



SAPIENZA
UNIVERSITÀ DI ROMA

Dipartimento di Scienze Sociali ed Economiche

***Venti Anni di Euro: Una settimana
per capire il passato e immaginare il futuro***

18-19-20-21-22 Novembre 2019

Città Universitaria, P.le Aldo Moro 5 - Roma

Un Bilancio

Una moneta di successo?

L'**Unione europea** ne è convinta (e non è una sorpresa):

«L'euro è la prova più tangibile dell'integrazione europea: viene utilizzato ogni giorno da circa 341 milioni di persone, il che lo rende la seconda moneta più usata al mondo. I suoi vantaggi sono evidenti a chiunque faccia viaggi all'estero o acquisti online su siti di un altro paese dell'UE.»

Quali paesi **lo hanno adottato**:

- Sono 19 su 28: Austria, Belgio, Cipro, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Portogallo, Slovacchia. Slovenia, Spagna.

E quali no:

- **non ancora** (entreranno quando avranno i **requisiti**):
 - Bulgaria, Cechia, Croazia, Polonia (?), Romania, Svezia (?), Ungheria;
- hanno **scelto di non aderire**:
 - Regno Unito (in procinto di uscire anche dalla UE), Danimarca.

Il giudizio prevalente sull'euro è cambiato nel tempo

Nel corso degli anni l'atteggiamento dell'opinione pubblica (in senso lato) ha oscillato parecchio, passando da un estremo all'altro. Schematizzando un po', possiamo distinguere **quattro fasi** principali.

- 1 Prima dell'adozione dell'euro: **entusiasmo**. L'avvento della moneta unica sembrava promettere grandi cose. Si era disposti a fare sacrifici, anche importanti, per potervi aderire. E sono stati anche fatti.
- 2 Nei primi anni dopo la sua adozione: tranquilla **soddisfazione**. Come l'atteggiamento verso i vigili del fuoco (se non ci sono incendi non si notano, ma si è contenti che ci siano).
- 3 Dopo lo scoppio della "grande recessione": **ripulsa**. L'euro era considerato la causa principale delle difficoltà economiche. Trovavano crescente ascolto coloro (politici ed economisti) che spingevano per l'uscita unilaterale dall'euro, o per il suo smantellamento.
- 4 Oggi: serena (rassegnata) **accettazione**. La moneta unica non è considerata né la "causa di tutti i problemi" né la "soluzione di tutti i problemi"; ma tutto sommato si ritiene che sia meglio tenercela.

Conviene aderire a una unione monetaria?

Le ragioni dell'**entusiasmo**: si riteneva che per un paese (l'Italia, ma non solo) aderire all'euro fosse **vantaggioso**, ossia che i *benefici* superassero i *costi*.

OSSERVAZIONE IMPORTANTE: l'Eurozona non è l'unico esempio di unione monetaria. Altri esempi sono: gli Usa dopo la guerra di secessione; l'Italia dopo l'unità; le due Germanie dopo il crollo del muro; la Svizzera). In quasi tutti i casi l'unione monetaria è stata il risultato di un'**imposizione** (da parte del vincitore). La peculiarità dell'Eurozona è che l'adesione era **volontaria**.

Vediamo quali sono, in generale, i principali **benefici** di un'unione monetaria:

- (i) riduzione dei *costi di transazione* (con importanti effetti indiretti);
- (ii) riduzione dell'*incertezza* degli scambi;
- (iii) riduzione dei *tassi di interesse*;
- (iv) rimozione del *vincolo estero*;
- (v) centralizzazione delle *riserve valutarie*;
- (vi) soprattutto, in prospettiva, la costruzione di un grande **mercato unico**.

I costi: l'adesione all'unione comporta la perdita di alcuni strumenti della *politica economica*, ossia il controllo della moneta e del tasso di cambio.

Ma è poi vero che i benefici dell'euro superano i suoi costi?

- La teoria economica definisce **area valutaria ottimale** un gruppo di economie in cui i benefici di una unione monetaria superano i costi. Perché ci sia un'area valutaria ottimale occorre che siano soddisfatti alcuni **requisiti**:
 - ① Le economie devono essere sufficientemente **omogenee**.
 - Nel *lungo periodo*: la stessa *struttura* e le stesse *istituzioni*.
 - Nel *breve periodo*: gli stessi *shock*.
 - Così hanno bisogno delle *stesse politiche economiche*.
 - ② Le economie devono essere sufficientemente **integrate**.
 - Così hanno *meno bisogno* delle politiche economiche.
- *Se questi requisiti mancano* possono supplire altri due:
 - ① *flessibilità* di *prezzi* e *salari*;
 - ② *mobilità* degli *input*.
- Ma, a parte un gruppo ristretto (Germania e Benelux), quando si trattava di far nascere l'euro gran parte dei paesi dell'Eurozona **non rispettava questi requisiti**.

Eurozona a due velocità?

- Abbiamo appena visto che in Europa era possibile e vantaggioso realizzare un'**unione monetaria ristretta**, che coinvolgesse **solo alcune economie** omogenee e integrate.
- Ma l'adesione all'euro è stata *molto più vasta*: è partita con 11 paesi ed è arrivata a raccoglierne 19.
- All'inizio degli anni '90, la decisione di dar vita all'unione monetaria era stata presa per l'*iniziativa* di Francia e Germania.
- I motivi erano soprattutto **politici**:
 - Conseguenze dell'*unificazione tedesca*;
 - il *controllo* dell'offerta di moneta (il “quartetto inconciliabile”).
- Francia e Germania *non* pensavano a un *accordo allargato*, ma a un *accordo limitato*: doveva riguardare solo loro due più il Benelux (ed eventualmente l'Austria e qualche paese nordico); un accordo *che escludesse* in particolare i PIGS.
- Il modello era quello di una **Eurozona a due velocità**.

Il Trattato di Maastricht

- La soluzione per escludere i “paesi inaffidabili” era basata su *due elementi*:
 - ① lasciare *liberi* i singoli Stati membri *di non aderire* alla costituenda Eurozona;
 - ② imporre a tutti gli Stati il *rispetto di requisiti* molto *severi* per poterne far parte.
- Il trattato di Maastricht stabiliva **cinque requisiti**:
 - convergenza dell'*inflazione*;
 - convergenza dei *tassi di interesse* a lungo termine;
 - stabilità dei *tassi di cambio*;
 - riduzione del *disavanzo* dello Stato;
 - riduzione del *debito pubblico*.
- Questi requisiti *non* servivano a realizzare un'area valutaria ottimale, *ma* a escludere i **PIGS**.

I requisiti di Maastricht sono ancora in vigore per regolare l'ingresso nell'area euro dei paesi dell'UE che ne sono ancora fuori.

I vizi di nascita dell'Eurozona

Se si fosse voluto per davvero trasformare l'economia della UE in un'area valutaria ottimale gli *impegni* da richiedere ai singoli paesi avrebbero dovuto essere *altri*, con l'**obiettivo** di rendere le loro **economie** sempre **più omogenee e integrate**. Così non è stato e, come mostra l'esame dei parametri di Maastricht **non era** neppure **voluto** (e i *mercati* se ne sono accorti subito).

C'erano anche **altre gravi carenze**:

- La *politica monetaria*:
 - strumenti e obiettivi della BCE;
 - struttura decisionale della BCE.
- Le *politiche di bilancio*:
 - *niente* a livello comunitario;
 - stringenti *vincoli* al livello dei singoli Stati (Patto di Stabilità).
- Grave sottovalutazione del ruolo e della necessità (nell'Eurozona) delle "*politiche regionali*".
- È mancata (a lungo) la spinta all'armonizzazione delle istituzioni (banche, mercati del lavoro, istituti di welfare).

L'UE come confederazione di Stati indipendenti. Le *funzioni-obiettivo* rilevanti restano (ancora) quelle degli Stati. I *meccanismi decisionali* nell'Eurozona rispecchiano la rilevanza attribuita alle funzioni-obiettivo nazionali.

Motivi dell'adesione italiana

- I **difetti** di nascita dell'euro erano **noti**. Molti studiosi ne sconsigliavano l'adozione e prevedevano un futuro fosco per la moneta unica.
- Tuttavia, nonostante che l'**impegno** per rientrare nei parametri di Maastricht fosse **gravoso** (richiedeva *politiche* monetarie e di bilancio con conseguenze *recessive*), l'Italia decise di provare lo stesso ad aderire (e anche gli altri PIGS preero la stessa decisione).
- Per noi (come per gli altri paesi) i **vantaggi** attesi dall'adesione erano **individuali** e **specifici**:
 - ① **Disciplinare la politica** attraverso un **vincolo esterno**.
 - ② Eliminare il rischio di cambio. Conseguente **riduzione** dei **tassi di interesse** (vantaggi sul costo e sul finanziamento del *servizio* del *debito pubblico*, e sul costo e sul finanziamento degli *investimenti* privati).
- Gli altri PIGS avevano obiettivi in parte simili.
- **Nessuno** – né i promotori (Francia e Germania) né gli aderenti (i PIGS) – aveva una strategia **per l'Europa**.

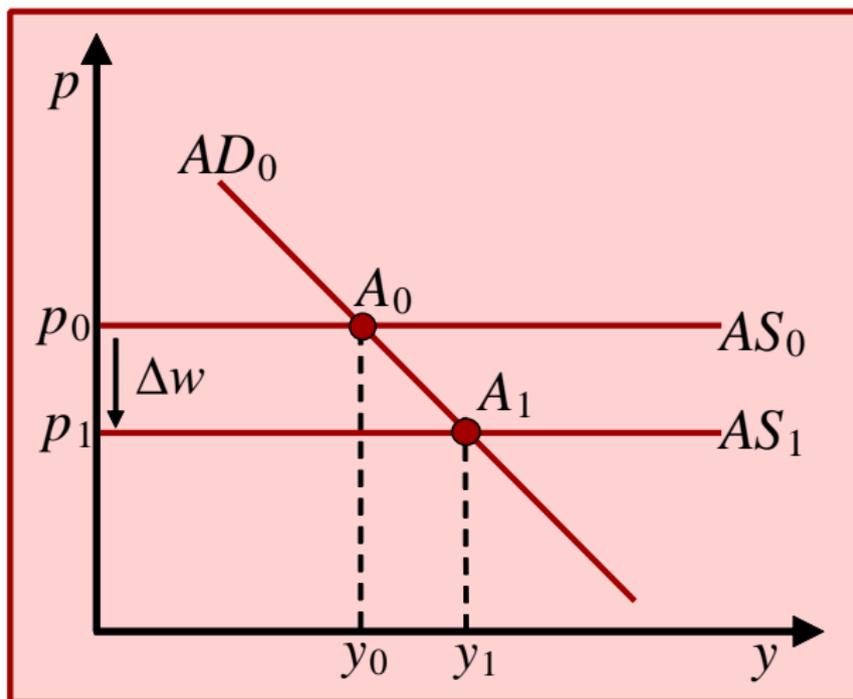
Come funziona un'economia dentro l'Eurozona

I paesi che avevano deciso di aderire all'Eurozona fecero i “compiti a casa” e, tutto sommato, arrivarono all'appuntamento puntuali e con i compiti fatti: *venti anni fa* cominciò appunto l'avventura dell'*euro* (l'Italia non era in regola col debito, ma si decise di chiudere un occhio; la Grecia aderì un po' in ritardo).

Per avere un'idea di come funziona l'economia dell'Eurozona, ci serviremo di un semplice modello macroeconomico, quello della **Domanda e Offerta aggregata** (*AD-AS*), adattato per considerare una *piccola economia aperta* con *moneta unica* e perfetta *mobilità dei capitali*:

- La **domanda aggregata** (la somma di consumi C , investimenti I , spesa pubblica G ed esportazioni nette Bc) è una relazione decrescente tra prodotto y e prezzi p . La *posizione* della curva dipende anche dalla *politica monetaria*, dalle *politiche di bilancio* e dalla domanda del *resto del mondo*.
- L'**offerta aggregata** è una relazione orizzontale (o crescente) sempre tra prodotto e prezzi. La sua posizione dipende dai *costi* (lavoro, materie prime, ecc.), dal *tasso di cambio* con le monete degli altri paesi e dal grado di *concorrenza* nei mercati interni.
- L'**equilibrio macroeconomico** (di *breve periodo*) è identificato dal *punto di incontro* tra le due curve.

Il grafico del modello $AD-AS$



Dinamiche e politiche di breve periodo

L'**equilibrio** di breve periodo (y_0) dipende dalla **posizione** delle due **curve**. Perciò cambia quando una delle due curve si sposta (o quando si spostano entrambe).

- Provocano uno spostamento della curva della **domanda aggregata** (a destra o a sinistra):
 - variazioni delle componenti autonome della *spesa interna*;
 - politiche di *bilancio* dei singoli paesi (oppure, se c'è, del bilancio dell'area);
 - politica *monetaria* (che, per l'ipotesi di moneta unica, è delegata all'unica Banca centrale),
 - variazioni della domanda aggregata del *resto del mondo*.
- Provocano uno spostamento della curva dell'**offerta aggregata** (in alto o in basso):
 - variazioni dei *costi* (lavoro, ossia salario su produttività, materie prime, ecc.)
 - variazioni del grado di *concorrenza* nei mercati.
- Provocano uno spostamento di **entrambe le curve**:
 - variazioni del *tasso di cambio* con i paesi del resto del mondo;
 - variazioni della *competitività* delle imprese del paese.

In alcuni paesi dell'Eurozona alcune di queste possibilità sono precluse.

Dinamiche di lungo periodo

Il **prodotto potenziale** (o di *lungo periodo*) dipende dalla quantità di *risorse disponibili*: lavoro, capitale, TFP. Il **prodotto effettivo** (o di *breve periodo*) dipende dal loro **grado di utilizzo**.

Per avere **crescita economica** è necessario che aumentino le risorse disponibili:

- Il **lavoro**: dipende dalla *popolazione* in età di lavoro e dal tasso di *partecipazione* (nodi problematici: la demografia; i giovani; la forza lavoro femminile; gli immigrati);
- Il **capitale**: dipende dagli *investimenti* (pubblici e privati);
- La **TFP**: dipende dai progressi della *tecnologia* (istruzione, ricerca, *R&D*) e dall'efficienza delle *istituzioni* e delle *organizzazioni*.

Nelle **unioni monetarie** l'assenza del *vincolo estero* consente il formarsi e permanere di *squilibri* nelle *partite correnti* dei singoli paesi, i quali tendono a dividersi tra *paesi in surplus* sistematico e *paesi in deficit* sistematico.

Da due relazioni macro

$$S = I + D + Bc \quad \text{e} \quad Bp = Bc + Bk$$

conseguo che il **risparmio** dei paesi in **surplus** può finanziare l'**investimento** dei paesi in **deficit**.

Il lato “buono” dell’integrazione finanziaria

Il flusso di capitali dai paesi in surplus verso i paesi in deficit comporta *vantaggi* per *entrambi*, sia nel breve che nel lungo periodo. Assumiamo $Bp = 0$ e, provvisoriamente, $D = 0$.

Nel **breve periodo**:

- i paesi in surplus (quelli più competitivi e, in genere, più avanzati) possono collocare l’eccesso di risparmio (che in un’economia chiusa avrebbe effetti recessivi):

$$S - I = Bc > 0$$

- i paesi in deficit (quelli meno competitivi e, in genere, più arretrati) possono finanziare più investimenti di quanto sarebbe consentito dal proprio risparmio (con conseguenti effetti espansivi):

$$I = S + Bk > S$$

Nel **lungo periodo**:

- il maggior flusso di investimenti dei paesi in deficit ne *accelera la crescita*, che promuove la *convergenza* tra i due tipi di paesi.
- Col tempo, i paesi in deficit diventano più competitivi, sicché a un certo punto si inverte il segno delle partite correnti (Bc). Due esempi famosi: le ferrovie USA dell’800; la Norvegia e il petrolio del mare del Nord).

Il “lato oscuro” dell’integrazione finanziaria

La realtà è più *complicata* del modello tratteggiato nelle *slides* precedenti.

I capitali (esteri, ma anche interni) cercano gli impieghi col maggiore rendimento atteso, che possono non essere quelli che accrescono il capitale e la produttività:

- Nel caso che il paese di destinazione presenti *disavanzi di bilancio* ($D > 0$), possono decidere di acquistare titoli del debito pubblico. E non è affatto scontato che i disavanzi servano a finanziare investimenti pubblici.
- I finanziatori (esteri, ma anche interni) possono preferire *impieghi speculativi* di brevissimo periodo.

Conseguenze:

- Tutto ciò che viene sottratto al finanziamento (privato o pubblico) degli investimenti produttivi *riduce* la *crescita* e *rallenta* il processo di *convergenza*.
- Il *sistema* complessivo diventa molto *più instabile*, perché dipende dal flusso di finanziamenti esteri che può improvvisamente ridursi o cessare:
 - perché si riduce il risparmio del paese in surplus;
 - perché l’impiego nel paese in deficit viene considerato troppo rischioso.
- In entrambi i casi il paese in deficit finisce in recessione. In regime di moneta unica questo avviene anche perché la frequente trasformazione del debito estero in debito pubblico impone l’adozione di politiche restrittive.

Implicazioni per l'Eurozona

Quanto detto finora ci consente di stabilire **alcuni punti**.

- (i) L'unione monetaria è stata *pensata male* e *realizzata peggio*. In particolare la politica economica dell'UE (ma anche quella dei singoli Stati aderenti) disponeva di *pochi* e deboli *strumenti* per *gestire* l'insorgere di *squilibri* tra economie non omogenee. Questo giustificava le perplessità avanzate, fin dall'inizio da numerosi studiosi.
- (ii) I motivi per cui molti paesi (ma non tutti) hanno deciso di partecipare, avevano poco a vedere con le prospettive dell'Unione Europea e molto a che vedere con i *vantaggi* che ciascun *singolo* paese si attendeva dalla sua adesione.
- (iii) Tuttavia i *vantaggi sistemici* dell'unione monetaria, che pure esistono, potevano manifestarsi e produrre effetti finché il barometro del quadro economico mondiale restava sul "bello stabile", cosa che appunto avvenne nei primi anni del secolo e che giustifica il giudizio di tranquilla soddisfazione nei confronti dell'euro prevalente in quegli anni.

Implicazioni per l'Eurozona (segue)

- (iv) Si sarebbe potuto (e dovuto) approfittare di quei primi anni di “vacche grasse” per accelerare il processo di *trasformazione* delle economie dei paesi aderenti in un'*area valutaria ottimale*, lavorando (a) per rendere più omogenee le *strutture* e le *istituzioni*, (b) per rendere più integrati i *mercati* e (c) per dotare l'Eurozona di *strumenti* più efficaci di *politica economica*. Qualcosa è stato fatto, ma in modo troppo lento e timido. I motivi sono noti (gli obiettivi divergenti dei singoli Stati), ma si è trattato di una occasione perduta.
- (v) L'esigenza di approfittare di quegli anni per *recuperare il ritardo* era particolarmente importante per i *paesi deboli* (i PIGS), caratterizzati da elevati debiti pubblici, ritardi nella struttura produttiva, modesta dinamica della produttività. *Non lo hanno fatto*: si sono comportati da *free rider* (Grecia) o da “cicale” (Italia); o si sono indebitati troppo (Spagna).
- (vi) I paesi forti e l'UE li hanno lasciati fare, disinteressandosi dei loro problemi (ma la campana avrebbe suonato anche per loro).

La crisi finanziaria e la crisi dell'euro

- Nel 2008 è esplosa la **crisi finanziaria mondiale**, che ha innescato gli anni della **grande recessione**. E allora sono esplose tutte le contraddizioni che erano rimaste sotto traccia negli anni precedenti.
- I **paesi in deficit** sono stati coinvolti in una spirale recessiva (aggravata dalla trasformazione dei debiti esteri in debiti pubblici). L'Eurozona non disponeva di adeguati strumenti (bilancio) per sostenere la domanda aggregata. Gli unici che avrebbero potuto attivare politiche espansive erano i **paesi in avanzo**; ma non le attivarono.
- Questo spiega l'emergere dell'atteggiamento di **ripulsa** nei confronti dell'unione monetaria. A questo punto i **mercati finanziari** hanno cominciato a **scommettere** sulla **fine dell'euro**.
- Il suo salvataggio è stato realizzato da **Draghi**, che ha guidato la BCE lungo strade innovative.
- Da sola, la politica monetaria non era sufficiente, sicché in Europa la recessione è stata molto più lunga che in America. Ma ha aiutato.

Dalla ripulsa all'accettazione

Perché negli ultimi anni **il clima è cambiato**? Perché si è passati, cioè, da un atteggiamento di **ripulsa** («uscire dall'euro!») a uno di **accettazione** («tutto sommato, meglio tenerlo»)? Ci sono **due motivi** principali:

- 1 **Uscire** è molto **costoso** (altro discorso quello di non entrare).
 - il **percorso** per realizzare l'uscita è irto di difficoltà e di ostacoli;
 - **a regime**, i vincoli che dovrebbe sopportare una piccola economia aperta che abbandonasse l'Eurozona sarebbero molto pesanti. Si può mostrare (cfr. Rodano 2015) che gran parte delle **condizioni** per sopravvivere con l'euro **sono le stesse** che andrebbero rispettate per sopravvivere senza l'euro.
- 2 L'**Eurozona non è statica**: la sua **struttura** e le sue **istituzioni** continuano a evolvere (lentamente) nella direzione di un'**area valutaria ottimale**.
 - Primi passi verso l'**integrazione**: il **mercato unico** (merci e capitali).
 - Primi passi verso l'**omogeneità**: armonizzazione delle istituzioni; convergenza delle strutture.
 - Il più resta da fare. Ma quel poco che si è fatto finora rende sempre meno conveniente la decisione di uscire. Si pensi alla lezione della Brexit (che oltretutto non fa parte dell'Eurozona).