Facoltà di Scienze Politiche - Università di Bari

Corso di Politiche Economiche Europee

Prof. Gianfranco Viesti

Modulo 10

L'Integrazione Monetaria: lo SME

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.

Bretton Woods

- Sistema basato sulla centralità degli USA (paese più potente del mondo ha valuta centrale);
- Ma dollaro è vincolato.

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 Crollo di Bretton Woods

- 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*

- 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**

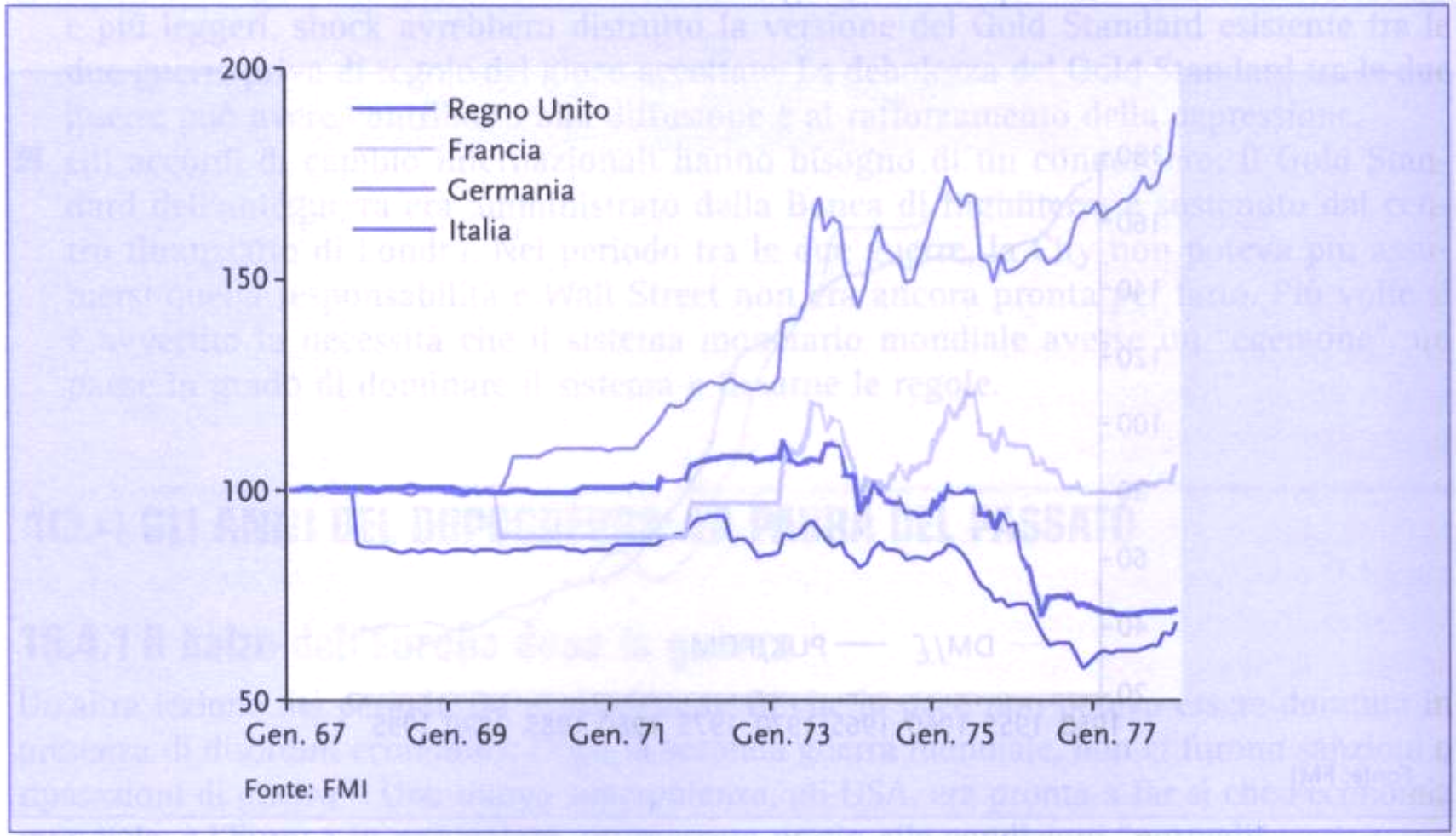


Figura 10.4 I tassi di cambio del dollaro (gennaio 1967-dicembre 1977)

Tassi di cambio flessibili

- L'accordo giamaicano cambiò lo statuto del FMI per conformarsi alla nuova realtà di tassi di cambio flessibili
  - Si accettano i tassi di cambio flessibili
  - L'oro non è più un'attività di riserva
  - Le quote del FMI sono aumentate
- Il FMI mantiene il suo compito di aiutare i paesi a far fronte alle crisi macroeconomiche e valutarie.

I tassi di cambio dal 1973

- I tassi di cambio sono stati più volatili per diverse ragioni:
  - Crisi petrolifera -1971
  - 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.

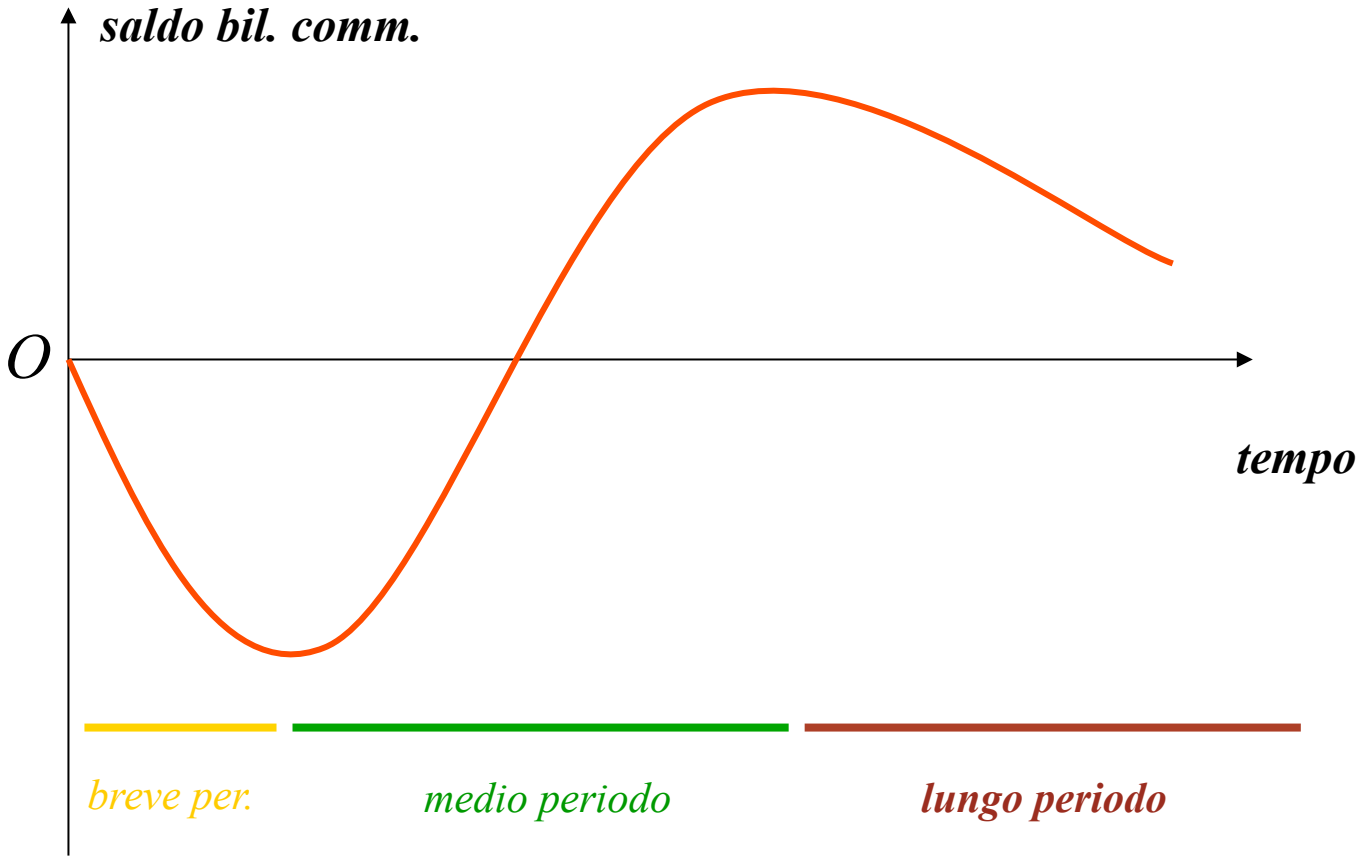
Normalmente l'effetto è diverso nel tempo.

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 $\longrightarrow$ export $\longrightarrow$ 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

Elemento 1: la griglia delle parità

- vengono fissati i cambi di tutte le valute (parità centrali)
- 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 ECU=1 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

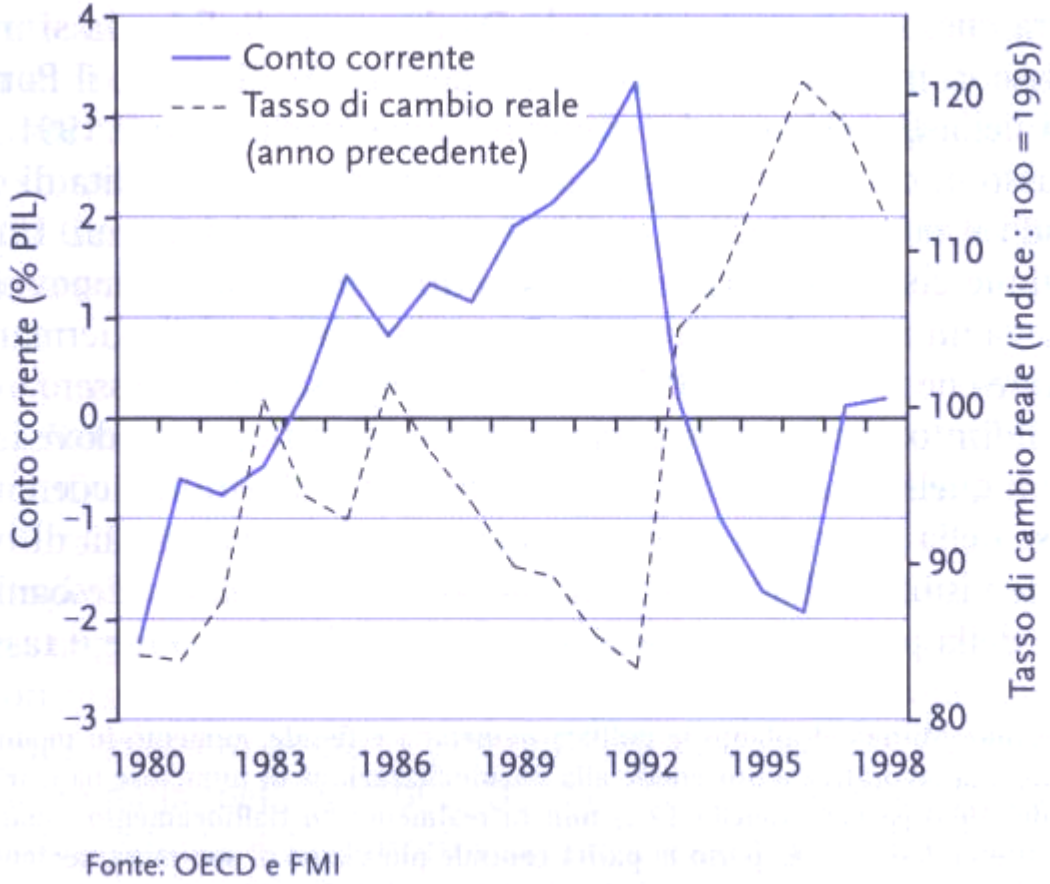


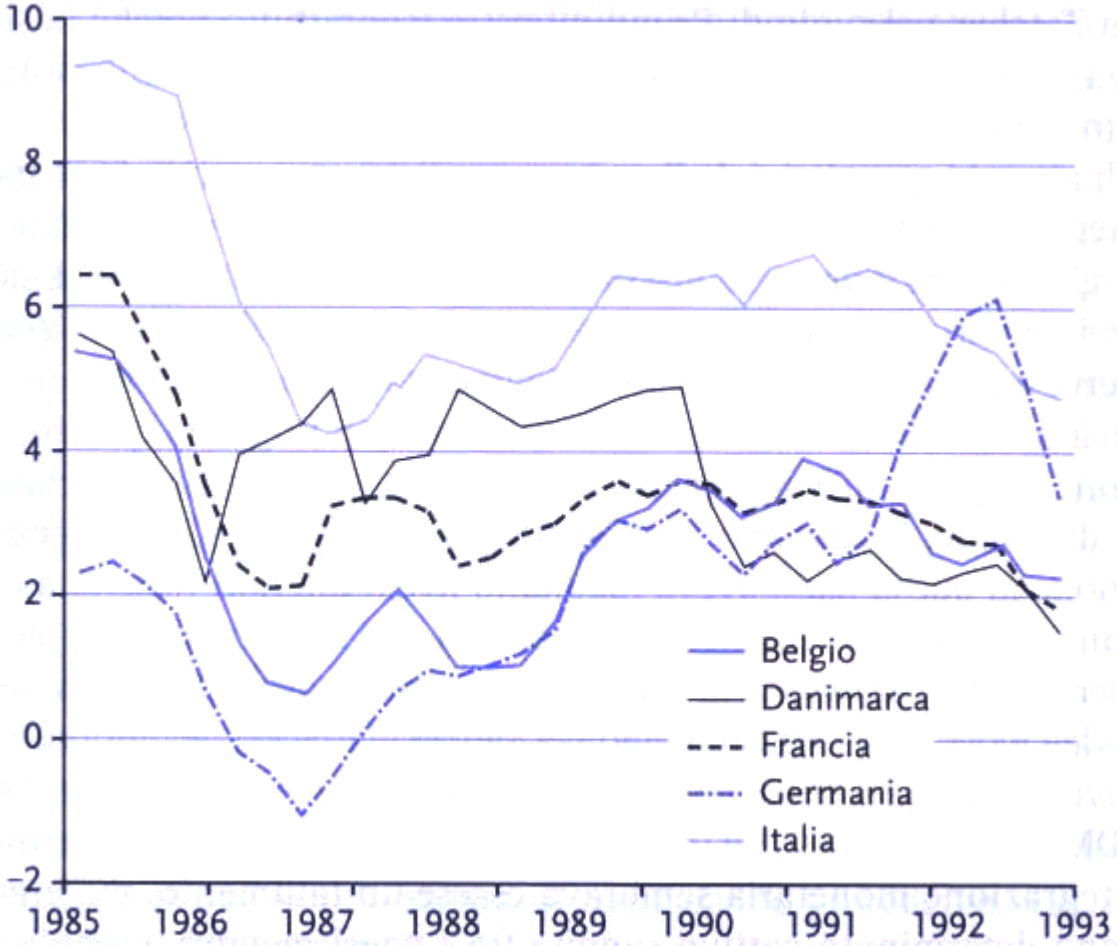
Figura 12.2 L'Italia nello SME

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 viene respinta ratifica del Trattato di Maastricht: crescono dubbi su moneta unica

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



Fonte: FMI

- 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 di fiducia 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.

Valutazioni sullo SME fino all'euro

- Inflazione si riduce significativamente (ma anche nei paesi non-SME);

- Restrizioni ai movimenti dei capitali rendono possibile contenere attacchi speculativi, mentre libertà dei movimenti dei capitali rende impossibile difesa illimitata cambio e annulla indipendenza politiche monetarie.

1993-99 e dal 1999 in poi

- Vige 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.

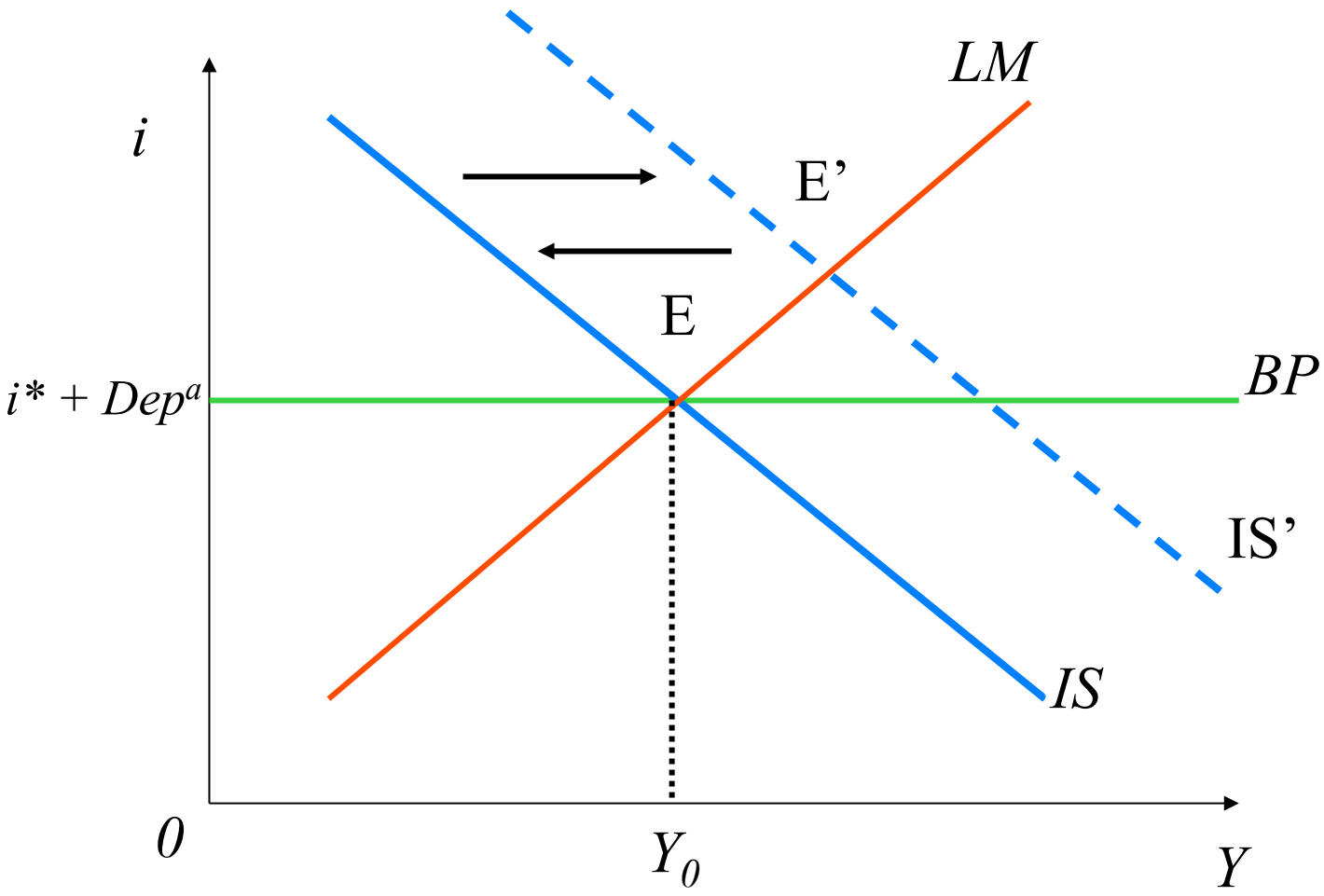
Ipotesi: perfetta mobilità dei capitali.

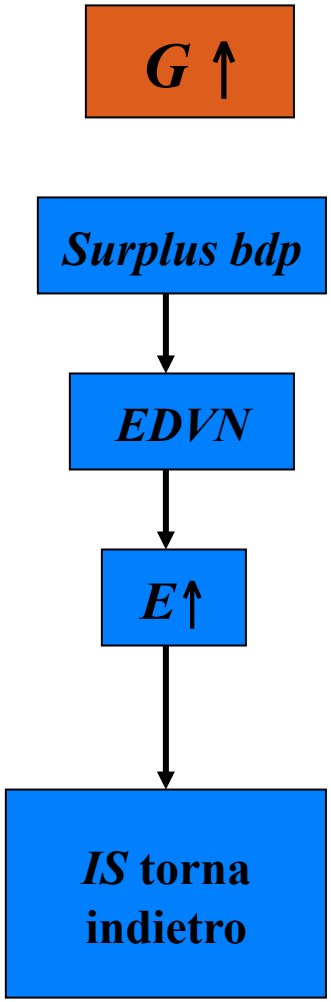
Cambi flessibili. Politica fiscale espansiva.

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;

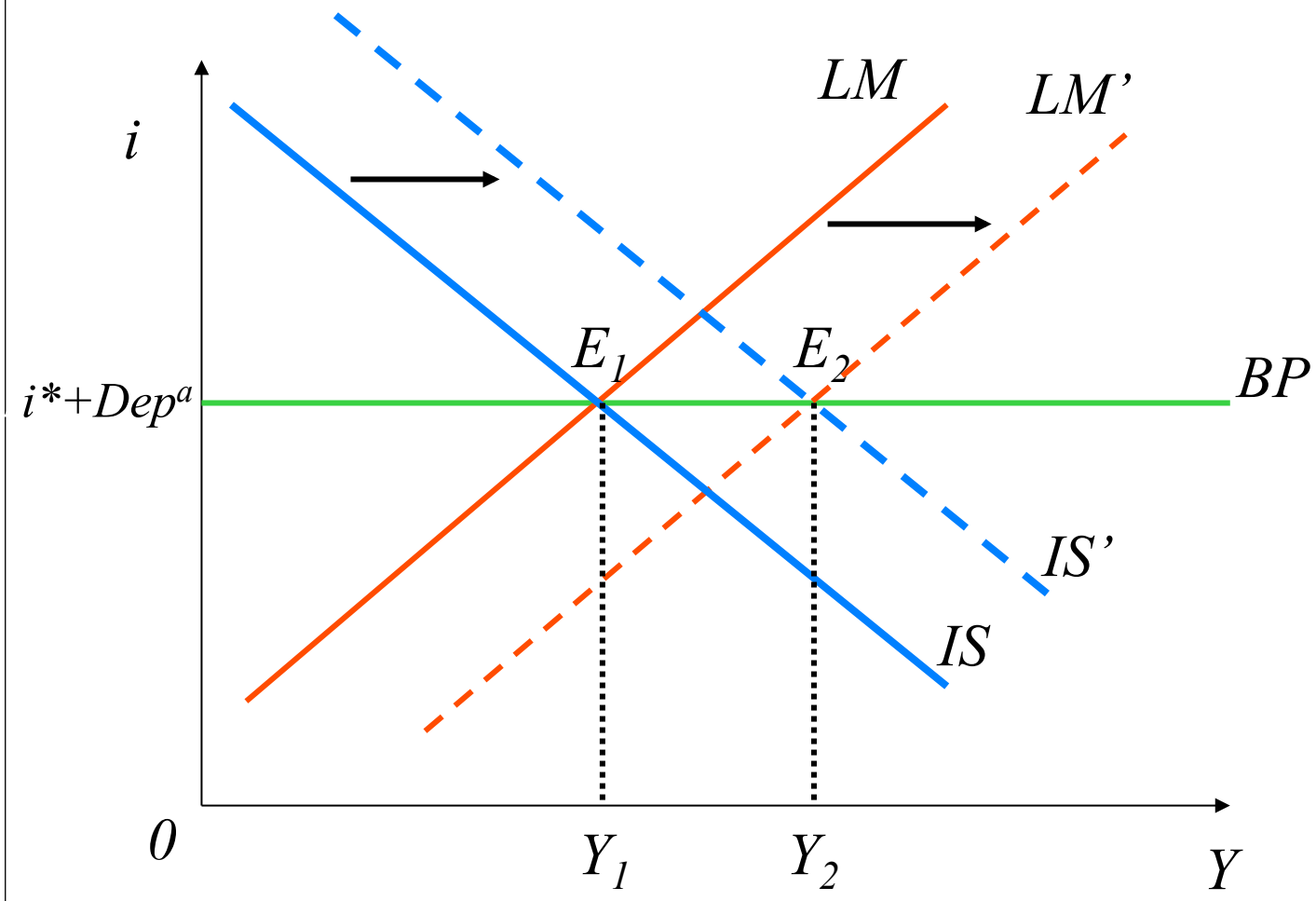
Si creano deficit gemelli (*twin deficits*).

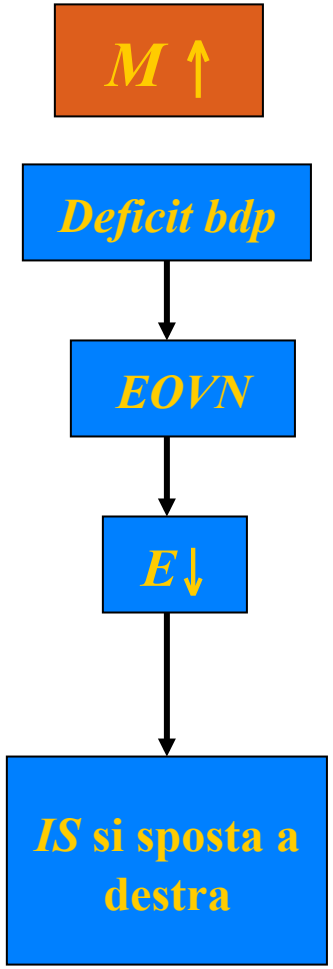
Cambi Flessibili e Politica Monetaria Espansiva

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

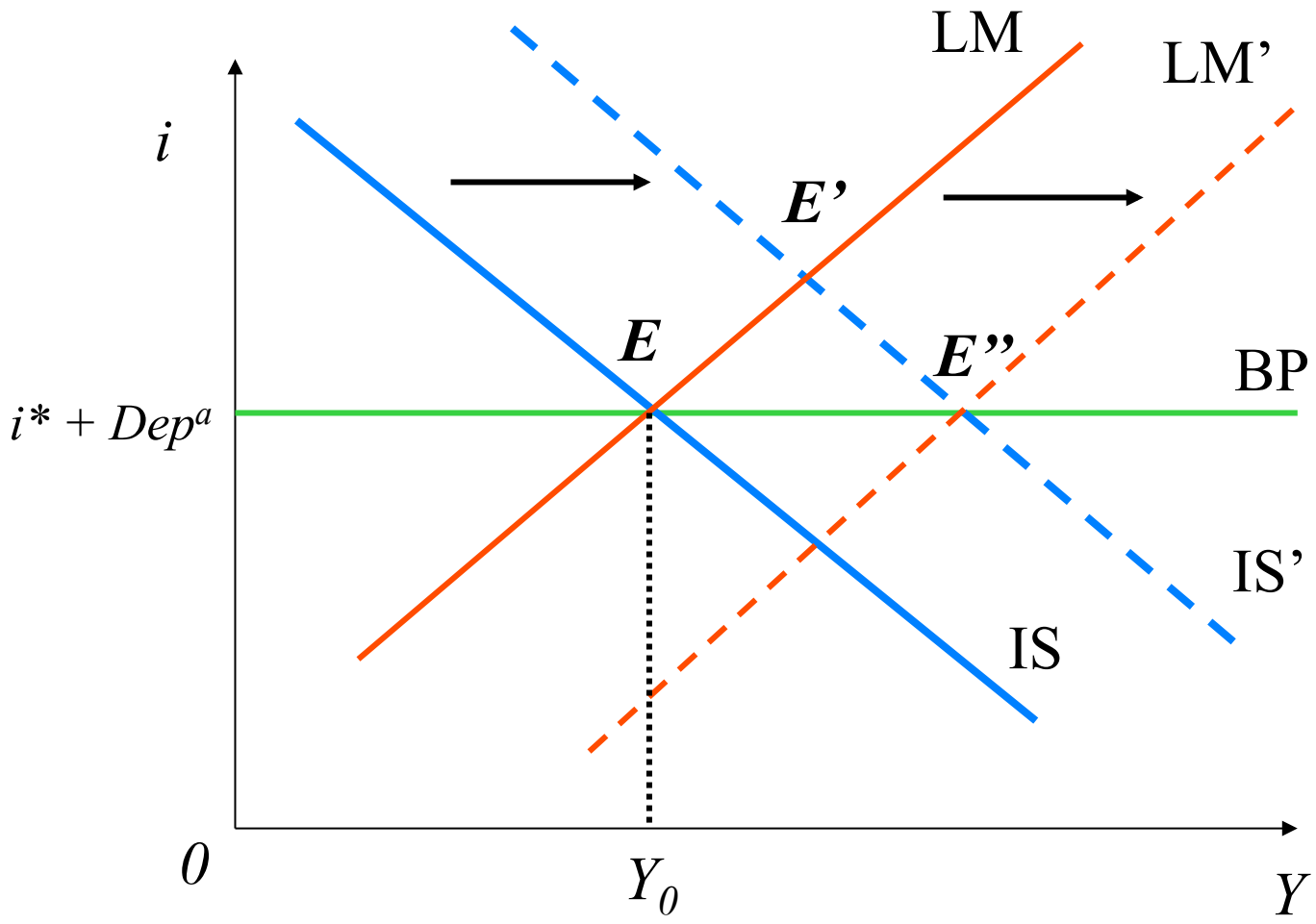
- Banca Centrale stabilisce tasso di cambio;
- Qualsiasi eccesso di domanda o offerta di valuta nazionale (estera) al tasso di cambio fissato è compensato con una variazione automatica delle riserve ufficiali.

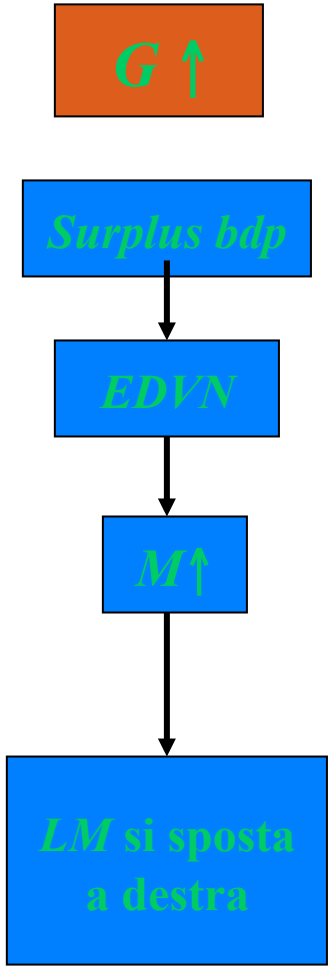
Cambi Fissi e Politica Fiscale Espansiva

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.

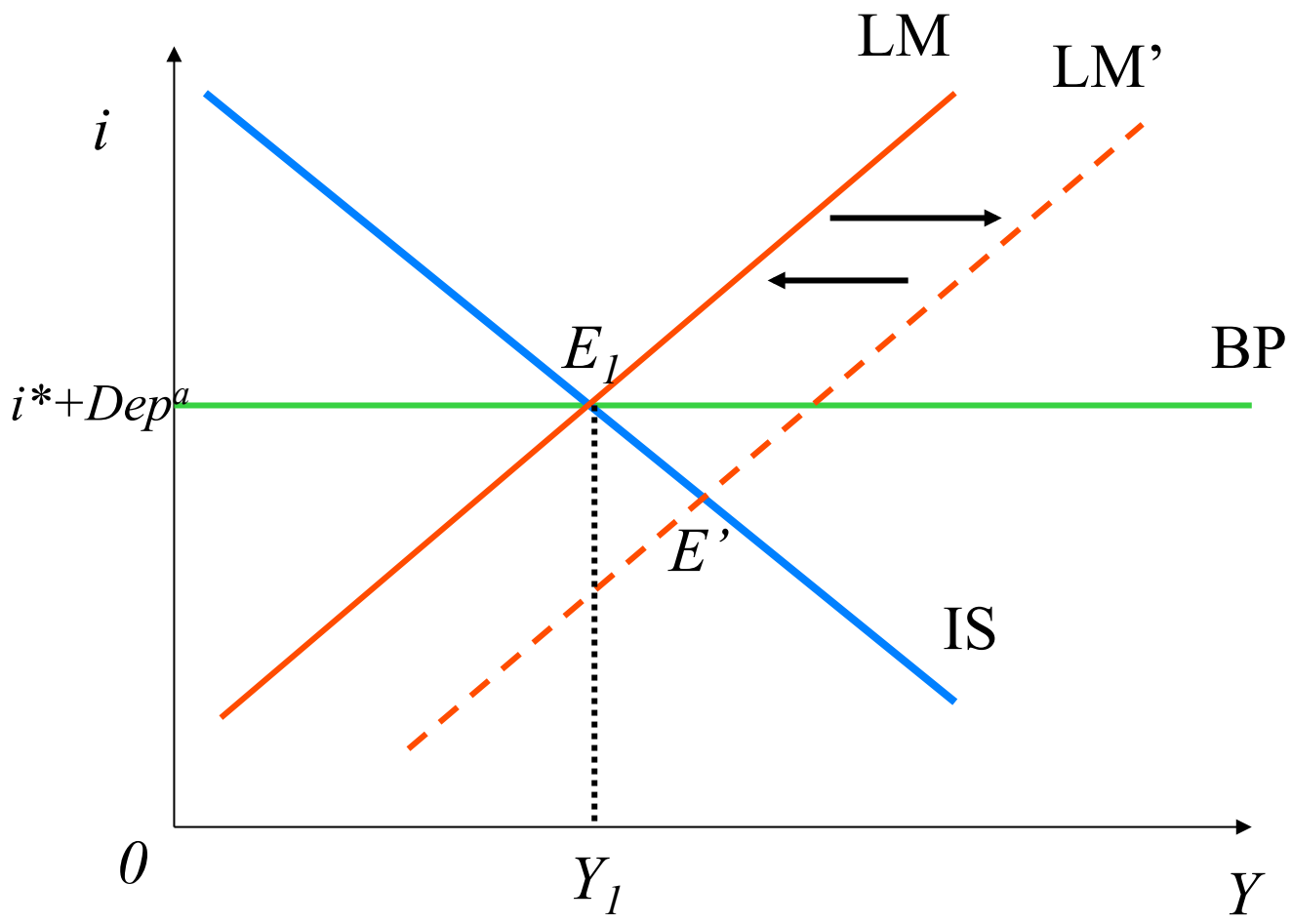
Problema! Aumento dell'offerta di moneta può provocare inflazione.

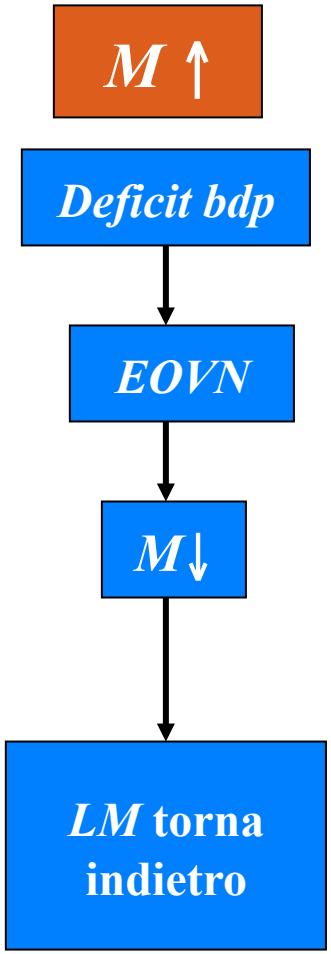
Cambi Fissi e Politica Monetaria Espansiva

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