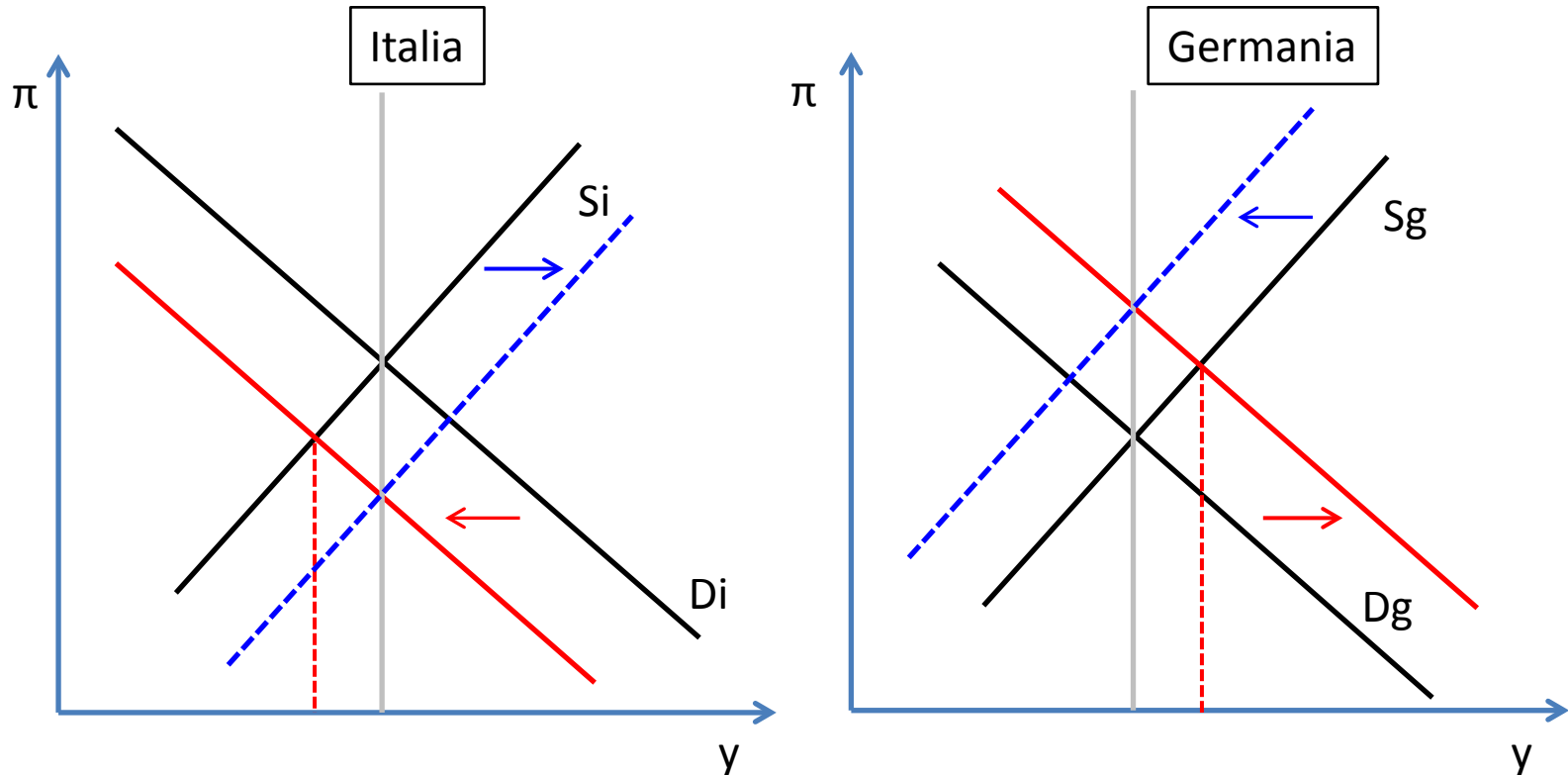
# Unione monetaria: shock simmetrici



In linea di principio, la BCE è in grado di ridurre il tasso di interesse in modo da far tornare la domanda aggregata al livello del PIL potenziale

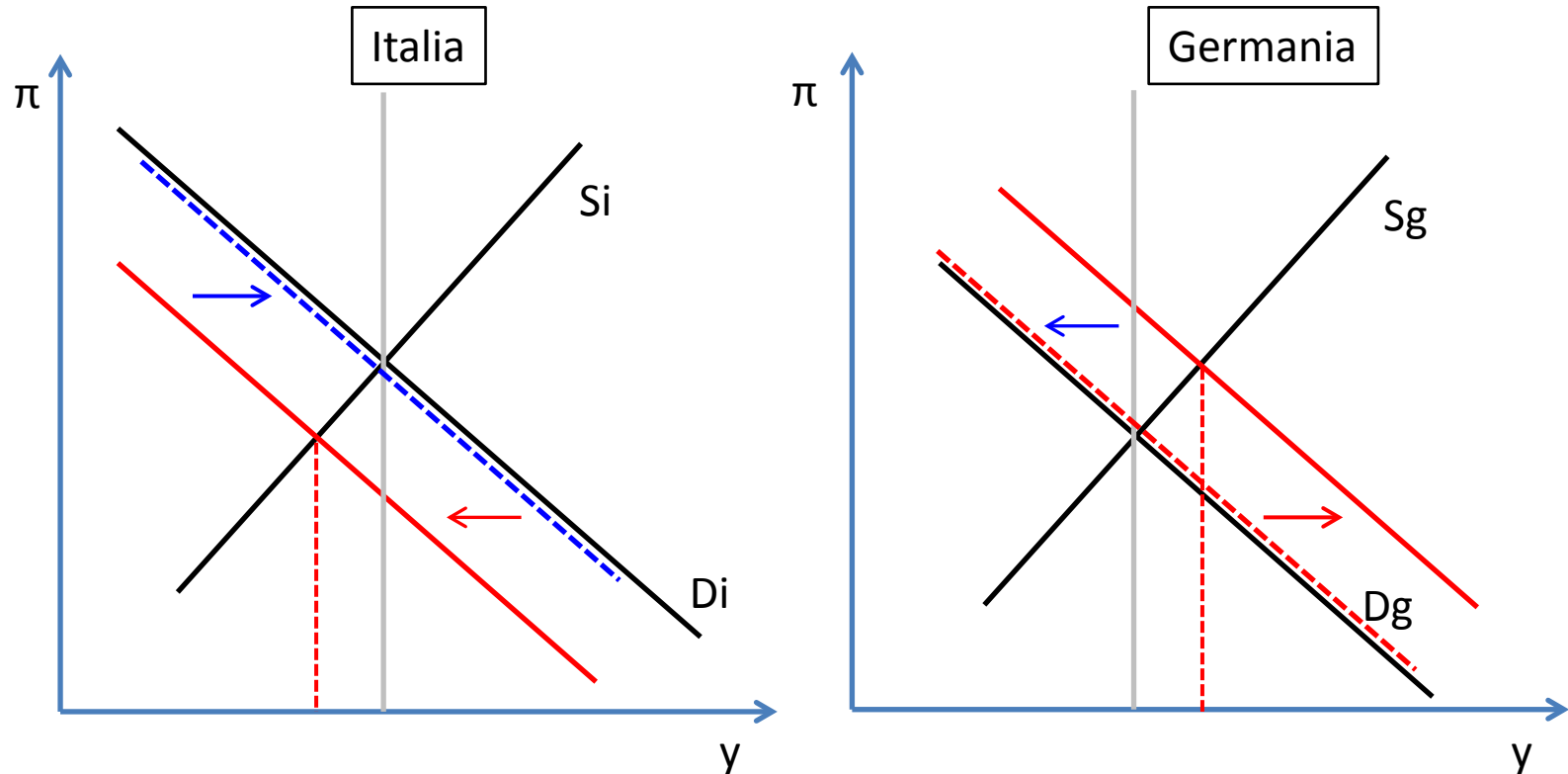


# Unione monetaria shock a-simmetrici



In Italia recessione, in Germania boom, ma se ci sono flessibilità dei salari e/o mobilità del lavoro si può avere aggiustamento senza intervento della BCE. La curva  $Si$  si sposta a destra (diminuiscono i salari), mentre la curva  $Sg$  si sposta a sinistra (aumentano i salari)

# Shock a-simmetrici temporanei fuori dall'unione monetaria

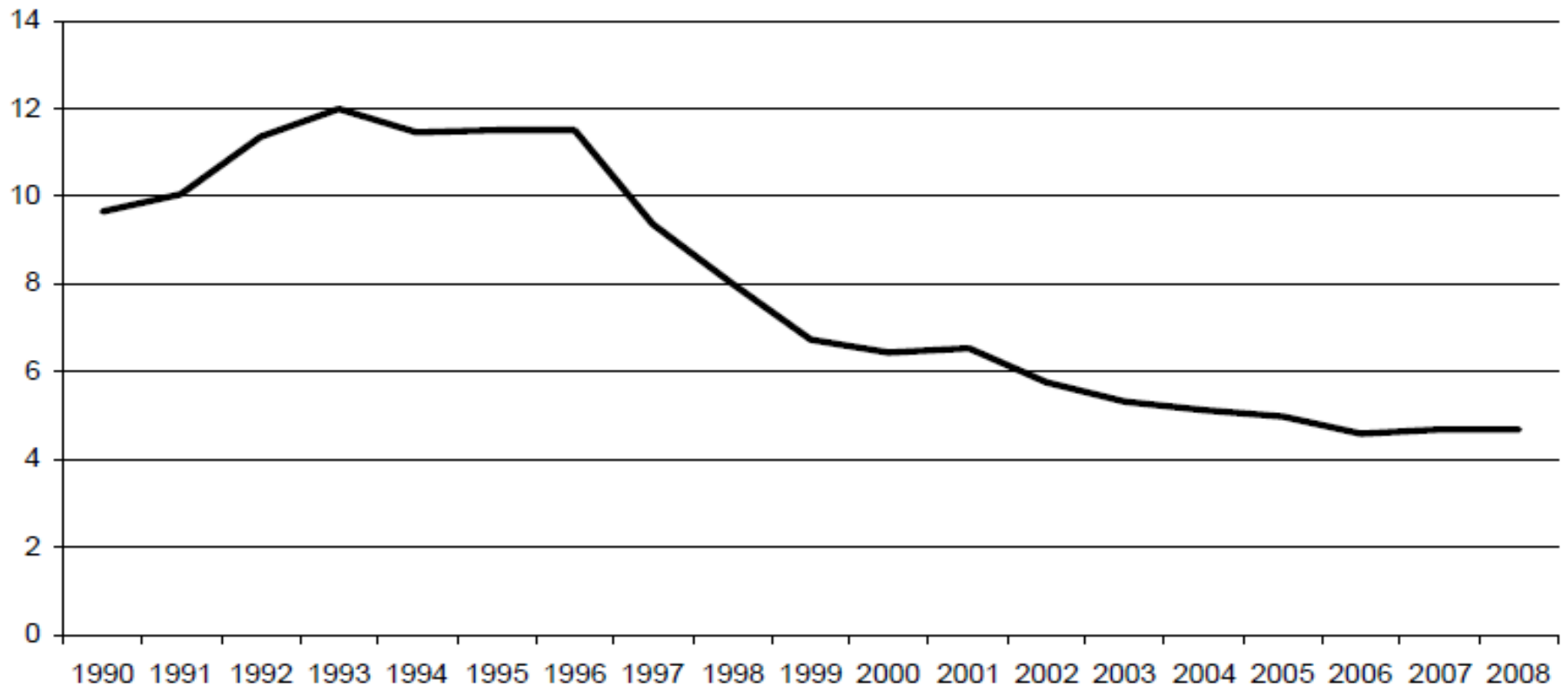


Il tasso di cambio della lira si deprezza, le merci italiane divengono più competitive e la  $D_i$  torna a salire; il marco si apprezza, le merci tedesche divengono meno competitive e la  $D_g$  scende. Se gli shock sono permanenti l'aggiustamento dei cambi non basta: è necessario un aggiustamento dei «fondamentali», cioè dei costi relativi.

L'UME prima e dopo la crisi

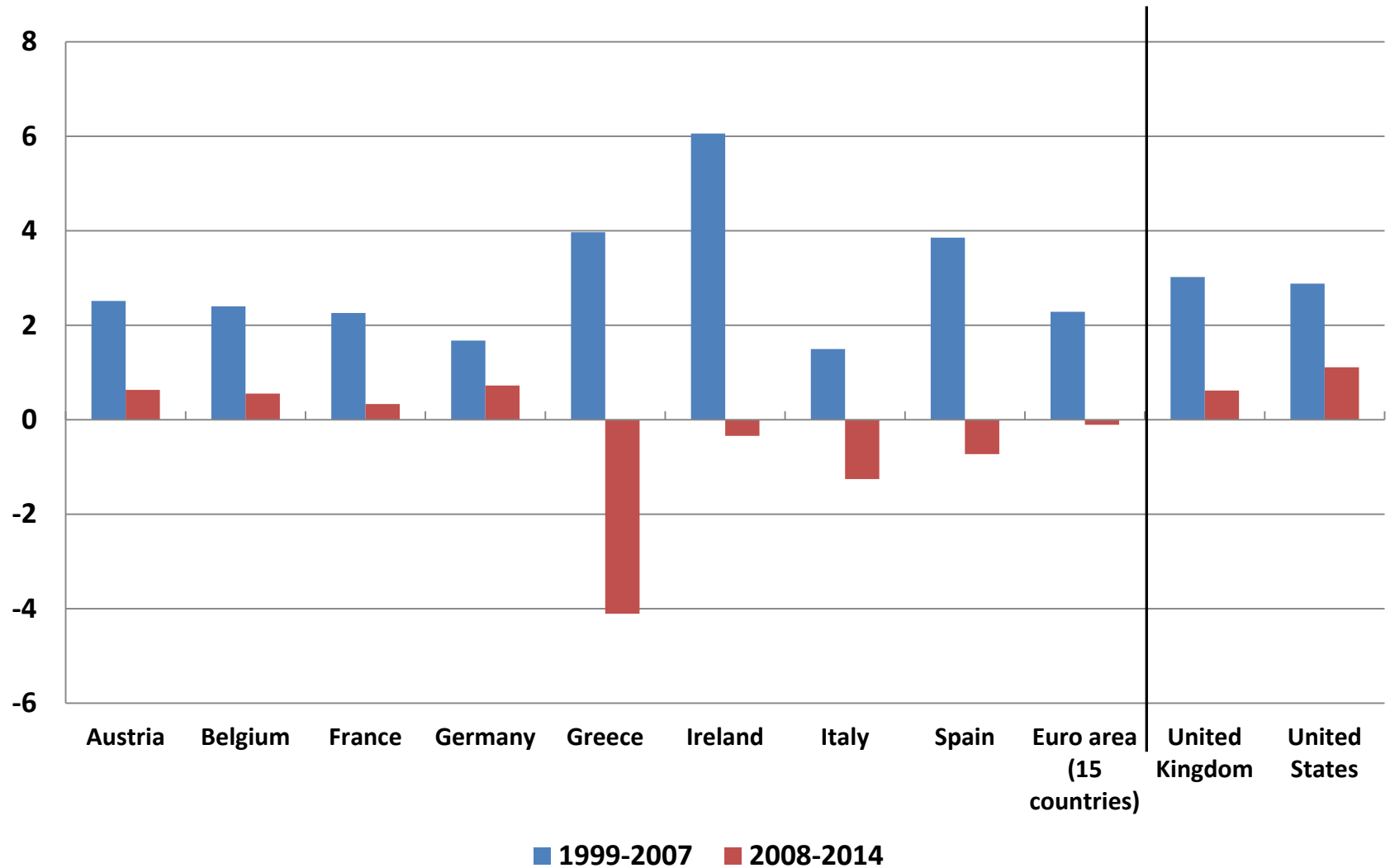
# Il «dividendo» di Maastricht (per l'Italia)

Spesa per interessi



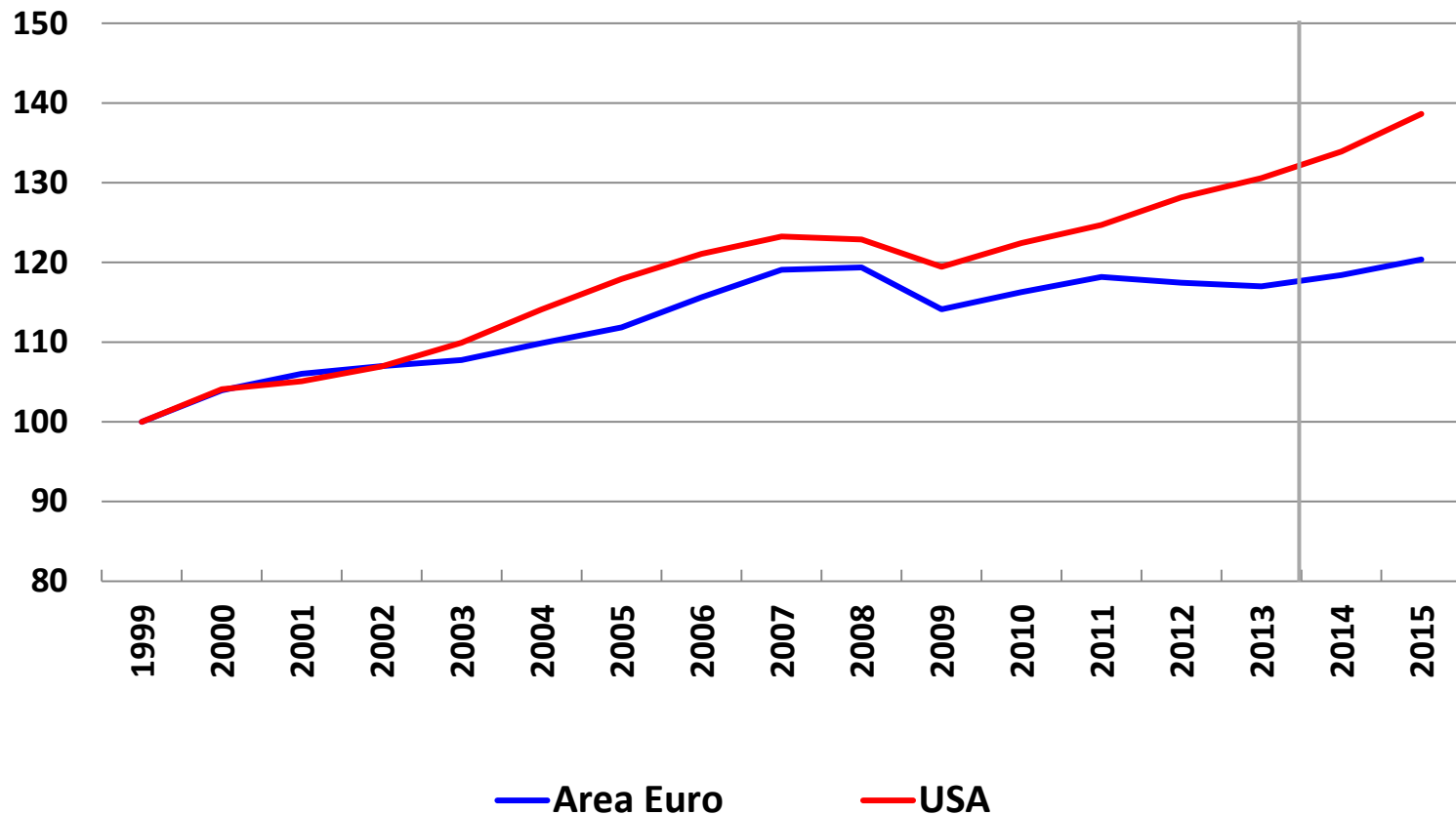
# Crescita del PIL

## Tassi di crescita nell'era Euro



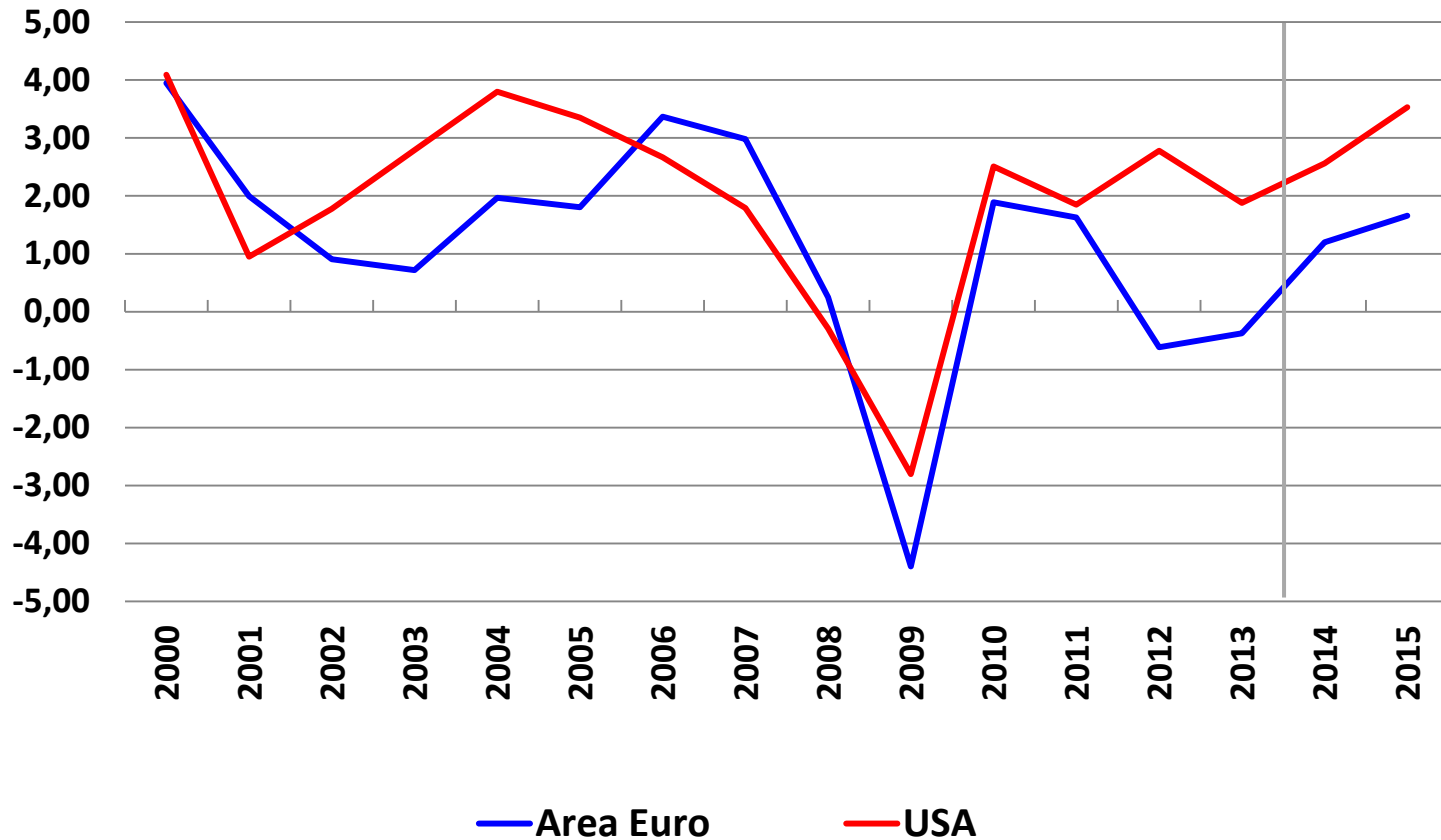
# Divergenza USA - EZ

Pil reale (1999=100)

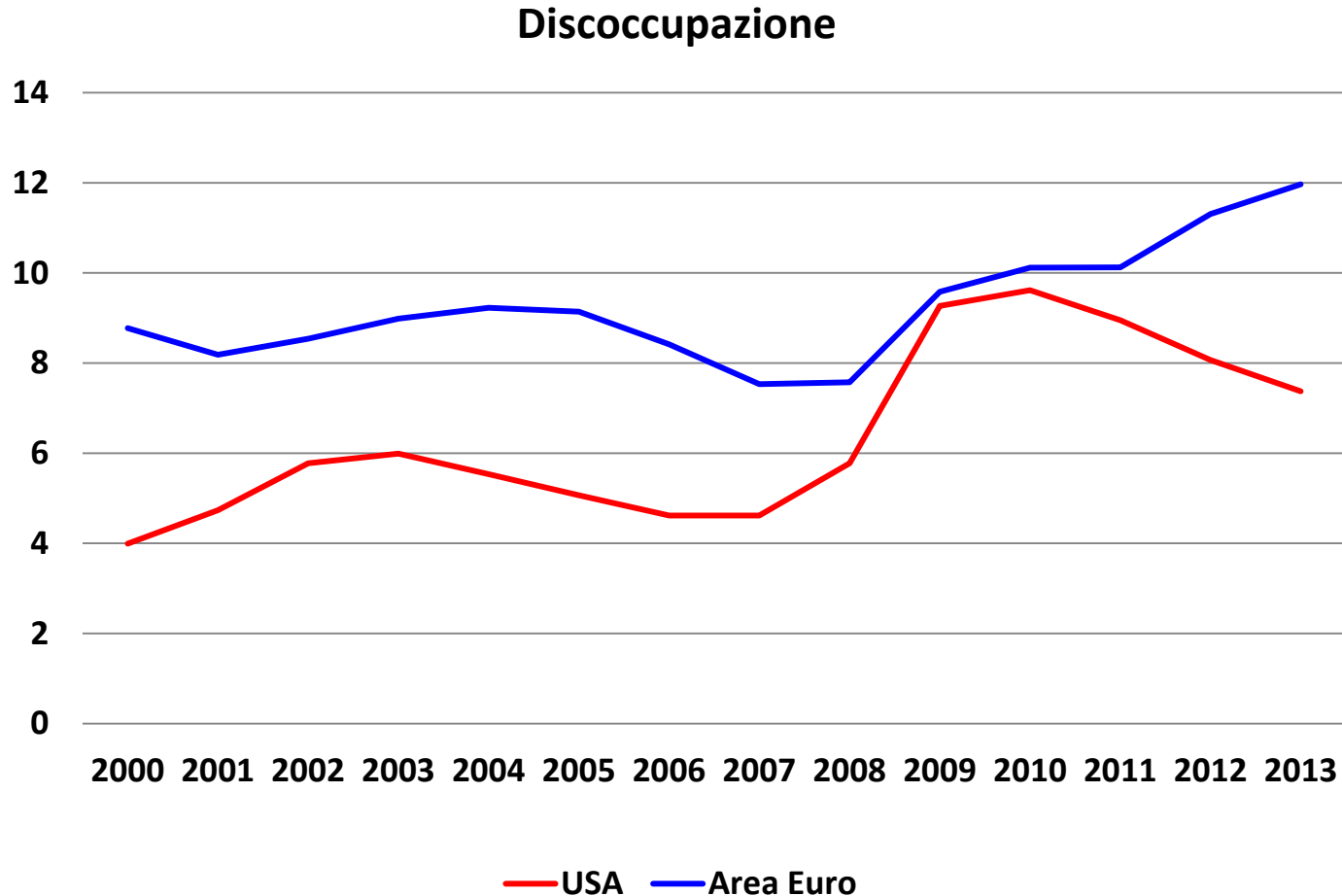


# Il «double dip»

Tassi di crescita Pil reale

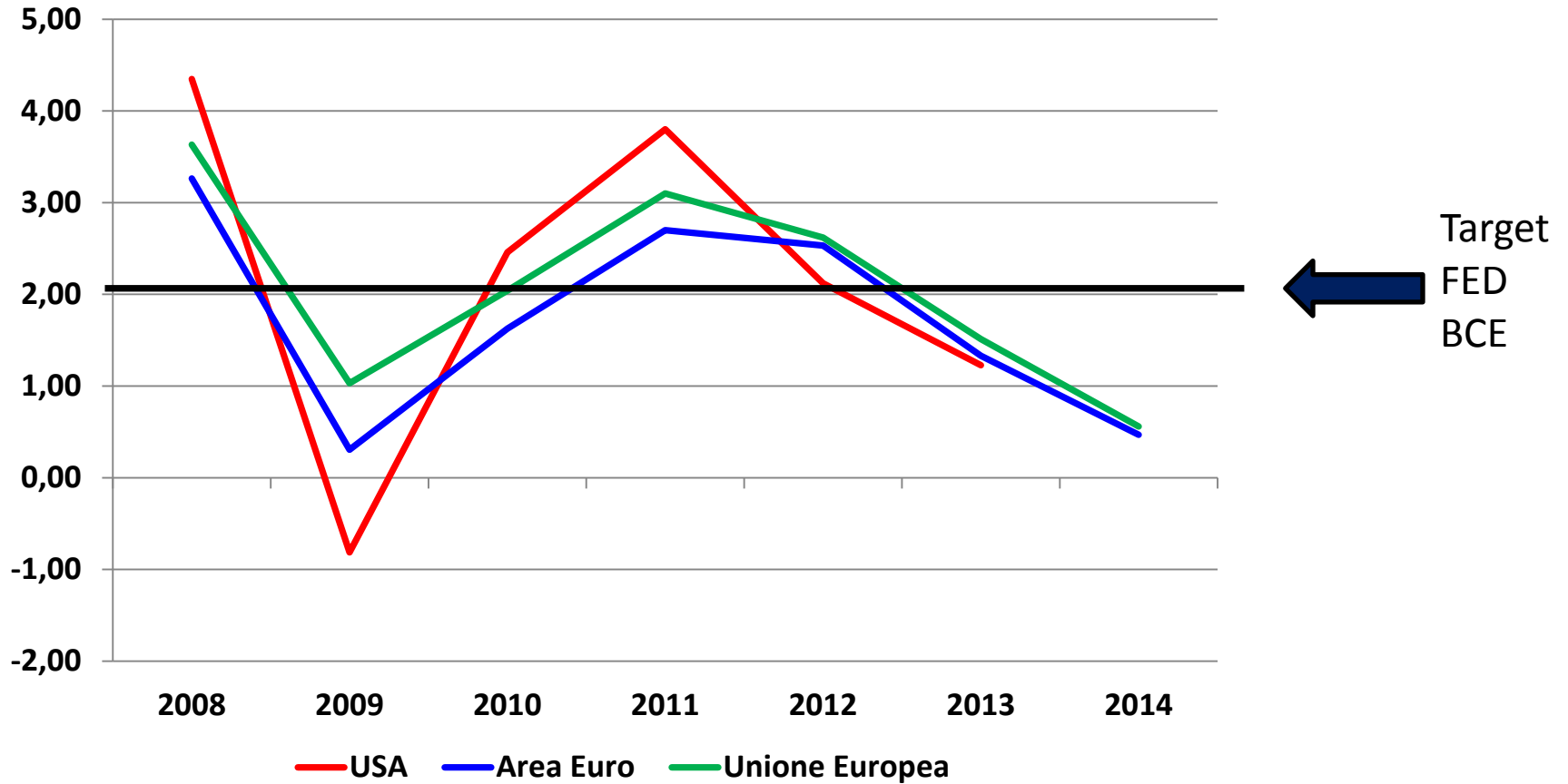


# Anche il divario di disoccupazione aumenta





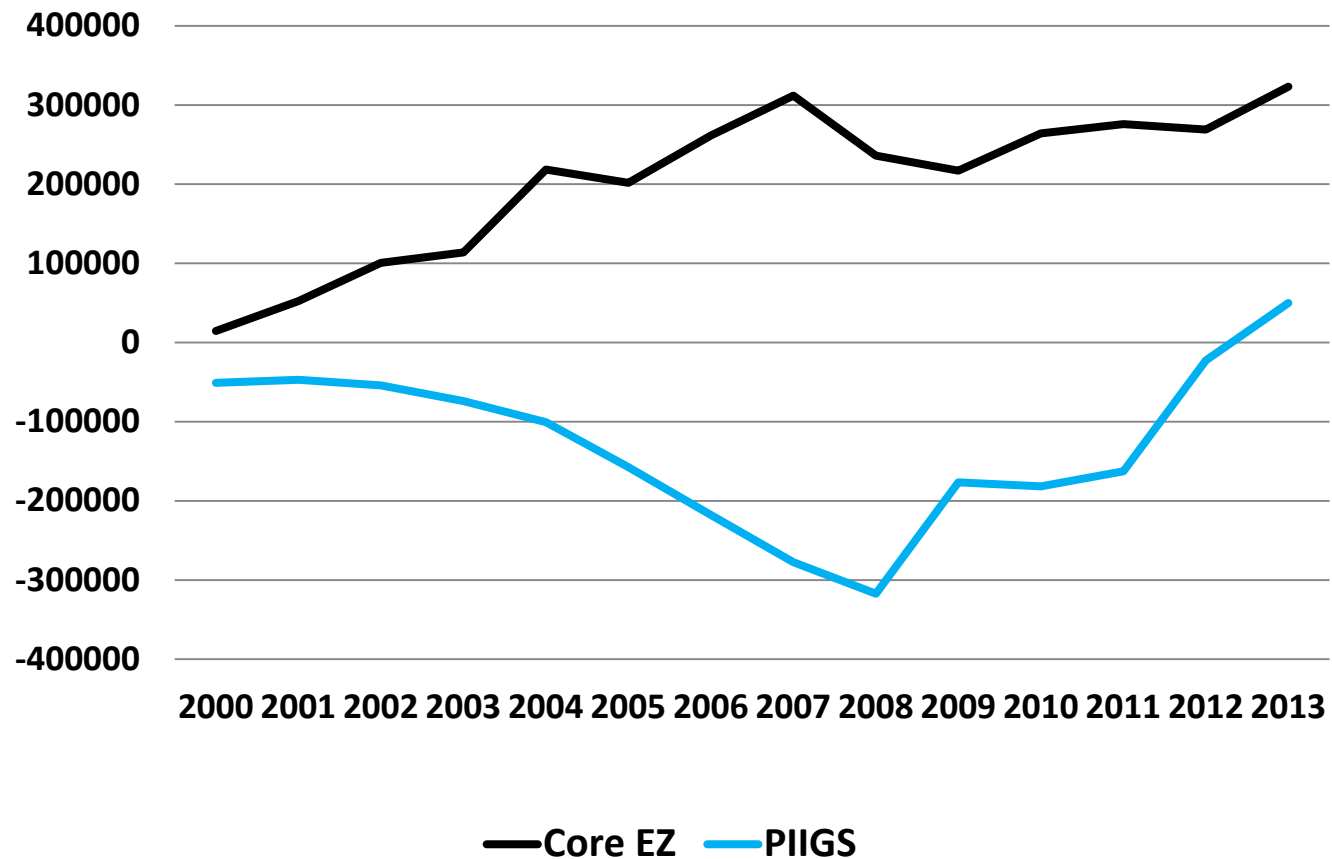
# Quasi una deflazione



Divergenza nell'UME

# Squilibri commerciali tra paesi dell'Eurozona

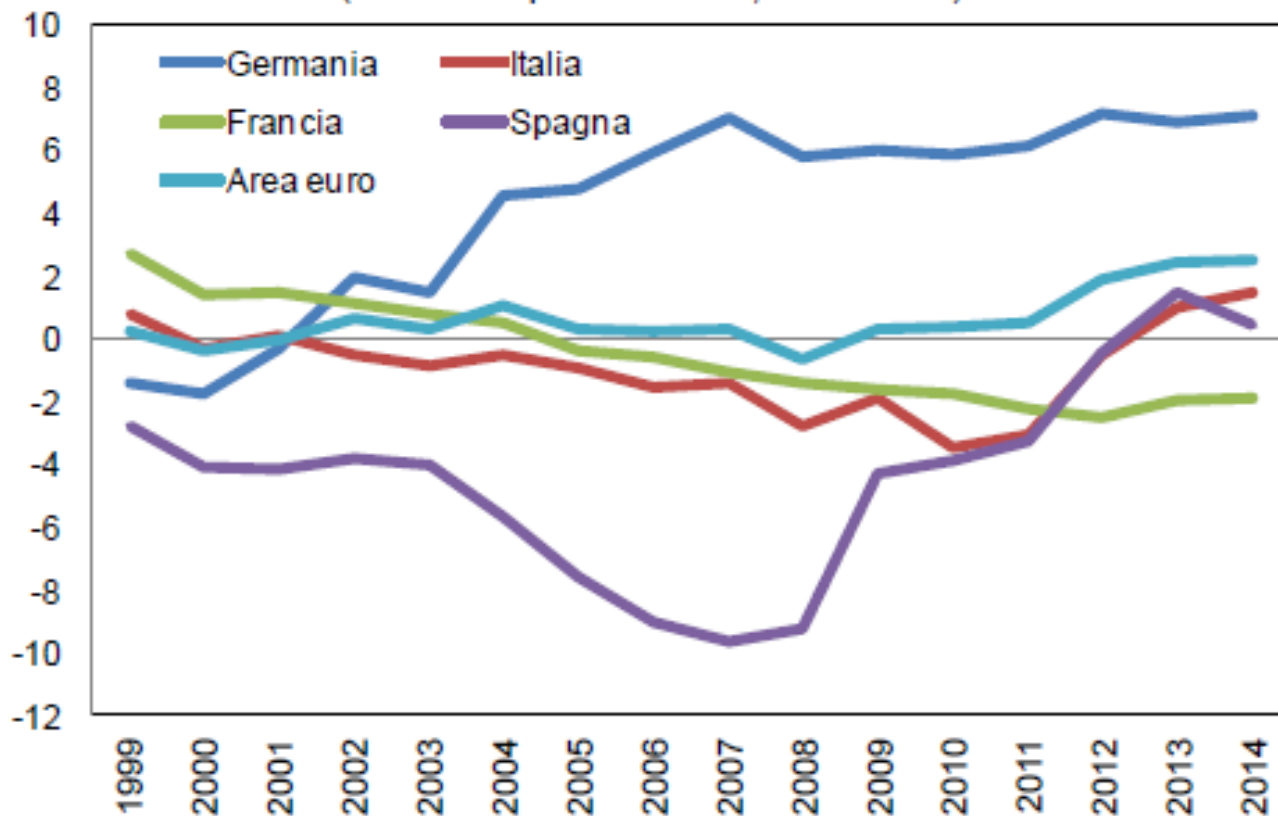
Bilancia delle partite correnti



# Su chi grava il peso delle «correzioni»?

## Conti esteri: Italia e Spagna correggono, la Germania no

(Saldo delle partite correnti, in % del PIL)

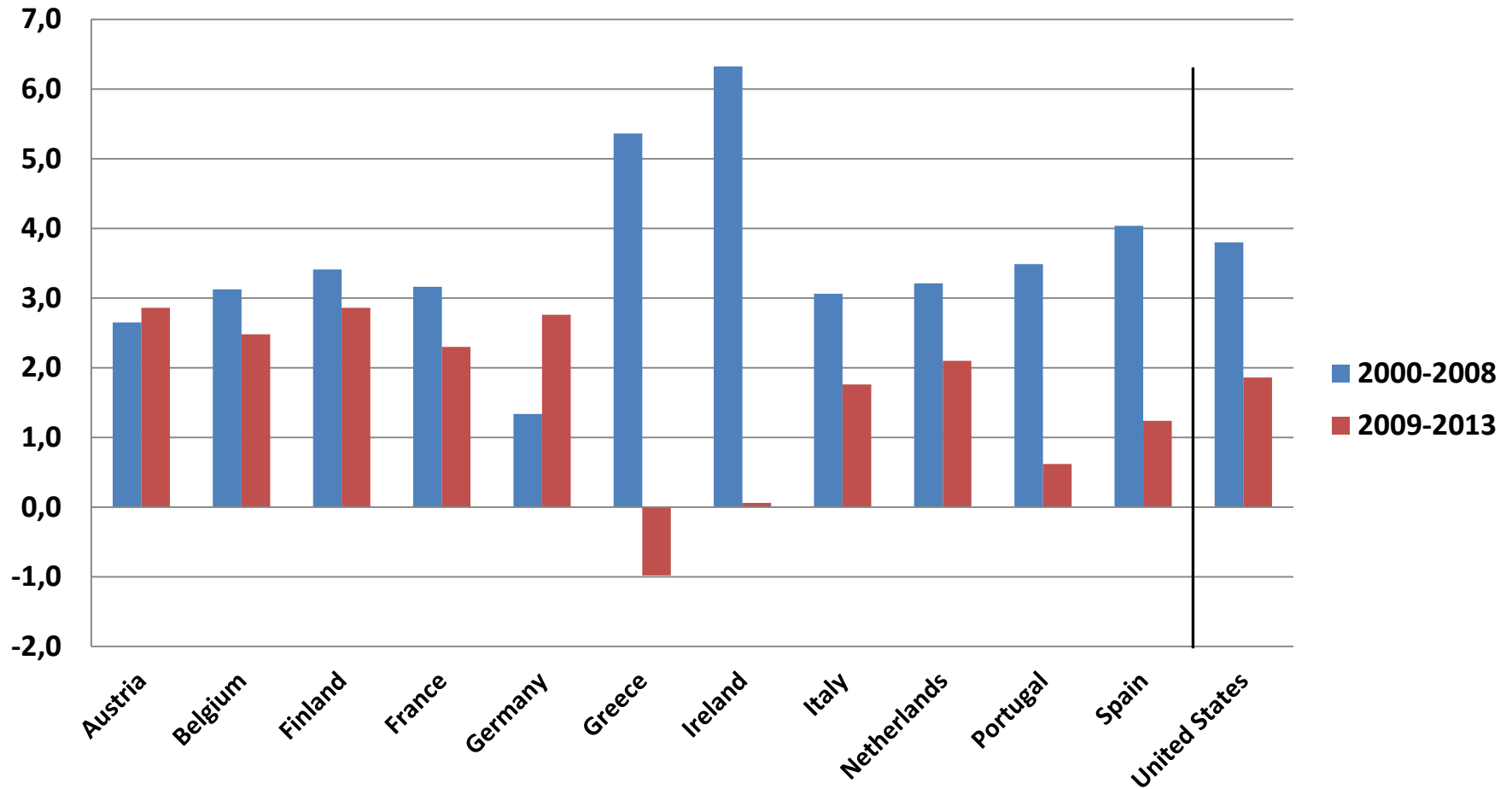


2014: stime Commissione europea.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea.

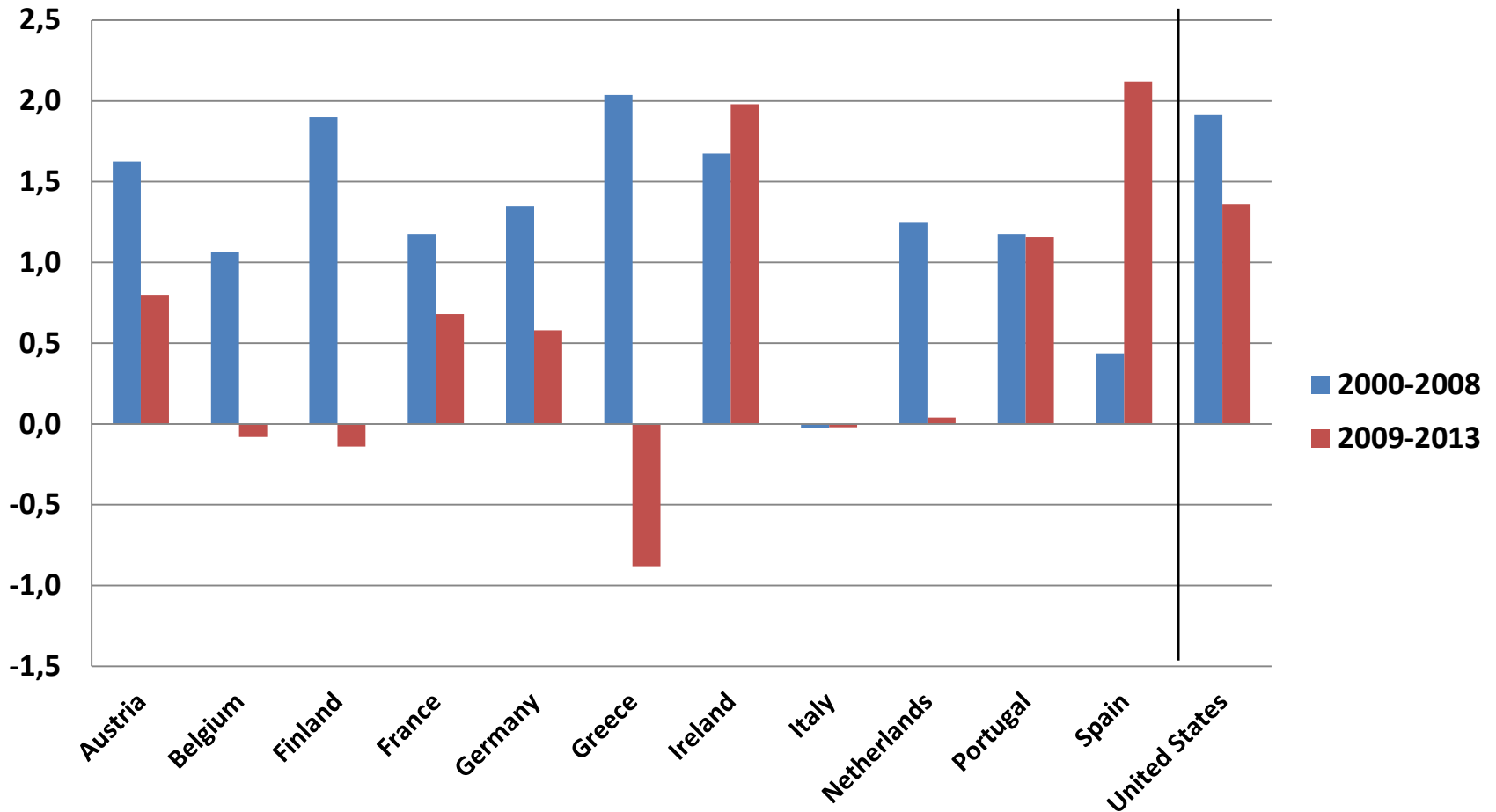
# I salari orari prima e dopo la crisi

Dinamica del salario per ora lavorata  
tassi di variazione medi annui

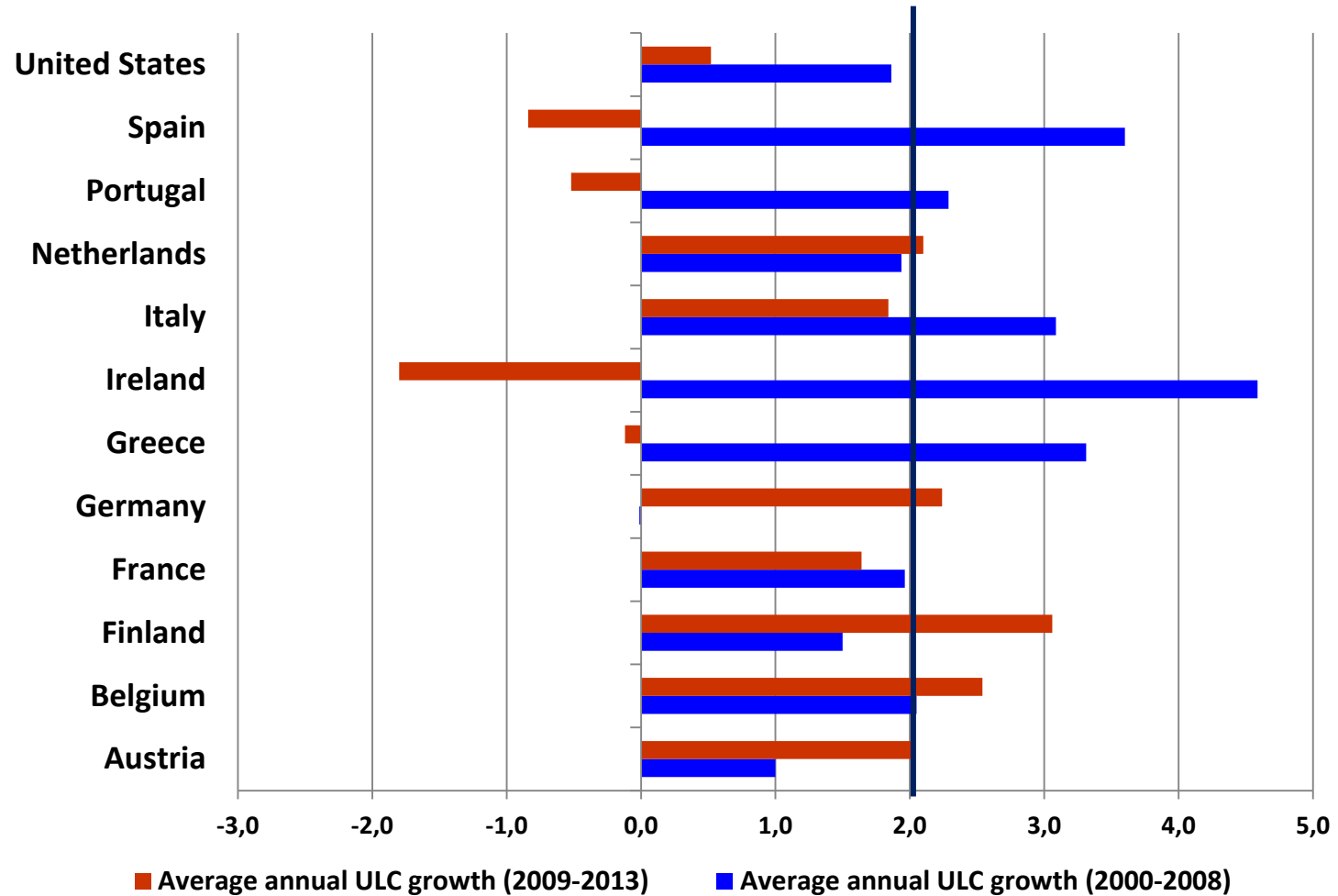


# La dinamica della produttività prima e dopo la crisi

Pil per ora lavorata  
tassi di variazione medi annui



# Competitività e costo del lavoro

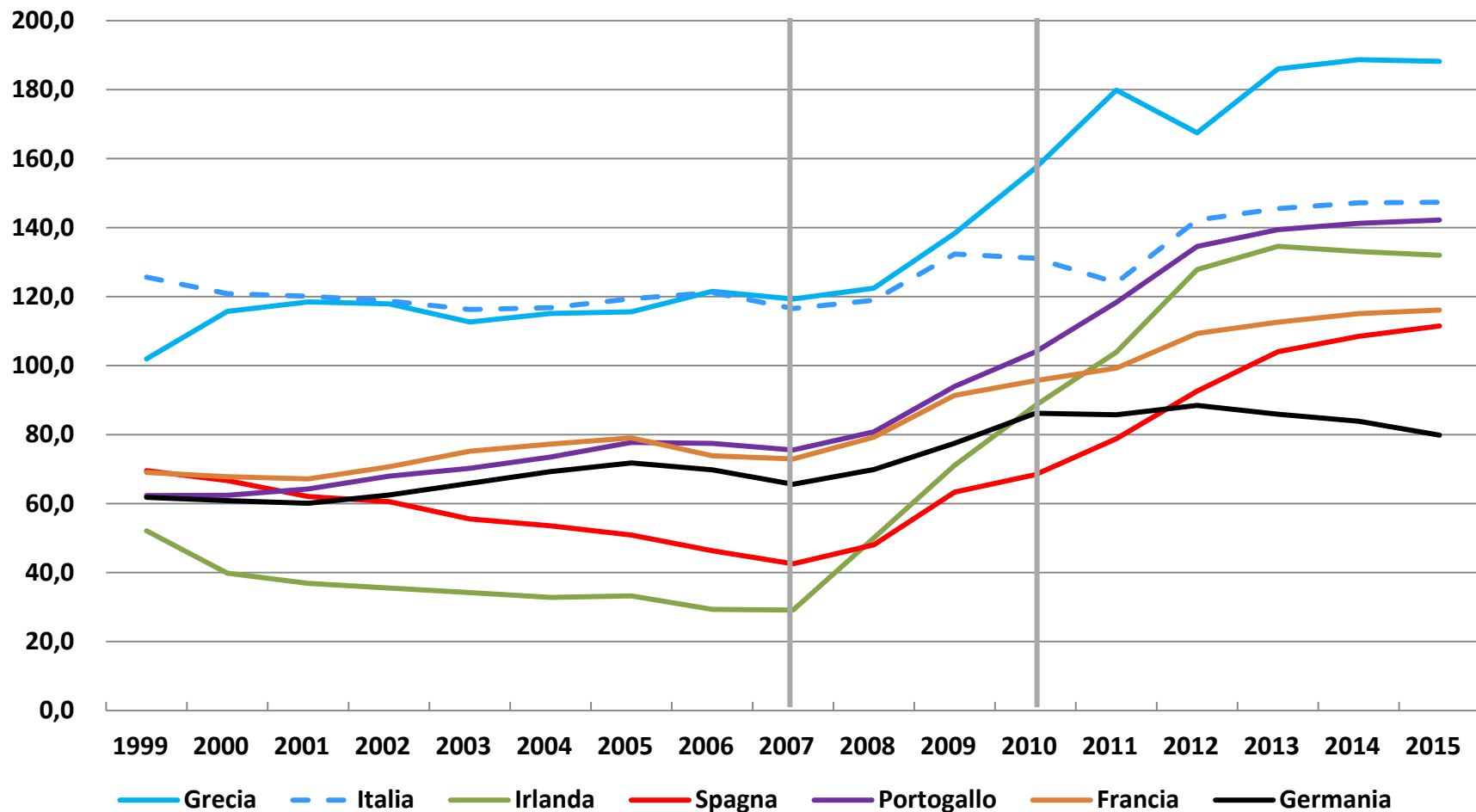


Debiti sovrani, shock e spread



# Crisi e debito

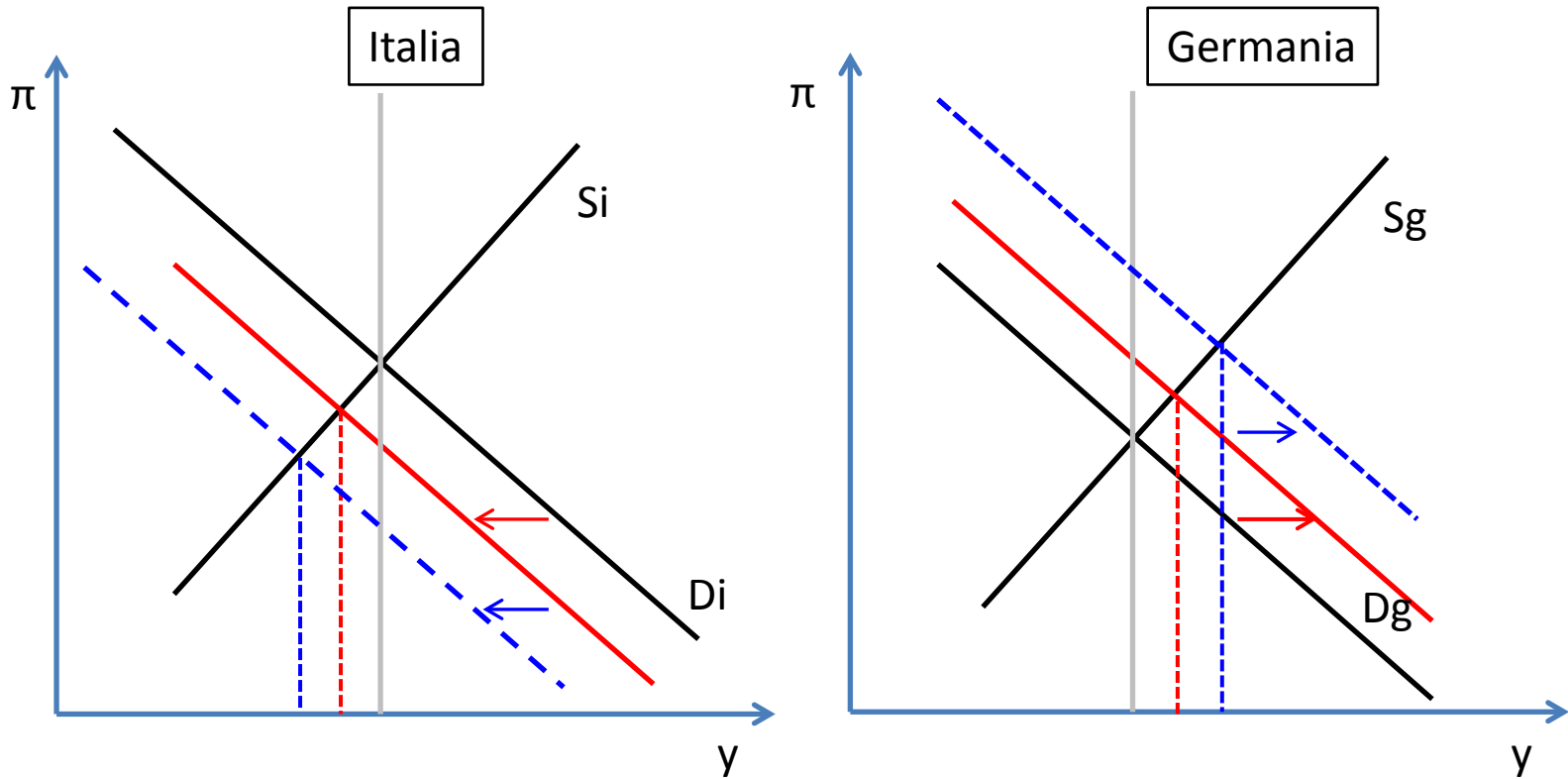
## Debito/Pil



# L'Unione monetaria e i debiti sovrani

- La perdita di indipendenza monetaria crea problemi seri in presenza di perdita di fiducia sul debito sovrano:
- Non ci sono più le variazioni del tasso di cambio a gettare sabbia nei flussi di capitale
- Il paese che subisce una perdita di liquidità non può costringere la «sua» banca centrale ad acquistare i «suoi» titoli.

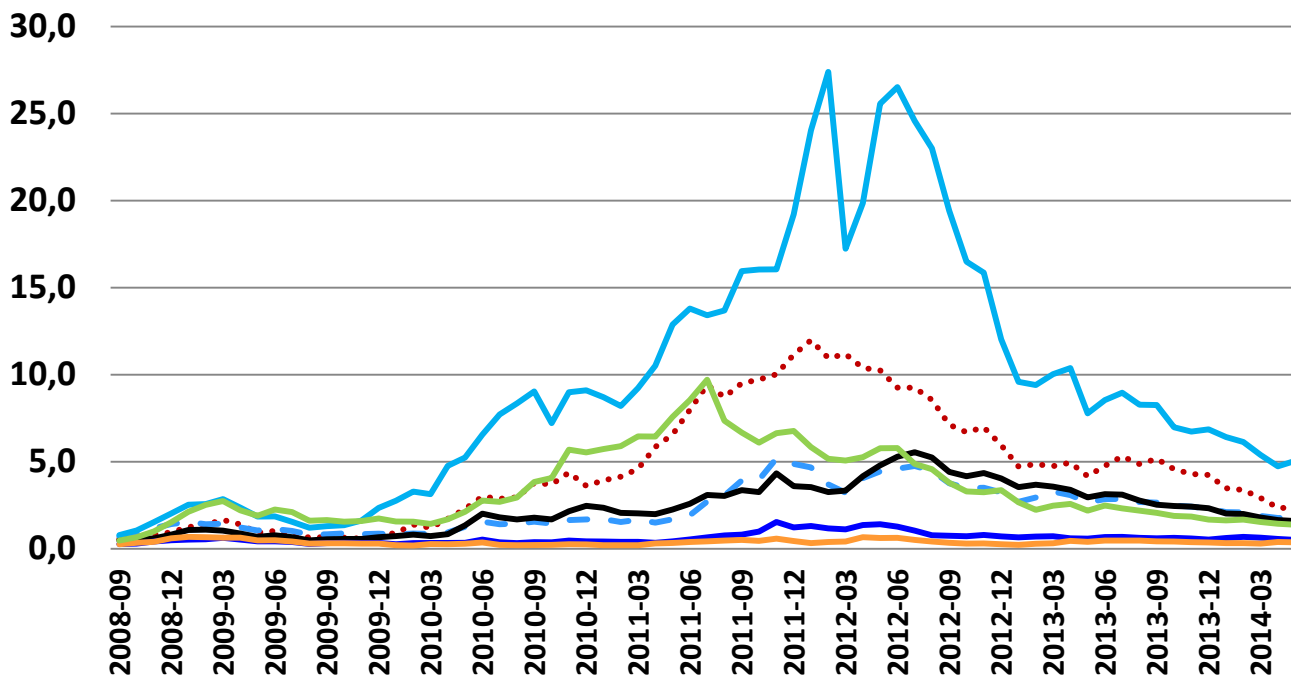
# Amplificazione degli shock a-simmetrici e dinamica del debito



Il declino del Pil italiano fa ridurre le entrate fiscali e aumentare la spesa pubblica (sussidi). Aumenta il deficit. Se questo genera dubbi sulla solvibilità dello stato italiano, i titoli sovrani italiani vengono venduti, quelli tedeschi comprati. I tassi a lungo in Italia aumentano, mentre diminuiscono in Germania. In Italia la domanda si contrae ancora, mentre in Germania si espande ancora. Gli shock asimmetrici si amplificano.

# La storia dello spread

## Spread sui bund 10 anni



..... Portogallo

- - - Italia

— Spagna

— Grecia

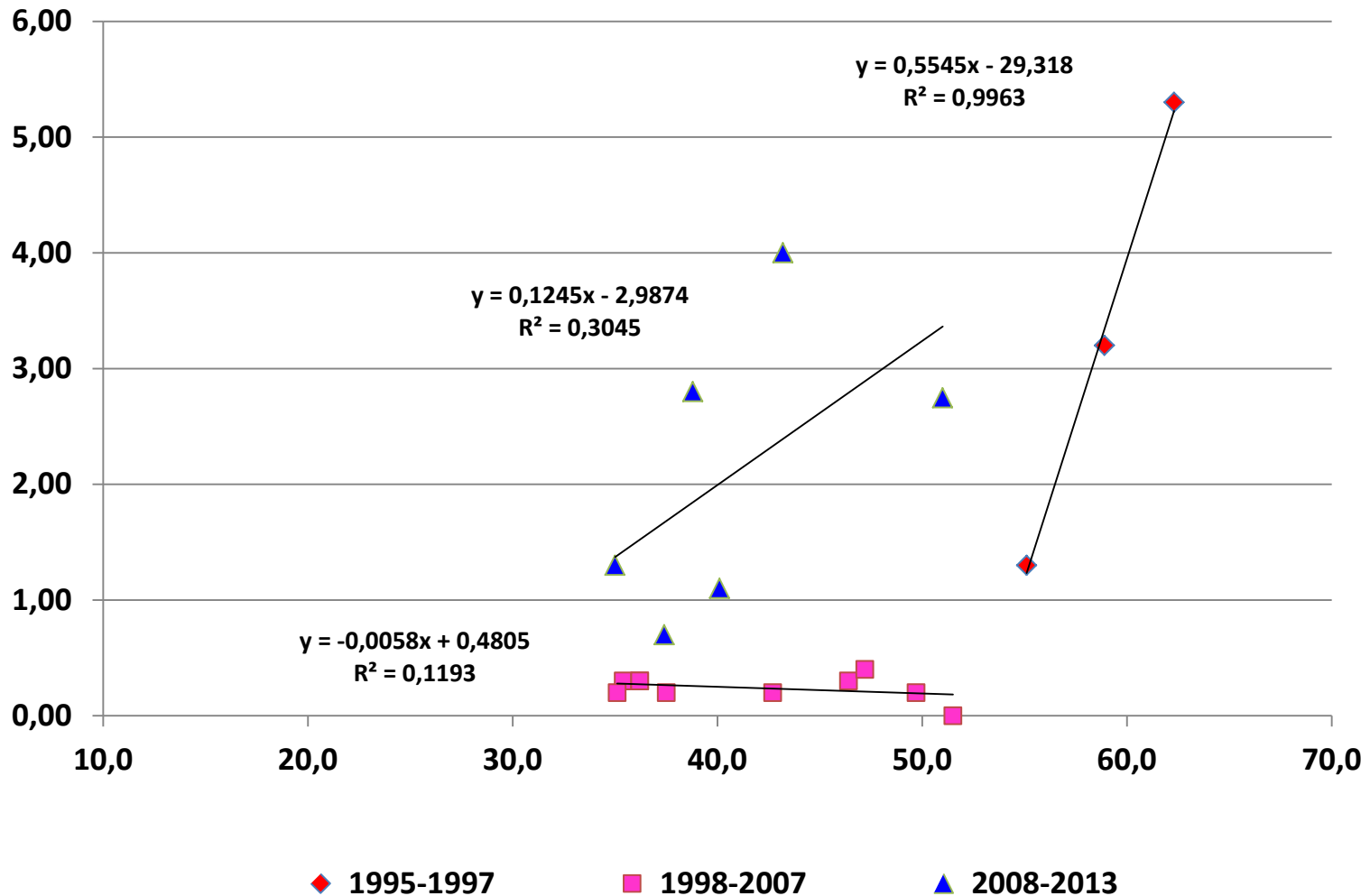
— Francia

— Olanda

— Irlanda

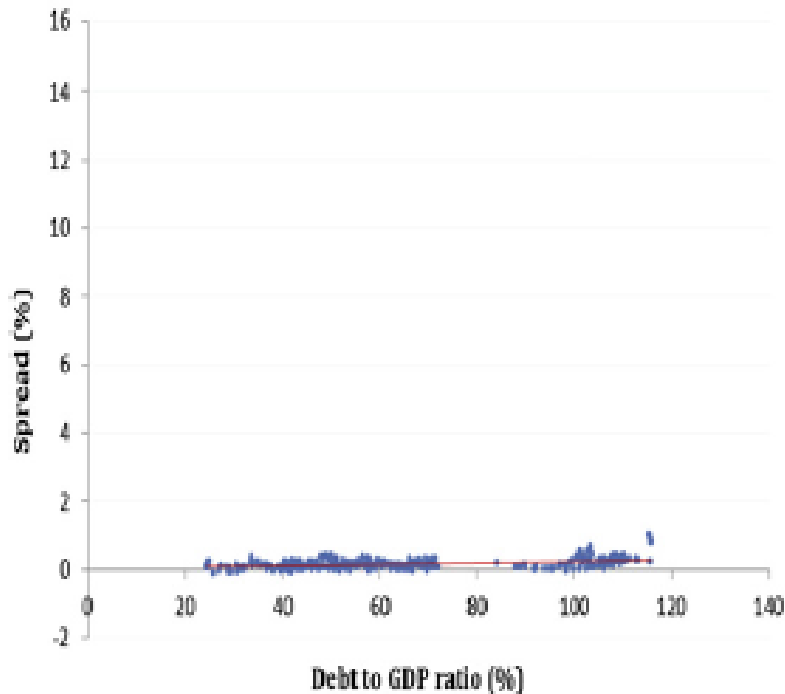
# Ma dipende davvero dai «fondamentali»?

spread di tassi e spread di debiti: Italia vs Germania (1995-2013)



# Dipende davvero dai fondamentali? Eurozona prima e dopo il 2008

Prior to 2008



Since 2008

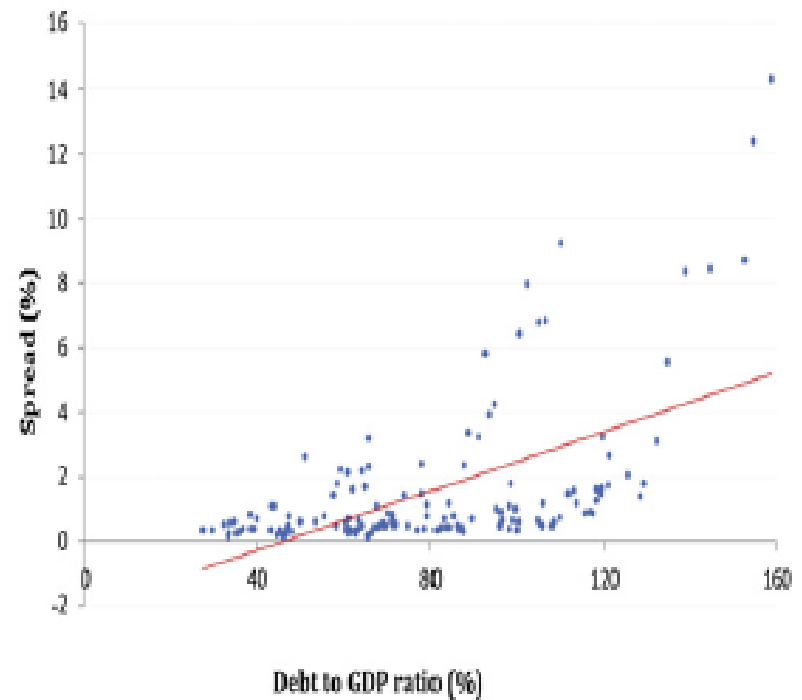


Fig. 6. Spreads and debt to GDP ratios in Eurozone. Source: Eurostat and datastream.

# Cosa influenza i cambiamenti dello spread

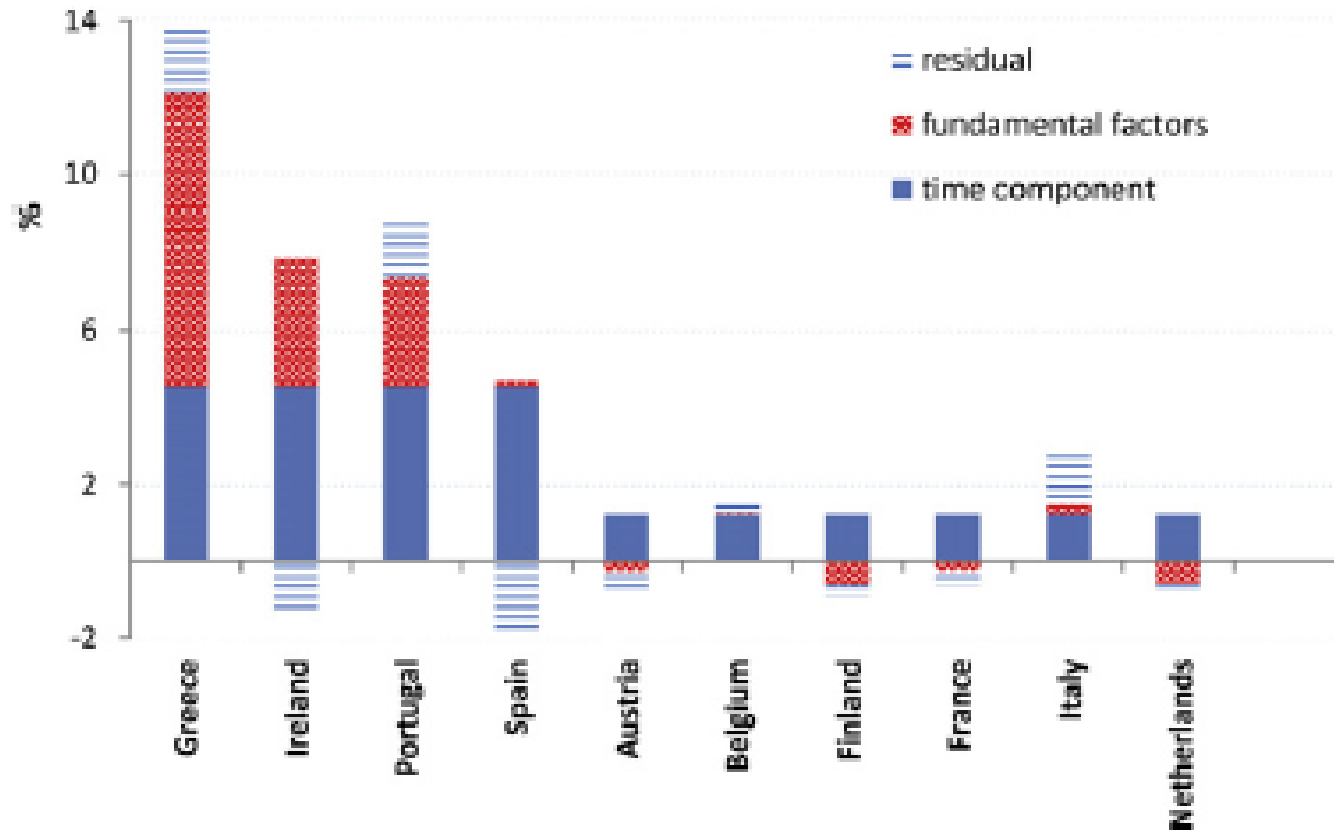


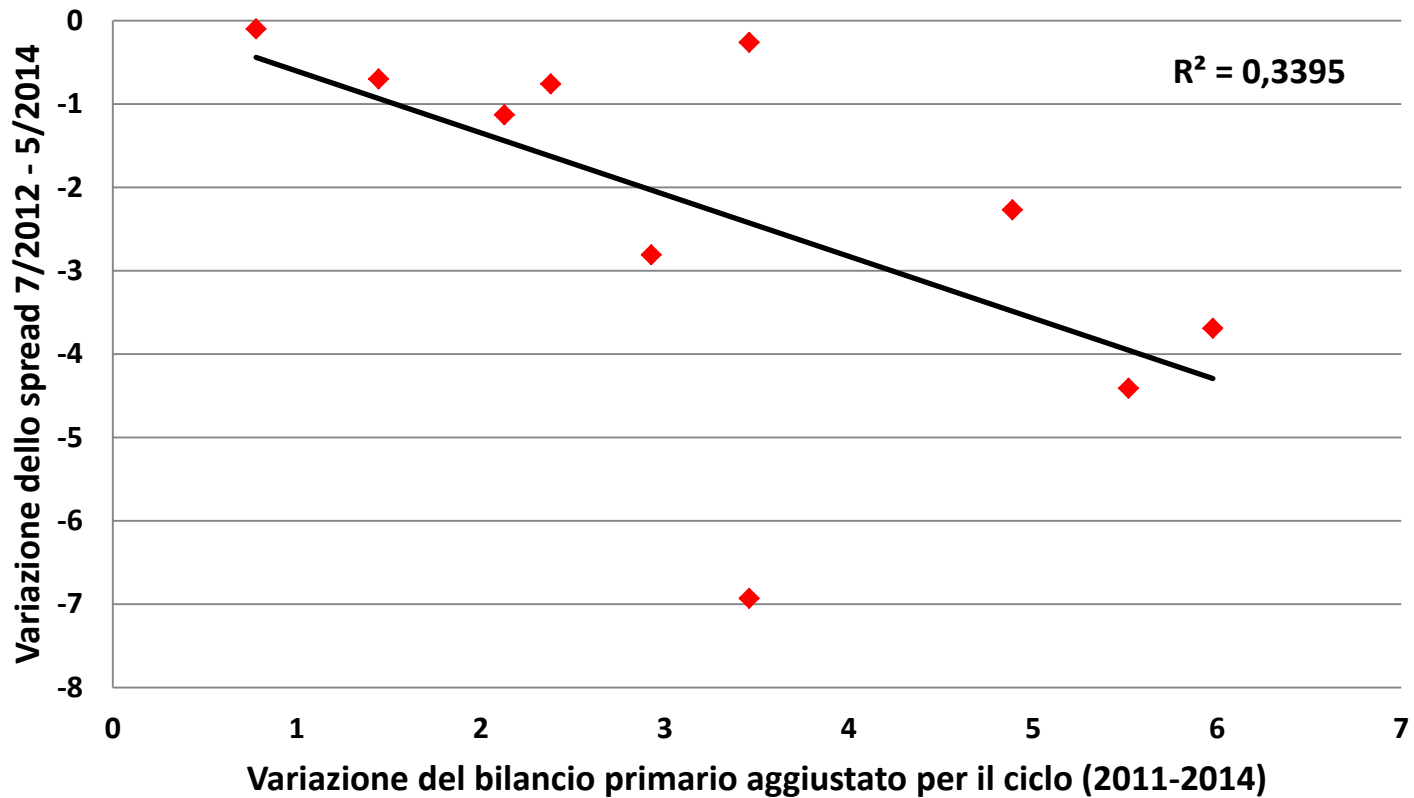
Fig. 10. Decomposition of change in spreads: Eurozone (2008Q1-2011Q3).

# L'austerità e le sue conseguenze



# Il mito dell'austerità I: ha ridotto gli spread

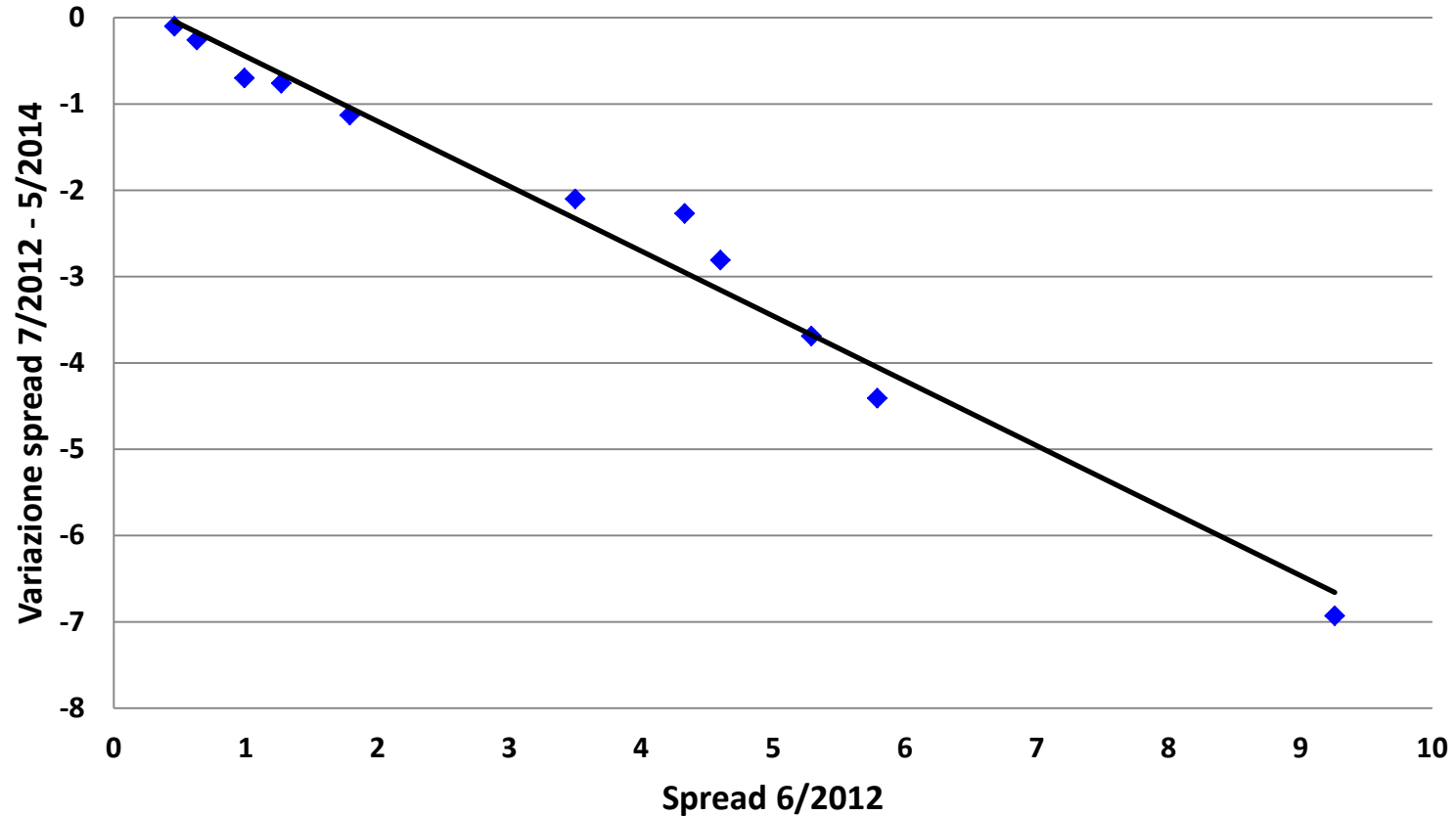
Austerità e variazione dello spread  
(Grecia esclusa)



# Il mito dell'austerità II: gli spread spinti giù da Draghi.

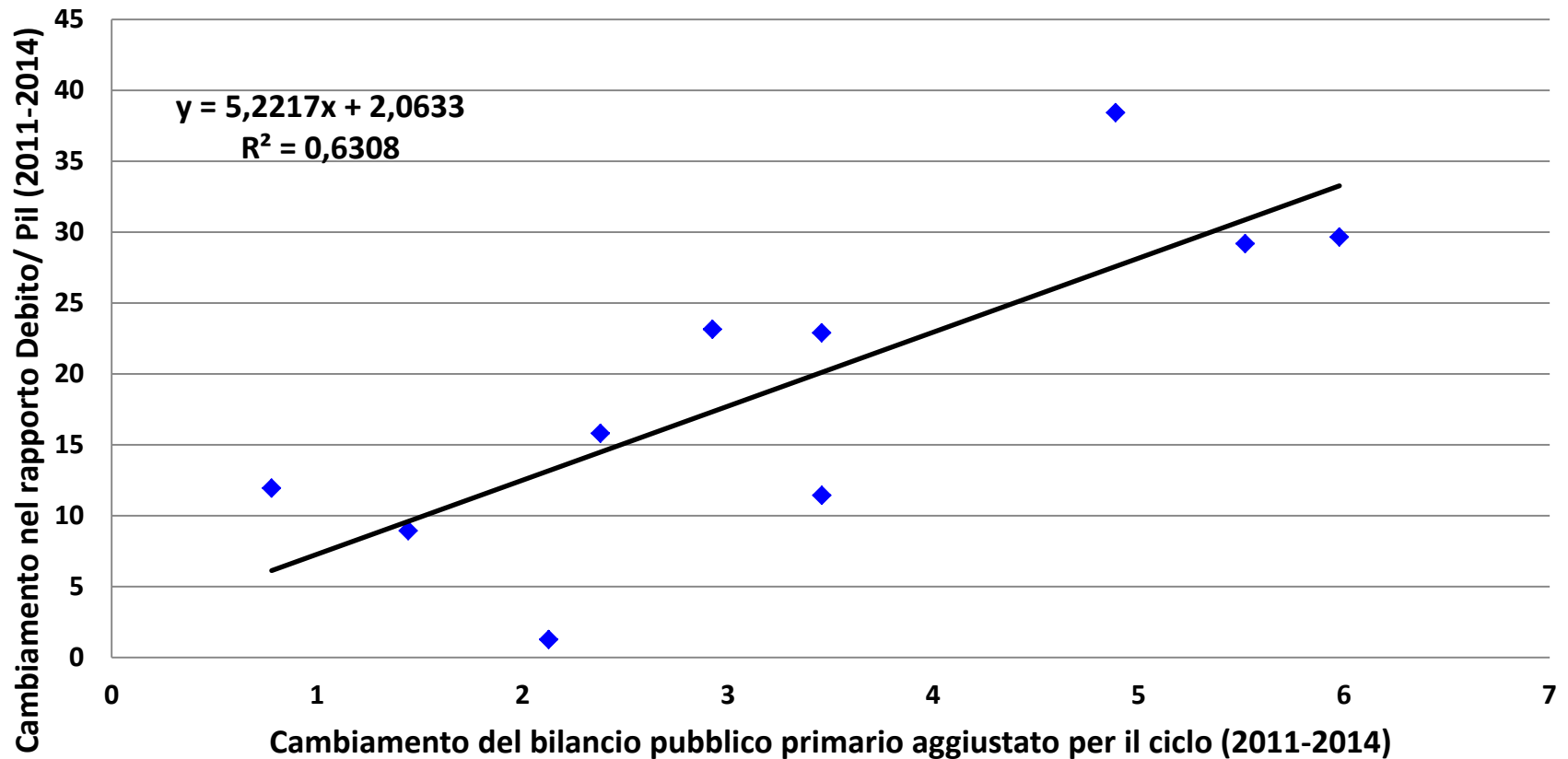
Cambiamenti degli spread dopo l'annuncio di Londra (Grecia esclusa)

$R^2 = 0,9784$



# Il mito dell'austerità III: serve a ridurre il debito

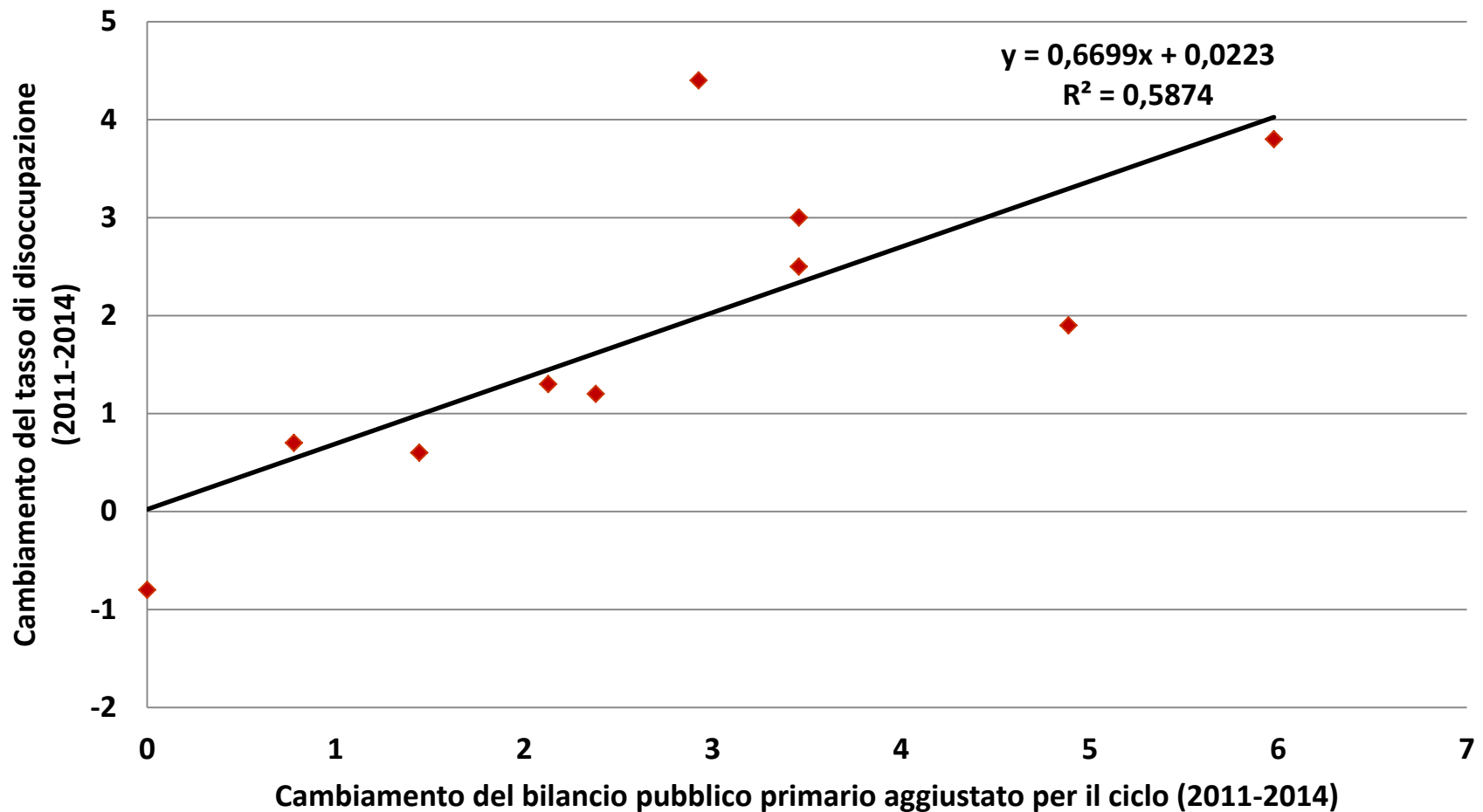
Debito/Pil e austerità  
(Eurozona senza Grecia)



# Il mito dell'austerità IV: austerità espansiva

## Consolidamento fiscale e disoccupazione

Portogallo, Italia, Spagna, Francia, Olanda, Belgio, Austria, Slovenia, Finlandia, Germania



# Le conseguenze di lungo periodo delle recessioni prolungate

	Perdita	Output gap	Perdita	Output gap	Tasso di crescita	Tasso di crescita
	di Pil potenziale		di Pil potenziale		del Pil potenziale	del Pil potenziale
<i>Paesi</i>	2013	2013	2015	2015	pre-crisi	2014-2015
Austria	6,02	-2,75	7,14	-2,64	2,36	1,75
Belgio	7,54	-1,73	8,82	-1,19	2,07	1,36
Finlandia	15,66	-2,63	18,99	-3,08	3,09	1,04
Francia	7,50	-2,68	8,58	-3,08	2,08	1,48
Germania	2,87	-0,56	3,39	0,87	1,52	1,25
Grecia	29,98	-9,33	35,40	-7,59	3,96	-0,15
Irlanda	27,70	-6,32	34,15	-4,45	5,75	0,93
Italia	9,88	-5,04	12,05	-3,74	1,34	0,11
Olanda	6,83	-4,01	8,53	-4,09	2,14	1,20
Portogallo	11,41	-6,42	13,74	-4,98	1,83	0,49
Spagna	18,21	-4,37	22,33	-3,52	3,47	0,83
Regno Unito	10,98	-2,14	12,37	-0,32	2,66	1,85
Svizzera	-0,42	-0,76	-0,88	-0,39	1,81	2,04
Stati Uniti	4,70	-3,35	5,33	-1,78	2,57	2,23
Australia	1,40	-1,60	1,83	-2,27	3,33	2,11

Fonte: L. M. Ball, "Long term damage from the Great Recession in Oecd countries", NBER WP 20185, May 2014

[www.nber.org/papers/w20185](http://www.nber.org/papers/w20185)

Politiche economiche  
inefficaci ed efficaci

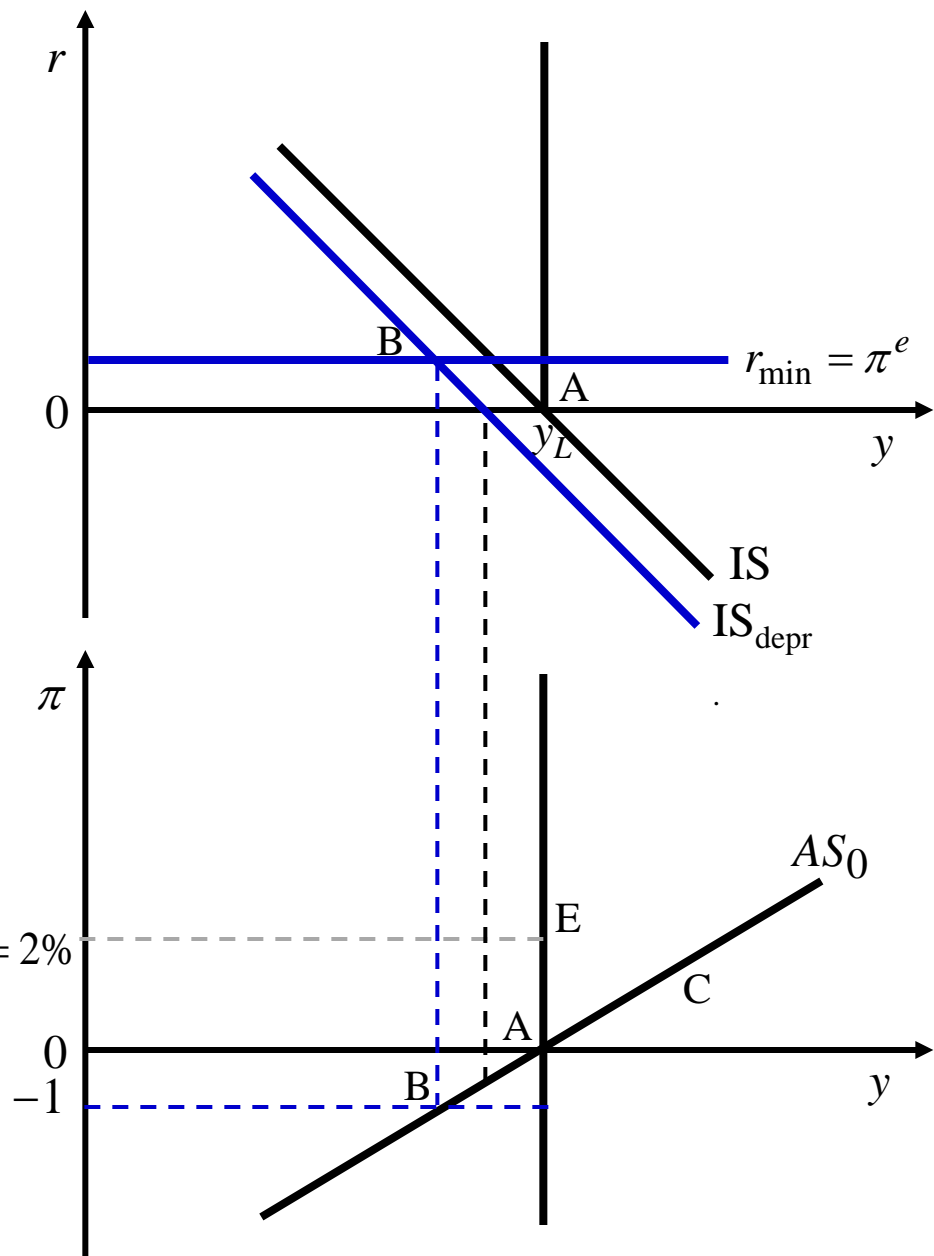
# I problemi dello «zero lower bound»

Tasso d'interesse nominale a zero;  
inflazione attesa negativa

Tasso reale positivo

Investimenti e consumi depressi;  
Politica monetaria senza spazio  
di manovra, anche perché i cicli  
economici sono non sincronizzati  
tra i diversi paesi EZ;

Occorre una politica fiscale espansiva.  
Non si può fare a livello nazionale  
per le regole del fiscal compact.  
Perciò bisogna farla a livello  
«federale»...







# La necessità delle regole

In una unione monetaria servono delle regole di bilancio perché:

## **EFFETTI SPILLOVER**

Se il rapporto debito/Pil sale troppo in un paese dell'UME, il governo deve ricorrere al (comune) mercato dei capitali, il che spinge in alto i tassi per tutti i partner dell'UME, facendo crescere anche il loro onere del debito

## **MINACCIA ALL'INDIPENDENZA DELLA BCE**

Chi ha attuato politiche fiscali insostenibili può spingere la BCE a rilassare la sua politica monetaria per abbassare i tassi e «creare» inflazione.

## **AZZARDO MORALE**

L'UME riduce la disciplina di bilancio dei governi nazionali perché questi non devono più sopportare il rischio svalutazione e perché anche il rischio default è ridotto perché l'integrazione finanziaria crea incentivi al «salvataggio» comunque, a prescindere da quanto previsto dai trattati.

# Dubbi sulle regole 1

In una unione monetaria servono delle regole di bilancio perché:

## **MERCATI EFFICIENTI?**

Se i mercati sono efficienti non ci saranno spillover ma saliranno gli spread che rappresentano proprio la misura del «premio per il rischio» di default.

La storia degli spread ci dice che i mercati non sono così efficienti e che il rischio di spillover esiste.

## **FINE DELLA POLITICA MONETARIA COMUNE**

Se gli spread si ampliano troppo allo stesso tasso di policy corrispondono troppo diverse condizioni di finanziamento tra i paesi dell'UME.

## **NON-MONETIZZAZIONE DEL DEBITO E RISCHIO LIQUIDITA'**

Il rischio di azzardo morale è compensato dal fatto che nell'UME i paesi perdono la sovranità sulla moneta e, quindi, la possibilità di monetizzare il debito.

Aumenta così il rischio di perdere rapidamente liquidità.

# Dubbi sulle regole 2

Le regole possono essere:

troppo complicate (come quelle del fiscal compact);

manipolabili (i paesi cercano di non farsi cogliere in fallo falsificando i conti);

pro-cicliche (spingere a politiche restrittive quando l'economia va male ed espansive quando l'economia va bene);

basate su parametri non osservabili (l'output gap, per esempio) e stimati con criteri discutibili, sebbene concordati a livello europeo;

applicate con discrezionalità «strabica» (cioè secondo il peso economico e politico dei trasgressori);

molto pesanti negli effetti negativi e, quindi, suscitare forti sentimenti anti-Europa negli elettorati dei paesi che si trovano nel «braccio correttivo».

# Letture

**B. Eichengreen**, *The European Economy since 1945*, Oxford, Princeton University Press, 2008.

**P. De Grauwe**, *The Economics of Monetary Union*, Oxford, Oxford University Press 2014.

**Carlomagno**, *Euro: ultima chiamata*, Milano, Francesco Brioschi, 2012.

**P. De Grauwe, Y. Ji**, “Self-fulfilling crises in the Eurozone: An empirical test”, *Journal of International Money and Finance*, (34) 2013, pp. 15-36.

**L. Bini Smaghi**, *33 false verità sull'Europa*, Bologna, Il Mulino, 2014.

**A. Boitani**, *Macroeconomia*, Bologna, Il Mulino, 2014, cap. 11.

**A. Boitani, L. Landi**, *L'Europa intrappolata nel labirinto delle regole*, 2014

<http://www.lavoce.info/archives/29534/europa-intrappolata-nel-labirinto-delle-regole/>

<http://www.bruegel.org/>

<http://www.ceps.eu/>

<http://krugman.blogs.nytimes.com/>

<http://mainlymacro.blogspot.it/>

<http://www.economonitor.com/>

<http://www.voxeu.org/>

<http://www.socialeurope.eu/>

<https://fsaraceno.wordpress.com/>

<http://fatasmihov.blogspot.it/>

<http://economistsview.typepad.com/>