



TORTUGA
non arrivarci per contrarietà

20 anni di Euro, bilanci e prospettive

Indice

1

- Intro - le *aree valutarie ottimali*

- Le dimensioni dell'impatto dell'Euro
 - Prezzi
 - Finanze pubbliche
 - Commercio internazionale
 - Produttività

- Conclusioni

Teoria delle *aree valutarie ottimali* (OCA)

Attribuita al premio Nobel Robert Mundell (1961) e ad altri “pionieri” della materia, quali Ronald McKinnon (1963) e Peter Kenen (1969)



COMMUNICATIONS

657

10. *United States v. E. I. duPont de Nemours and Co.*, 351 U.S. 377 (1956).
11. *United States v. E. I. duPont de Nemours and Co.*, 353 U.S. 586 (1957).
12. U. S. Senate Report No. 1775, 81st Cong., 2d Sess., 1950. *Amending Act to Supplement Existing Laws Against Unlawful Restraints and Monopolies.*

A Theory of Optimum Currency Areas

It is patently obvious that periodic balance-of-payments crises will remain an integral feature of the international economic system as long as fixed exchange rates and rigid wage and price levels prevent the terms of trade from fulfilling a natural role in the adjustment process. It is, however, far easier to pose the problem and to criticize the alternatives than it is to offer constructive and feasible suggestions for the elimination of what has become an international disequilibrium system.¹ The present paper, unfortunately, illustrates that proposition by cautioning against the practicability, in certain cases, of the most plausible alternative: a system of national currencies connected by flexible exchange rates.

A system of flexible exchange rates is usually presented, by its proponents,² as a device whereby depreciation can take the place of unemployment when the external balance is in deficit, and appreciation can replace inflation when it is in surplus. But the question then arises whether all existing national currencies should be flexible. Should the Ghanaian pound be freed to fluctuate against all currencies or ought the present sterling-area currencies remain pegged to the pound sterling? Or, supposing that the Common Market countries proceed with their plans for economic union, should these countries allow each national currency to fluctuate, or would a single currency area be preferable?

The problem can be posed in a general and more revealing way by defining a currency area as a domain within which exchange rates are fixed and asking: What is the appropriate domain of a currency area? It might seem at first that

Caratteristiche principali delle OCA

Mobilità del lavoro e degli altri fattori di produzione

- Un alto livello di **integrazione nel mercato dei fattori di produzione** riduce la necessità di aggiustare il loro costo tramite il tasso di cambio in presenza di shock esogeni (Mundell, 1961).
- Un simile ragionamento è applicabile anche alla **mobilità della forza lavoro**.

Flessibilità nominale

- In presenza di flessibilità di **prezzi e salari** vi è minore necessità di compensare gli effetti di uno shock esogeno tramite il tasso di cambio (Friedman, 1953).
- Tuttavia, in caso di rigidità di uno dei due, la perdita di sovranità monetaria rappresenta un **ostacolo** (Kawai, 1987).

Apertura e diversificazione economiche

- L'apertura ai **movimenti di capitali** consente l'ingresso e l'uscita di flussi finanziari senza dover ricorrere necessariamente al tasso di cambio (Ingram, 1962).
- Minori **barriere all'ingresso per beni e servizi** consentono alle variazioni nei prezzi di trasmettersi in modo più diretto ai consumatori (McKinnon 1963).
- Maggiore **diversificazione** diluisce l'impatto di shock esogeni, diminuendo anche la dipendenza da aggiustamenti del tasso di cambio (Kenen, 1969).

Integrazione fiscale e politica

- La presenza di un **sistema di trasferimenti fiscali** può compensare per la perdita di sovranità monetaria in presenza di shock (Kenen, 1969).
- Tuttavia, la realizzazione del punto precedente richiede un **alto livello di integrazione e concordanza politica** (Mintz, 1970).

In sintesi...

Benefici principali

- Maggiori possibilità di utilizzo della moneta.
- Sparizione **dell'incertezza del tasso di cambio** e maggiore trasparenza nei prezzi → stimolo alla concorrenza, agli investimenti e al commercio (in generale alla riallocazione delle risorse).
- Mercati finanziari più trasparenti e integrati.
- **Minori costi di transazione.**
- **Maggiore uso della valuta a livello internazionale.**

Svantaggi principali

- Costi legati al passaggio al nuovo sistema e alla creazione di un corpo amministrativo sovra-nazionale.
- I governi nazionali **perdono potere di gestione dell'inflazione.**
- In generale, **si riduce il mix di policy da poter attuare** in caso di shock al ciclo economico.



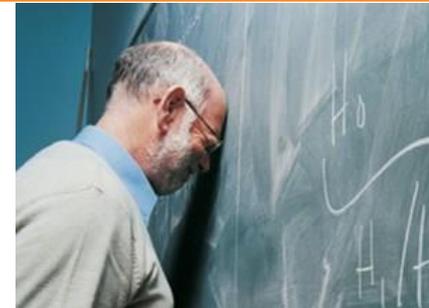
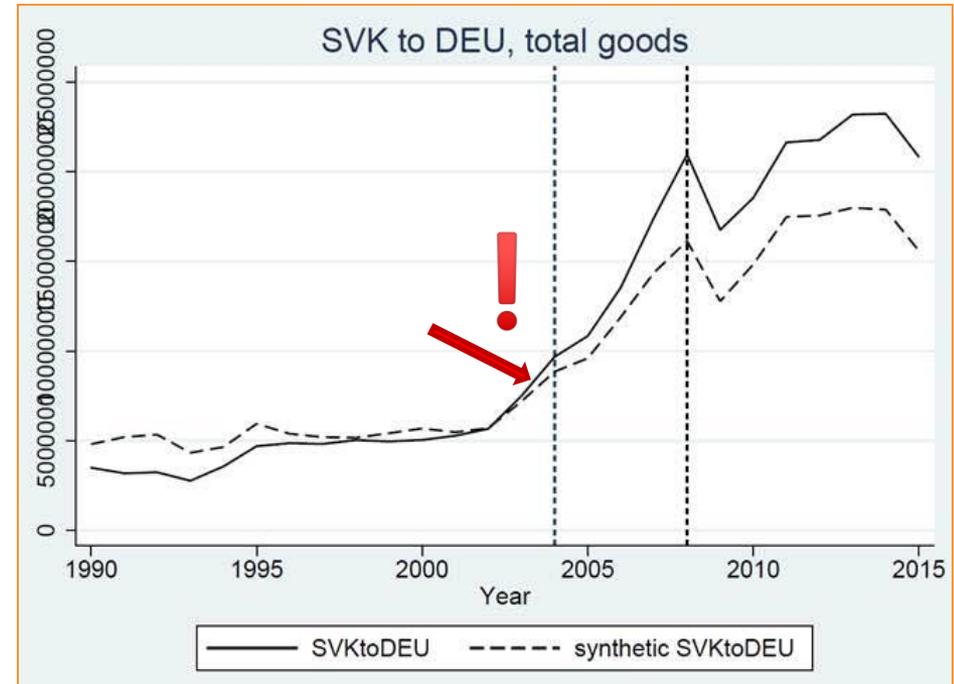
“there is no ready-to-use theory for assessing the costs and benefits of economic and monetary union (EMU)”

(One Market One Money; Emerson et al. 1992)

Preambolo: difficoltà nella valutazione empirica

ENDOGENEITÀ

- Mancanza di controfattuale
- Presenza di molti altri fattori che possono aver disturbato l'effetto "puro" della sola adozione dell'euro
- Anticipazione del "trattamento"
- Incertezza riguardo al canale da testare, nonché riguardo alle stesse variabili dipendenti



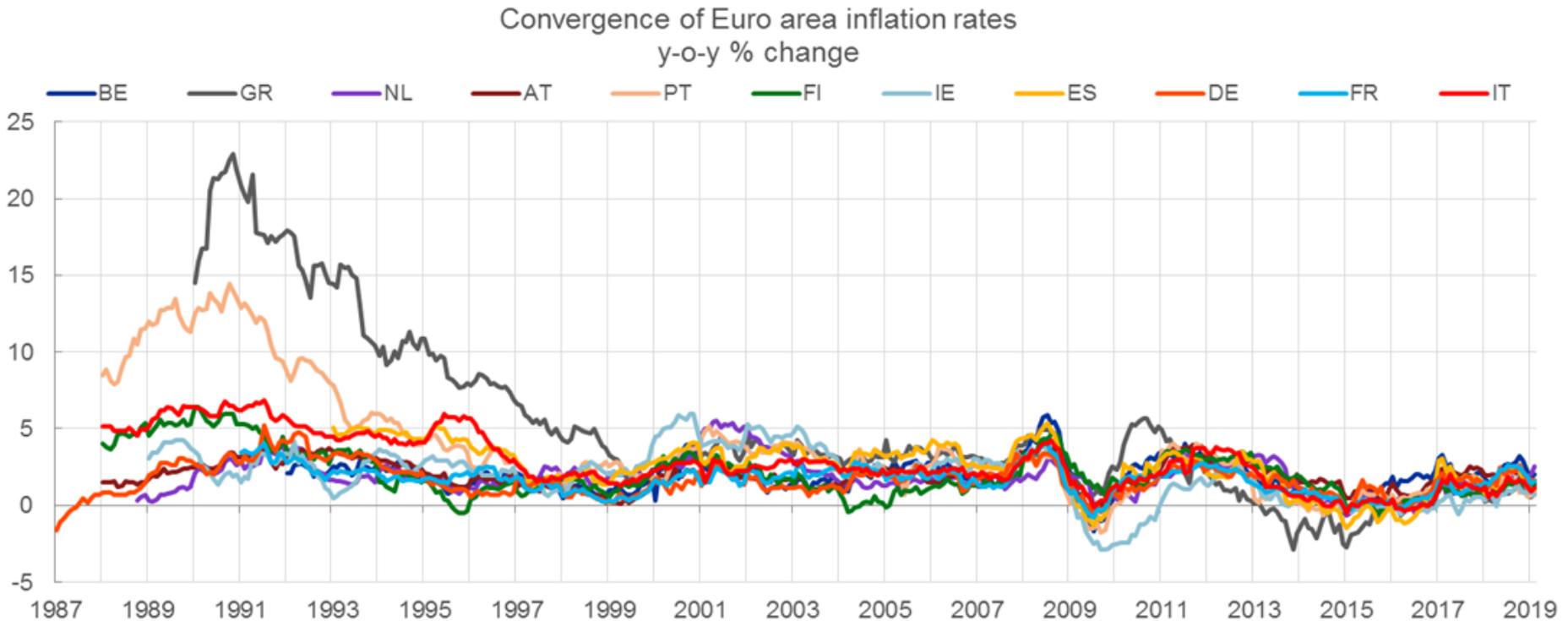
Indice

- Intro - le *aree valutarie ottimali*

2

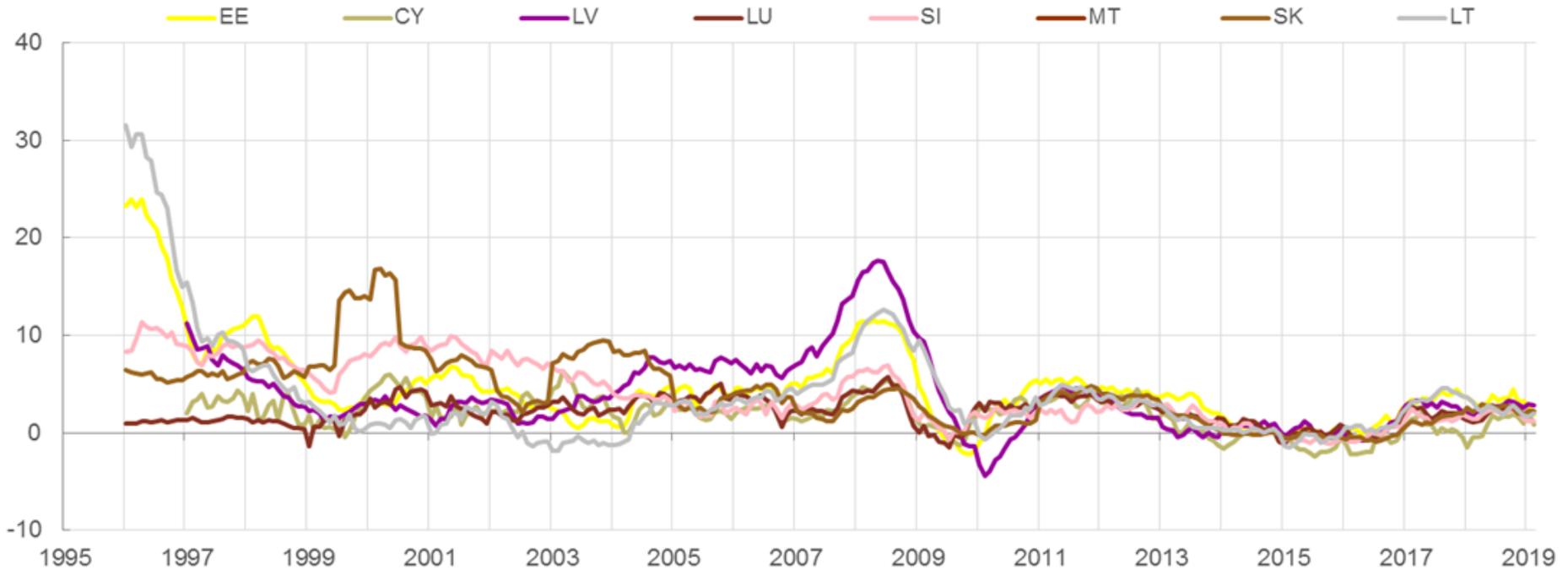
- Le dimensioni dell'impatto dell'Euro
 - Prezzi
 - Finanze pubbliche
 - Commercio internazionale
 - Produttività
- Conclusioni

Prezzi – convergenza dei tassi di inflazione



Fonte: Eurostat

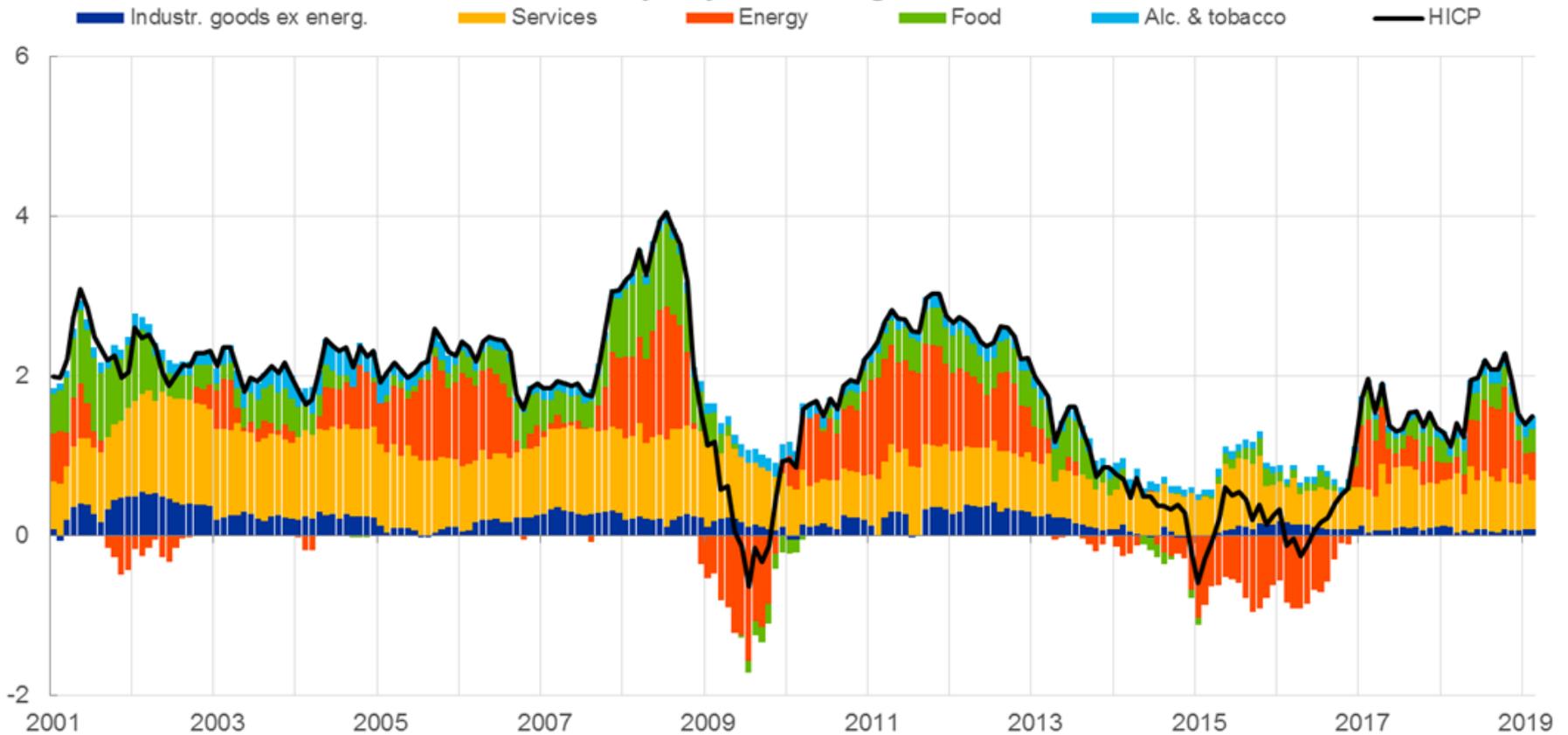
Prezzi – convergenza dei tassi di inflazione (2)



Fonte: Eurostat

Prezzi – ultimi trend

HICP Euro Area - changing composition
y-o-y % change



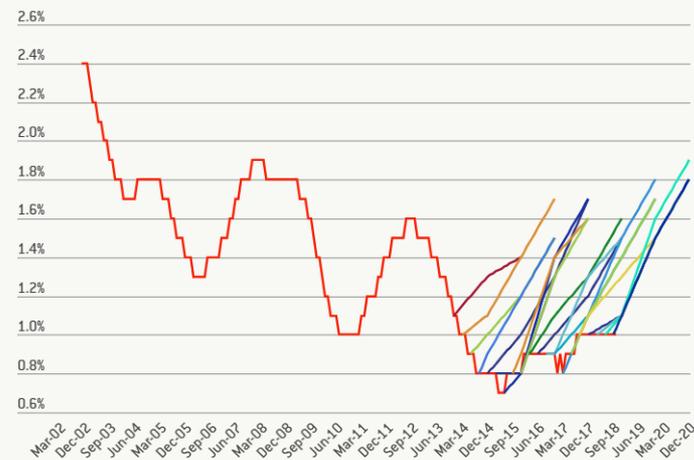
Fonte: Eurostat

Prezzi – questioni ancora aperte

- L'*inflation anchor* e la *foreward guidance* della BCE si sono mostrate efficaci in passato, ma hanno perso punti negli ultimi anni ([Łyziak & Paloviita 2017](#); [Filardo & Hoffman 2014](#))
- Diversi fattori hanno impedito all'inflazione di raggiungere il target del 2% nel periodo post crisi ([Ciccarelli et al. 2017](#))
- Poco spazio di manovra in tempi di *0 lower bound*.

Articolo di Bruegel sull'accuratezza delle previsioni della BCE

Figure 1: ECB staff macroeconomic projections for euro-area core inflation (moving 12 months average rate of change)



Finanze pubbliche – fosche premesse

- L'inadeguatezza dell'area euro a gestire shock finanziari e macroeconomici esterni è una fonte di debolezza ben nota sin da prima della sua inaugurazione (Feldstein 1997; Wyplosz 1997; Lane 2006)

- Rinuncia allo strumento della svalutazione della moneta è rischioso se mancano **strumenti di compensazione**



- Unione fiscale
- Unione bancaria

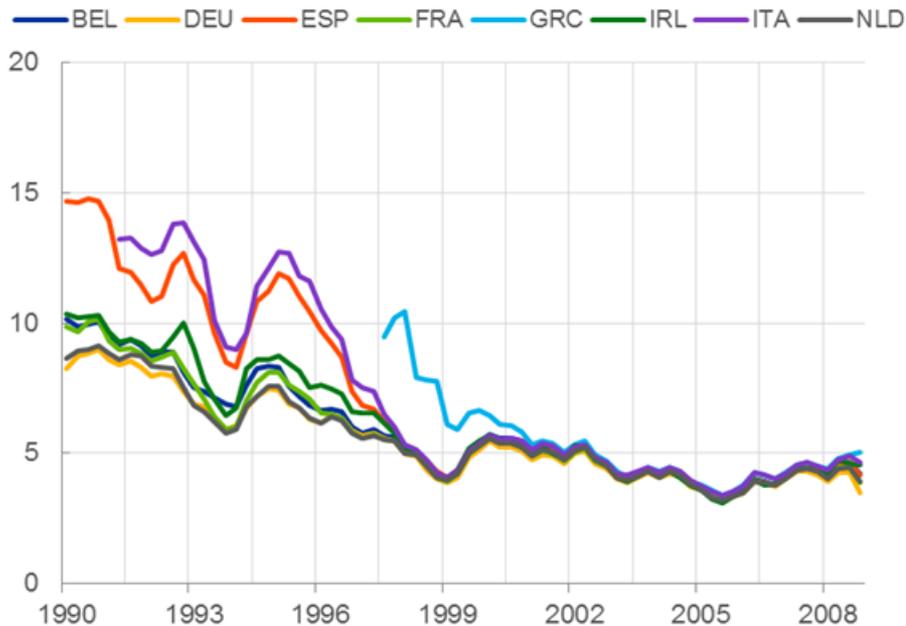
- Inoltre...
 - Problema di **free riding** dato dalla possibilità di prendere a prestito tramite la moneta unica
 - **Rischio fiscale** diretto/indiretto



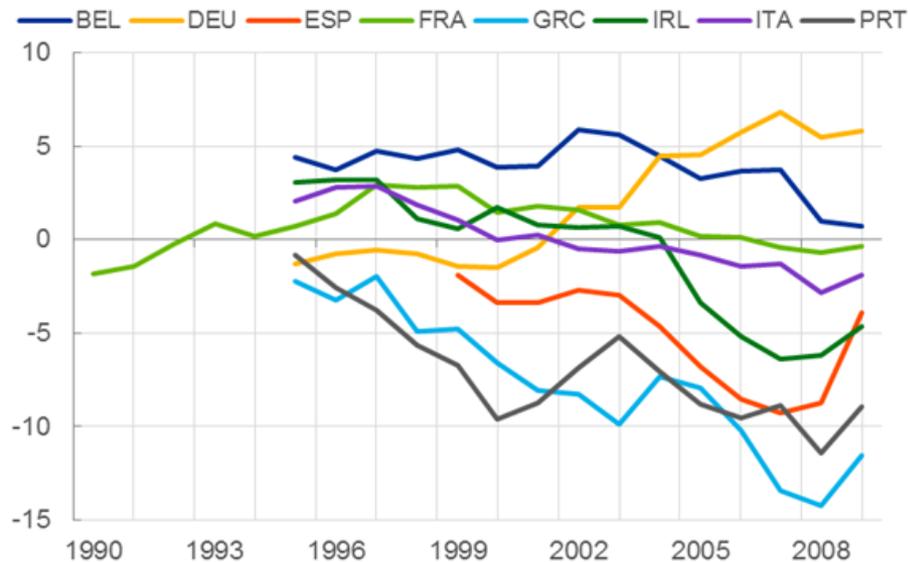
- Trattato di Maastricht
- No bail out rule

Finanze pubbliche – un'occasione sprecata

10 Years bond yields
in %



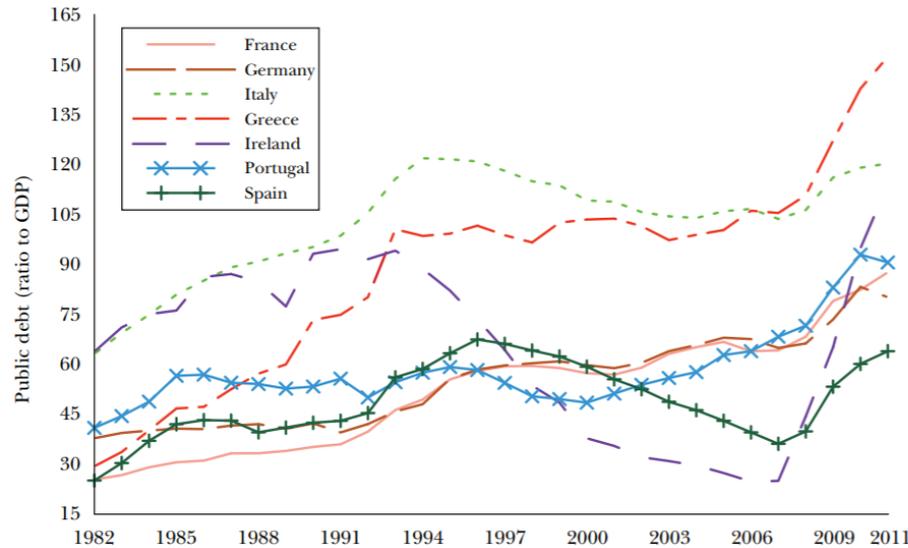
Net lending/borrowing
% of GDP



Fonte: OECD

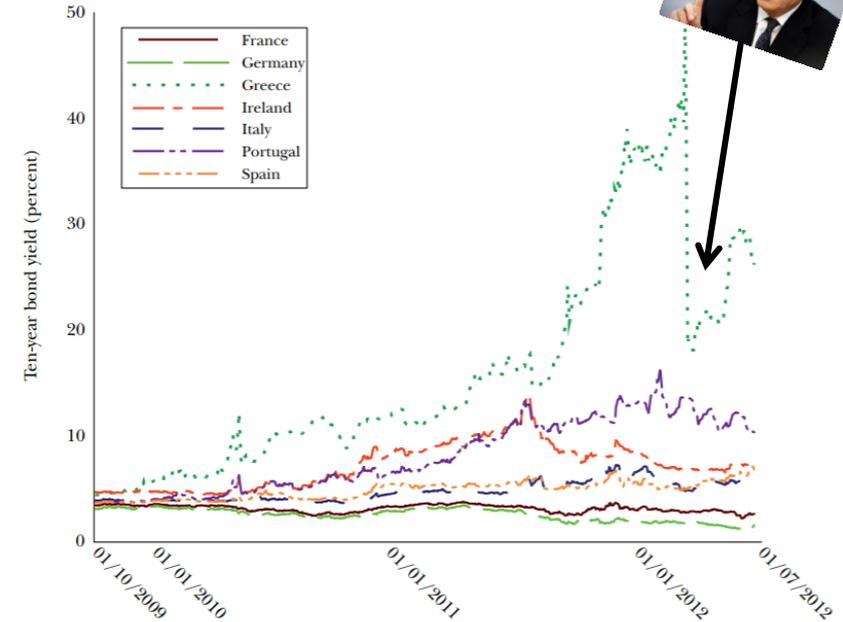
Finanze pubbliche – arriva lo shock esogeno

The Evolution of Public Debt, 1982–2011



Source: Data from IMF Public Debt Database.

Yields on Ten-Year Sovereign Bonds, October 2009 to June 2012 (percent)

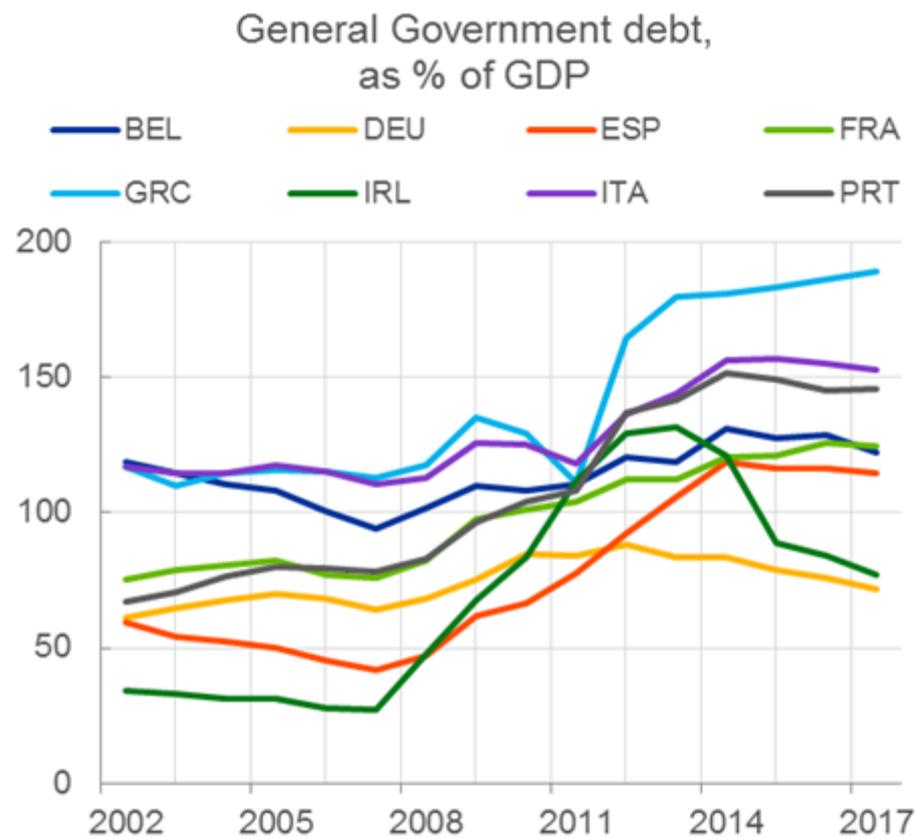


Source: Author's calculations based on data from Datastream.

Fonte: Lane, 2012

Finanze pubbliche – lo stato attuale

- Austerità: la maggior parte dei paesi è tornata ad una **bilancia dei pagamenti sostanzialmente neutrale**
- Permangono sostanziali differenze nei **rendimenti dei titoli di stato**
- Lo **stock del debito pubblico** è rimasto stabile o crescente
 - Forti implicazioni per la ripresa e il welfare



Fonte: OECD

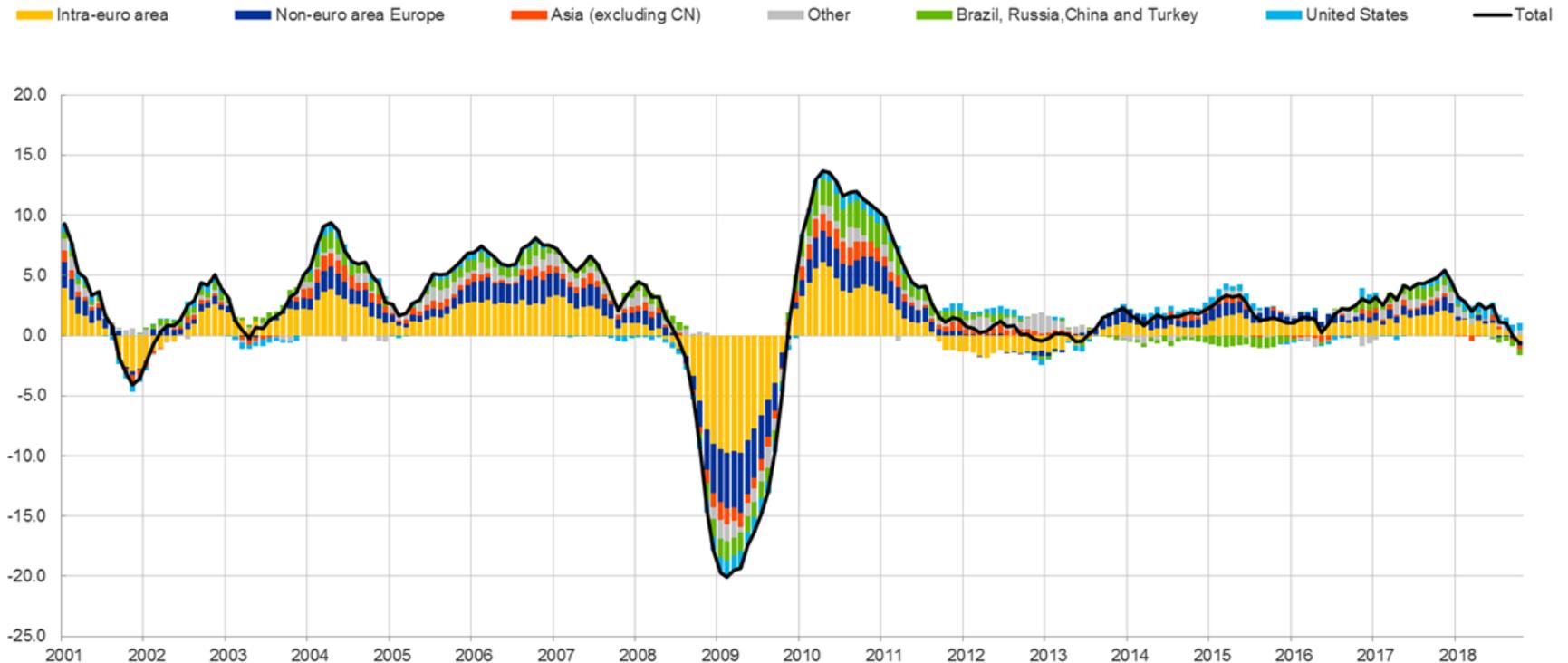
Commercio internazionale

Difficile valutare **empiricamente** l'impatto dell'euro sul commercio e sull'integrazione lungo *European value chains*.

- EU è un importante *confounder*
- Effetti spesso ambigui
- Fortemente dipendenti dal gruppo di controllo

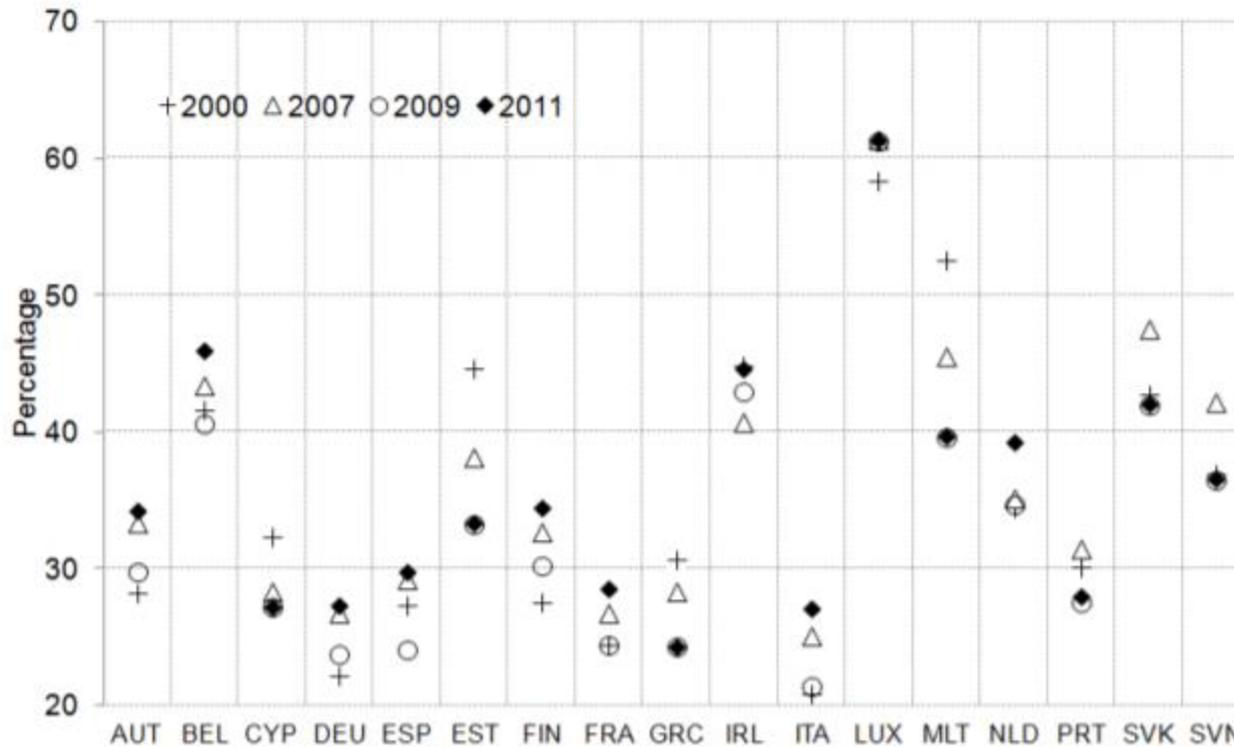
- **Rose (2000)**
- Nitsch (2002)
- Persson (2001)
- Rose & Stanley (2005)
- Silva & Tenreyro (2010)
- Havrànèk (2010)
- Glick & Rose (2016)
- **Rose (2017)**

Commercio internazionale – goods export by destination



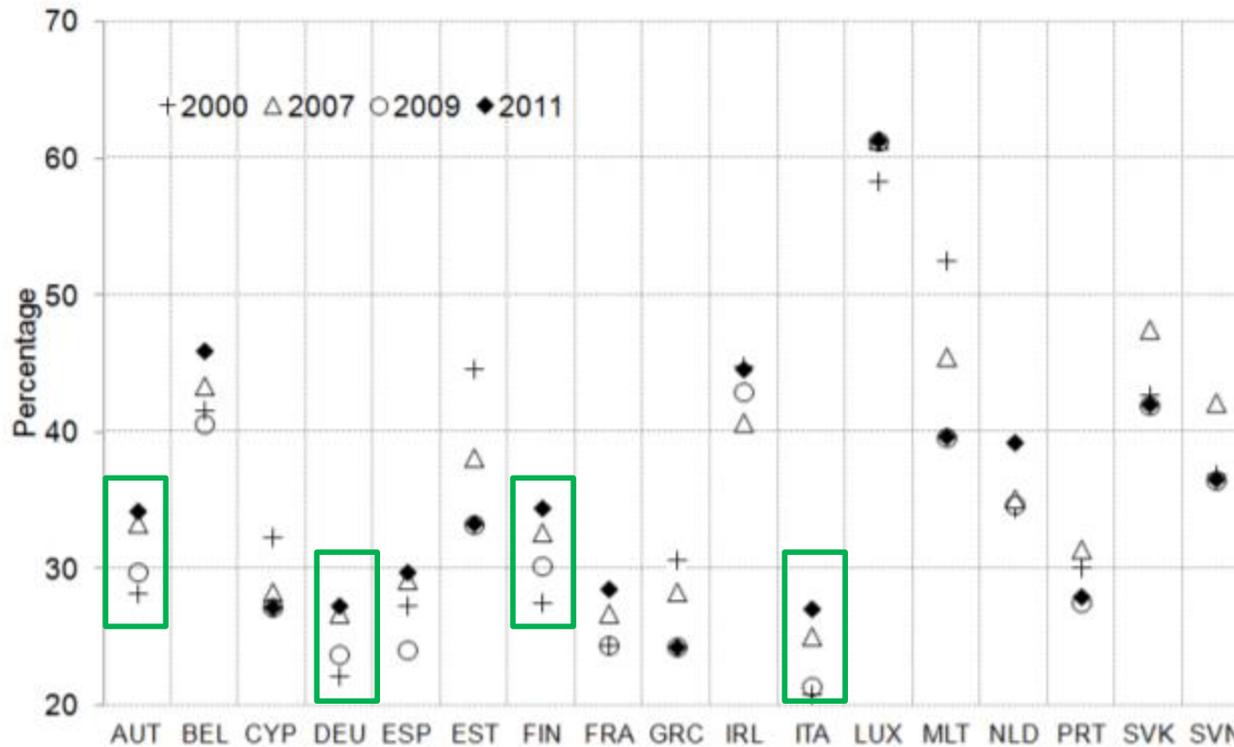
Fonte: Eurostat

Commercio internazionale – foreign value added in export



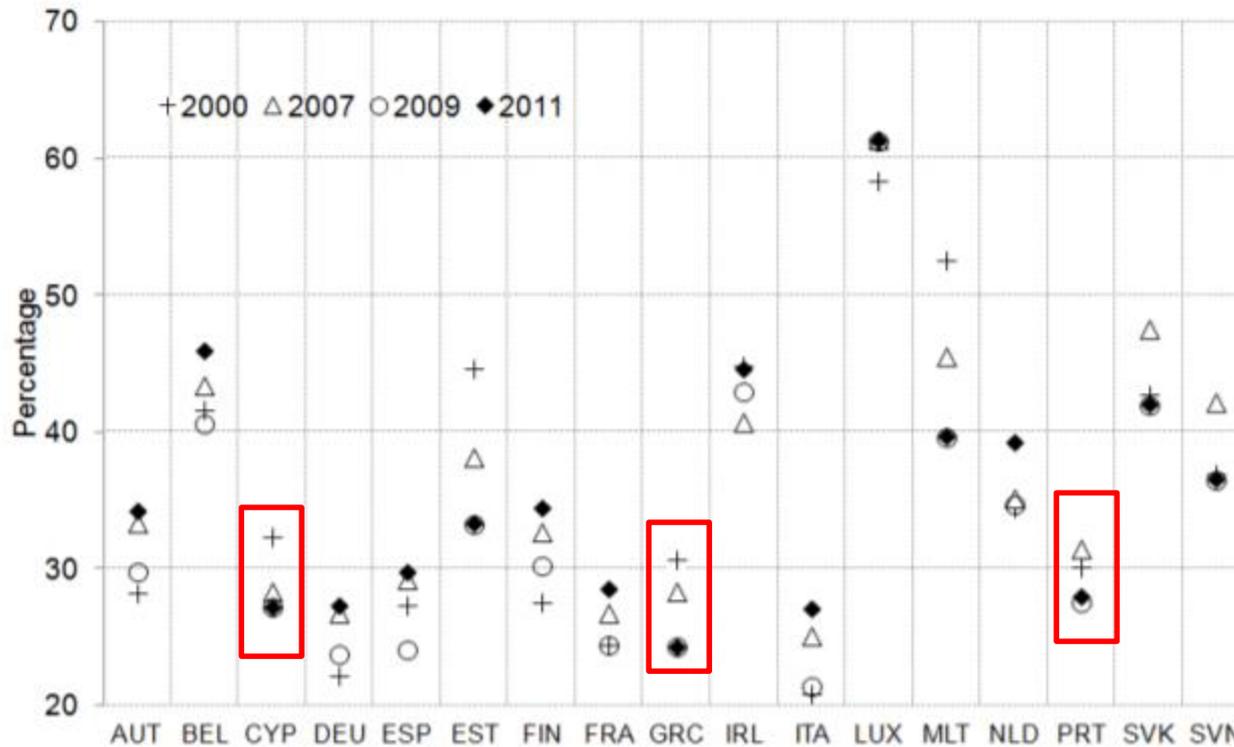
Fonte: Amador et al. 2015

Commercio internazionale – foreign value added in export



Fonte: Amador et al. 2015

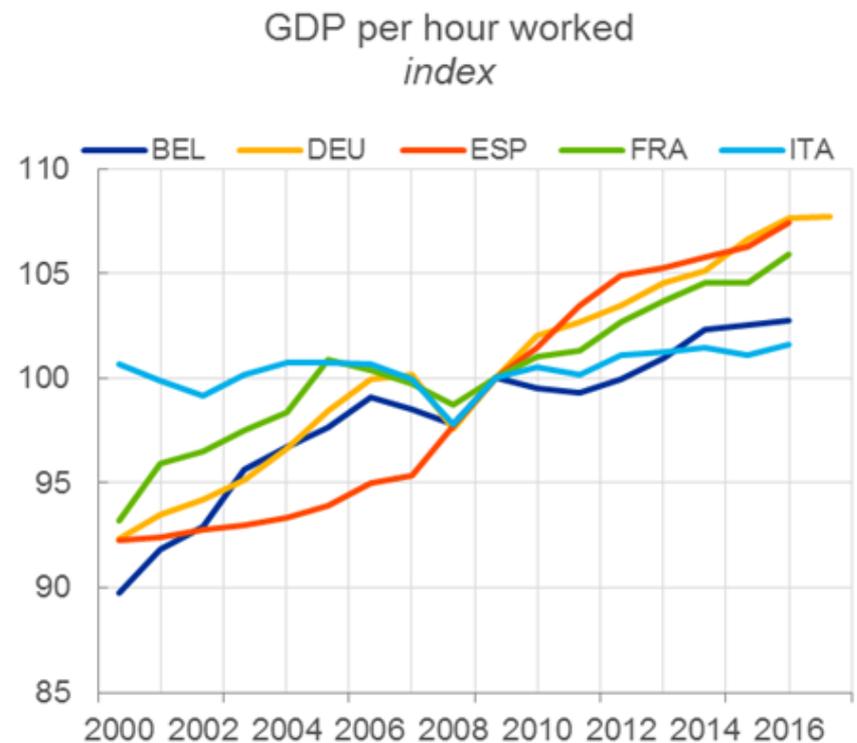
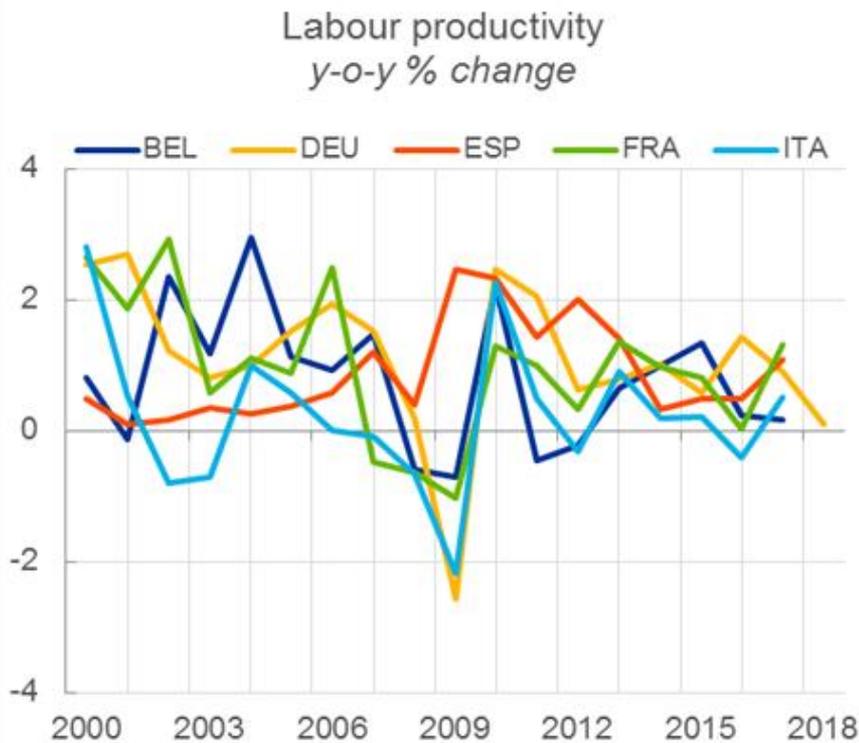
Commercio internazionale – foreign value added in export



Fonte: Amador et al. 2015

Produttività

La **produttività** e i **salari** diventano una variabile chiave nella competizione tra gli stati dell'unione monetaria.



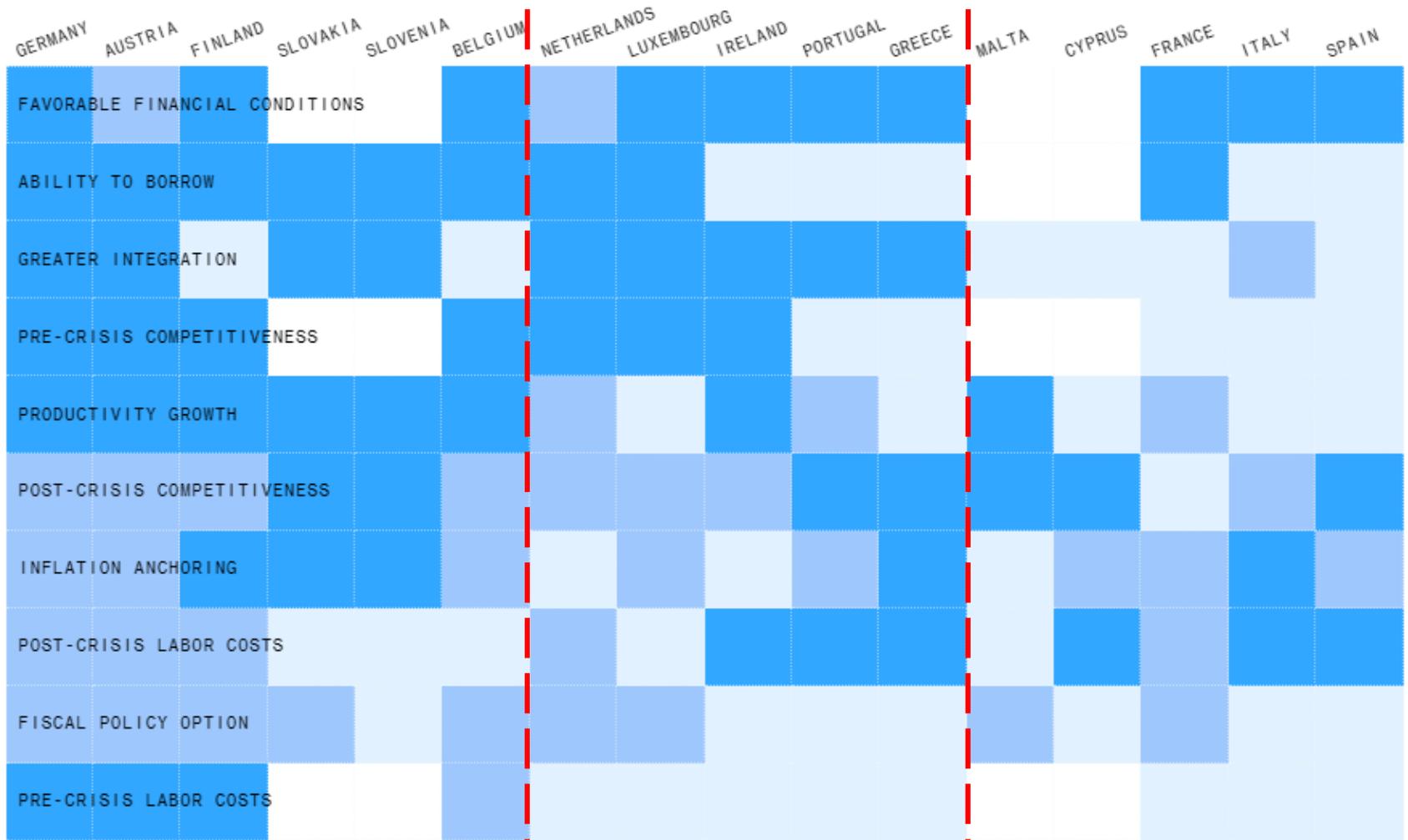
Fonte: OECD

Cosa ne pensa Bloomberg?

Report Card

How euro-area countries fared on various currency-area metrics

GRADES ■ A ■ B ■ C ■ N/A

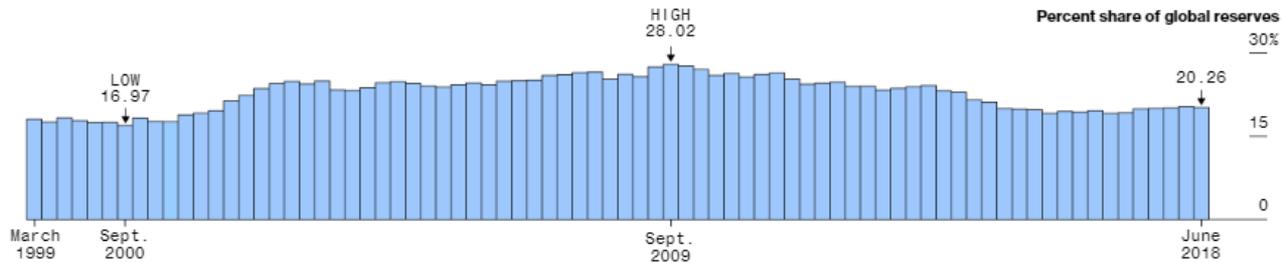


Compiled by Bloomberg

Il ruolo internazionale dell'Euro

Turbulent Ride

The single currency swung from \$0.83 in 2000 to \$1.60 before the 2008 financial crisis



*Other countries bailed out were Ireland (Nov. 2010), Portugal (May 2011), Spain (June 2012) and Cyprus (March 2013).
Compiled by Bloomberg

Indice

- Intro - le *aree valutarie ottimali*
- Le dimensioni dell'impatto dell'Euro
 - Prezzi
 - Finanze pubbliche
 - Commercio internazionale
 - Produttività

3

- Conclusioni

L'euro è stata un'opportunità

(e forse lo è ancora...)

L'adozione della moneta unica ha permesso di ottenere dei vantaggi, in primis sul fronte della **stabilità dei prezzi**, del **costo del finanziamento pubblico**, e dell'**accesso a nuovi capitali** tuttavia ha comportato anche dei **costi**:

1

In assenza di un **sistema di assicurazione comune contro gli shock esterni** lasciava ai singoli paesi la necessità di tutelare la tenuta del proprio sistema finanziario e dei propri conti pubblici, amplificando in maniera sproporzionata il **rischio fiscale**.

2

Togliendo la facoltà di ricorrere a svalutazioni competitive, richiede che gli stati competano sul fronte dei **fattori *supply side* (produttività, costo del lavoro, ecc)**. In assenza di meccanismi di compensazione questo alla lunga rischia di condurre ad un peggioramento della dinamica di convergenza tra paesi.

3

Richiede di adottare una **politica economica fortemente anticiclica**, oltre che un importante livello di **coordinamento a livello sovra nazionale**.

Cosa manca ancora da fare?

1

- Completare l'unione bancaria. Dopo la supervisione comune e il meccanismo di risoluzione unificato manca un **fondo comune di garanzia sui depositi** e un **mercato dei capitali unificato**

2

- Unione fiscale: è stato istituito il **Fondo Salva Stati** (o ESM); ora occorre adeguatamente potenziarlo.
- Istituzione di un **Fondo Monetario Europeo**? Simile all'EIB

3

- Maggiore integrazione politica attraverso una **riforma del Parlamento Europeo** potrebbe accrescere la legittimità dei dettami dell'Unione, a volte percepita come distante dai cittadini europei

Forse la sfida maggiore è quella politica...



Inutile dire che le elezioni europee di maggio saranno un punto di svolta in questo senso...



TORTUGA

non arrivarci per contrarietà