



Munich Personal RePEc Archive

EMU: assessing the impact of the euro

Daniele Schilirò

DESMaS "V.Pareto" Università degli Studi di Messina

February 2005

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/44233/>

MPRA Paper No. 44233, posted 6 February 2013 16:28 UTC



Daniele Schilirò*

UEM: valutando l'impatto dell'euro

Febbraio 2005

Abstract: EMU: assessing the impact of the euro

On 1 January 1999, the Economic and Monetary Union (EMU) has entered its final stage and the euro was introduced as the single currency of eleven European Union countries. The feature certainly peculiar economic and monetary union (EMU) is that in the face of a single monetary policy set at the level of the euro area as a whole and completely aimed at achieving price stability, fiscal policy remains under the direct responsibility of the individual member states and therefore inevitably fragmented (Schilirò, 2002). This paper is an analysis of the volume edited by Richard Baldwin, Giuseppe Bertola, Paul Seabright EMU: Assessing the impact of the euro. This volume contains eight essays that use the data after 1999 to provide an initial assessment of how the euro is actually affecting trade, financial markets, macroeconomic policy decisions and economic performance of Europe.

Keywords: moneta unica; Unione monetaria; politiche fiscali; politiche monetarie; integrazione

JEL Classification: E62, F15, F33, 052

***DESMaS “V.Pareto”, Università di Messina**

Introduzione

Il 1 gennaio 1999 l'Unione Economica e Monetaria (UEM) è entrata nella sua ultima fase e l'euro è stato introdotto come moneta unica di undici paesi dell'Unione Europea. L'introduzione della moneta unica ha anche comportato il trasferimento della sovranità monetaria alla Banca Centrale Europea, il cui obiettivo primario è quello del mantenimento della stabilità dei prezzi. La caratteristica certamente peculiare dell'Unione economica e monetaria (Uem) è che a fronte di una politica monetaria unica determinata al livello dell'area dell'euro nel suo complesso e completamente finalizzata al raggiungimento della stabilità dei prezzi, la politica fiscale rimane sotto la diretta responsabilità dei singoli stati membri e quindi inevitabilmente frammentata (Schilirò, 2002).

Il presente contributo costituisce un'analisi del volume curato da Richard Baldwin, Giuseppe Bertola, Paul Seabright *EMU: Assessing the impact of the euro*. Il volume in questione contiene otto saggi, che utilizzano i dati successivi al 1999 per offrire una prima valutazione di come l'euro stia effettivamente influenzando gli scambi commerciali, i mercati finanziari, le decisioni di politica macroeconomica e la *performance* economica dell'Europa.

Tutti i saggi contenuti nel volume sono stati presentati nell'aprile 2003 al *panel* della rivista «Economic Policy» ospitato dalla Banca di Grecia ad Atene.

Sottolineano i curatori Baldwin, Bertola e Seabright nell'*Introduzione* che il libro non fornisce naturalmente una valutazione definitiva sull'euro, che necessita una documentazione statistica più ampia in termini temporali e quindi un numero maggiore di anni. Tuttavia questi saggi, scritti da economisti di spicco europei ed americani, raccolgono la migliore prova disponibile nel fornire una prima valutazione della *performance* dell'euro.

1. Analisi del volume: *EMU: Assessing the impact of the euro*.

L'*Introduzione* scritta dai tre curatori apre il volume. In essa gli autori intendono contestualizzare ciascuno dei saggi contenuti nel libro in una più ampia prospettiva di *policy*.

L'intervento del Vice-Presidente della Banca Centrale Europea, Luca Papademos, al *panel* della rivista «Economic Policy» costituisce il primo saggio del volume. In questo scritto, dal titolo "Policy challenges of euro area enlargement", Papademos cerca di rispondere ad alcune questioni aperte concernenti l'integrazione dei dieci nuovi Stati Membri dell'area dell'euro. In particolare, egli discute della strategia complessiva di politica economica da parte dei dieci nuovi Stati Membri in preparazione della loro entrata nell'euro ed anche di quali debbano essere le azioni da parte della Banca Centrale Europea volte ad affrontare questo evento di sicuro impatto sul sistema monetario europeo. Riguardo alla prima questione, Papademos esamina soprattutto il tema della convergenza nominale e reale. La sua tesi è che l'approccio all'euro da parte dei paesi che vorranno aderirvi dovrebbe essere bilanciato, nel senso di coinvolgere da un lato le politiche macroeconomiche che puntano alla convergenza nominale, assolutamente necessario per l'accesso all'UEM, dall'altro è necessario per questi paesi attuare le riforme strutturali e istituzionali, che saranno comunque essenziali per assicurarsi una crescita economica più veloce all'interno dell'area dell'euro. Per quanto riguarda invece le azioni preparatorie all'ingresso dei nuovi paesi da parte della Banca Centrale Europea, Papademos ricorda l'importanza della revisione in corso della strategia di politica monetaria e di conseguenza gli sforzi della Banca Centrale Europea per adeguare la sua struttura

decisionale ed il sistema organizzativo in vista dell'allargamento, senza tuttavia rinunciare al suo obiettivo principale di mantenere la stabilità dei prezzi all'interno dell'area *dell'euro*.

Nel volume vi sono otto saggi, ciascuno dei quali è seguito dagli interventi dei *discussants*; inoltre viene riportata una breve sintesi della discussione dei partecipanti al *panel* che segue alla presentazione di ogni saggio.

In questo contributo ci limiteremo ad analizzare soltanto tre dei saggi contenuti nel volume. In particolare ci soffermeremo sul saggio di Alejandro Micco, Ernesto Stein e Guillermo Ordonez, "The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence from EMU", sul saggio di Lorenzo Codogno, Carlo Favero e Alberto Missale "Yield Spreads on EMU Government Bonds, e su quello di Jordi Galí e Roberto Perotti, "Fiscal Policy and Monetary Integration in Europe".

Prima di inoltrarci in questa analisi, desideriamo fare brevemente qualche cenno riguardo agli altri cinque saggi del volume e ai loro contenuti.

Il tema dell'inflazione caratterizza i saggi di Patrick Honohan e Philip R. Lane, "Divergent Inflation Rates in EMU" e di Stephen G. Cecchetti e Mark A. Wynne, "Inflation and the ECB's Pursuit of Price Stability: A First Assessment". Honohan e Lane, in particolare, cercano di individuare le ragioni delle differenze dei tassi di inflazione fra i paesi dell'area dell'*euro*, sottolineando l'importanza del differente grado di esposizione di ciascun paese dell'UEM al commercio internazionale con i paesi non aderenti all'*euro*. Cecchetti e Wynne analizzano invece l'indice dei prezzi su scala europea ovvero l'Indice Armonizzato dei Prezzi al consumatore (HICP) e mettono in dubbio che il tasso del 2% fissato dalla Banca Centrale Europea sia la grandezza ottimale da perseguire.

Il tema della politica monetaria viene trattato nel saggio successivo curato da Leonardo Bartolini e Alessandro Prati, "The Execution of Monetary Policy: A Tale of Two Central Banks". In questo scritto gli autori valutano i risultati della politica monetaria del Sistema Europeo di Banche Centrali e analizzano anche la condotta monetaria della FED americana. In particolare documentano che i tassi a breve dell'*euro* e del dollaro e le condizioni di liquidità configurano strutture molto simili.

Anche il saggio di Ignazio Angeloni e Michael Ehrmann tratta il tema della politica monetaria. Gli autori si concentrano in modo specifico sui meccanismi di trasmissione della politica monetaria per verificare il grado di omogeneità delle condizioni di realizzazione della politica economica all'interno dell'area dell'*euro*. Dalle loro verifiche empiriche risulta, tra l'altro, che il meccanismo di trasmissione delle variazioni del tasso di interesse attraverso il sistema bancario è diventato più potente e più omogeneo fra i paesi proprio a causa dell'UEM.

Infine vi è il saggio che chiude il volume di David Barr, Francis Breedon e David Miles, "Life on the Outside: Economic Conditions and Prospects Outside Euroland". In tale saggio gli autori compiono un sistematico raffronto fra i paesi membri dell'UEM con i paesi che si trovano al di fuori, concentrandosi in particolare sui temi dei vantaggi commerciali. Tema che viene affrontato, come vedremo, da Micco, Stein e Ordonez. Barr, Breedon e Miles giungono alla conclusione attraverso il loro studio empirico che gli effetti dell'UEM sugli scambi commerciali sono significativi.

Soffermiamoci quindi sul primo saggio che abbiamo scelto per il nostro approfondimento. Alejandro Micco, Ernesto Stein e Guillermo Ordonez in "The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence from EMU", attraverso l'utilizzo dei dati sulla *performance* degli scambi commerciali correnti dei paesi di Eurolandia, cercano di verificare se l'*euro* ha già avuto un impatto notevole sugli scambi commerciali anche in questa prima fase della sua esistenza. I loro risultati

suggeriscono che l'effetto dell'UEM sul commercio bilaterale fra i paesi membri varia tra il 4% ed il 10%, quando viene messo a confronto con il commercio fra tutti gli altri paesi presi a due a due, e fra l'8% ed il 16% quando viene messo a confronto con il commercio fra i paesi che non appartengono all'UEM. Questi risultati suggeriscono, se non altro, che l'Unione Monetaria incrementa gli scambi commerciali non solo con i paesi UEM, ma anche con il resto del mondo. L'ampia analisi svolta dagli autori, che utilizzano un *gravity model* del commercio per un campione di ventidue paesi sviluppati ed anche per un campione più piccolo di quindici paesi dell'Unione Europea, chiarisce che la partecipazione ad Eurolandia non è una formula magica per il commercio, infatti l'effetto commerciale è abbastanza differente fra i vari paesi aderenti all'*euro*: esso va da un impatto negativo per la Grecia ad uno molto positivo per l'Olanda. Il fatto che l'adozione dell'*euro* tende ad ampliare gli scambi commerciali di un paese con tutti i paesi e non soltanto con gli altri paesi membri di Eurolandia, suggerisce che l'adozione dell'*euro* promuove lo scambio in un modo che è più simile ad un'apertura commerciale unilaterale di quanto sia la formazione di un'unione doganale. I risultati di Micco, Stein e Ordonez sono in linea con la tesi principale di Barr, Breedon e Miles e non sono distanti in termini quantitativi da quelli ottenuti da Torsten Persson su «Economic Policy» di ottobre 2001, che indicava un effetto positivo sul commercio fra il 10% e il 20%.

Il secondo saggio scelto per il nostro approfondimento è quello di Lorenzo Codogno, Carlo Favero e Alessandro Missale, "Yield Spreads on EMU Government Bonds". In questo contributo, gli autori si propongono di studiare le determinanti dei differenziali di rendimento osservati nei mercati dei titoli pubblici nell'eurozona. L'UEM ha di fatto completamente eliminato i rischi di cambio per i detentori di titoli pubblici nell'area dell'*euro*. Nonostante ciò esistono e persistono differenze nei rendimenti di tali titoli dei vari paesi per diverse ragioni. Codogno, Favero e Missale indicano che vi sono fondamentalmente tre spiegazioni per giustificare le rimanenti e persistenti differenze nei rendimenti dei titoli pubblici. Primo, alcuni paesi hanno una maggiore probabilità di *default* sulla loro esposizione al loro debito e, quindi, devono pagare un premio di rischio (*default risk*). In questo scritto il rischio di *default* o di credito viene misurato esclusivamente attraverso i rapporti debito/PIL. In secondo luogo, i titoli che possono essere più facilmente negoziati con costi di transazione bassi e variazioni minime di prezzo sono quelli preferiti dagli investitori; una più elevata liquidità si traduce di conseguenza in rendimenti inferiori (*liquidity risk*). In terzo luogo, fattori internazionali di rischio generano movimenti negli *spread* dei rendimenti fra i titoli pubblici dei paesi dell'eurozona. Il contributo di Codogno, Favero e Missale costituisce quindi un'analisi empirica significativa e importante riguardo al problema dell'integrazione dei mercati dei titoli pubblici nell'area dell'*euro*. Gli autori spiegano in modo chiaro le ipotesi alternative che sottopongono a verifica empirica utilizzando dati mensili e dati giornalieri di rendimenti dei titoli pubblici, e cioè il rischio di *default* rispetto al rischio liquidità come fonte degli *spread* nei rendimenti dei titoli e, quindi, di segmentazione del mercato dei titoli di debito sovrano. Codogno, Favero e Missale discutono anche delle contrastanti implicazioni di questi due fattori di rischio sia per le decisioni di *policy* che per i mercati finanziari. Infatti nella misura in cui gli *spread* dei rendimenti dei titoli riflettono differenze nell'esposizione al credito (*default risk*), il Patto di Stabilità e di Crescita¹ ed il quadro fiscale europeo, fanno notare i tre autori, sembrano insufficienti ad assicurare che tutti gli Stati membri abbiano la stessa capacità e credibilità di credito dal punto di vista del mercato. I differenziali nei rendimenti dei titoli sono certamente indicatori importanti della percezione da parte del mercato della vulnerabilità fiscale di un paese e, poiché rendimenti dei titoli

¹ Per un'analisi del Patto di Stabilità e di Crescita si veda Schilirò (2002)

più elevati implicano costi del servizio del debito più alti, impongono una disciplina di mercato (e quindi di natura esterna) sulle politiche fiscali dei governi nazionali. L'impatto di differenziali fra i rendimenti anche piccoli, affermano Codogno, Favero e Missale, può essere sostanziale in paesi come il Belgio e l'Italia dove il debito pubblico supera il PIL. Nella misura in cui gli *spread* dei rendimenti dipendono invece dalle differenze nella liquidità dei titoli pubblici, essi riflettono meramente l'efficacia relativa delle politiche di gestione del debito nel migliorare la liquidità ed anche differenze nelle microstrutture di mercato. Gli autori, attraverso le loro sofisticate verifiche empiriche, arrivano alla conclusione che il rischio di *default* ed i fattori internazionali generali dominano l'effetto liquidità nello spiegare i differenziali dei rendimenti dei titoli pubblici nell'area dell'*euro*. Tale risultato a sua volta suggerisce la tesi che i differenziali dei rendimenti dei titoli pubblici riflettono i fondamentali dell'economia piuttosto che mercati inefficienti o incompleti.

Il terzo saggio su cui ci soffermeremo è di Jordi Galí e Roberto Perotti, "Fiscal Policy and Monetary Integration in Europe" ed è, a nostro giudizio, uno dei contributi più stimolanti del volume. Infatti attualmente assistiamo ad un dibattito anche acceso sulle regole del Patto di Stabilità e Crescita firmato ad Amsterdam nel 1997 che impone una disciplina piuttosto rigida ai bilanci dei paesi che aderiscono all'UEM, imponendo loro di fatto il pareggio di bilancio. Paesi come l'Italia, la Germania, la Francia e il Portogallo, che fanno tutti parte dell'UEM, vorrebbero e chiedono un ammorbidimento delle regole del Patto. Questo saggio di Galí e Perotti, d'accordo con coloro che sostengono il Trattato di Maastricht e i suoi contenuti, ovvero i parametri di riferimento sul disavanzo e del debito, sostiene la tesi che il Patto di Stabilità e di Crescita non va reso più debole, ma anzi vanno rafforzati i suoi obiettivi di limitare la gestione attiva della politica fiscale da parte dei governi che aderiscono all'UEM. Galí e Perotti individuano e documentano due periodi in cui si sono verificati scostamenti nella politica fiscale tra il 1980-1991 (prima di Maastricht) e il 1992-2001 (dopo Maastricht). I due autori hanno fatto un notevole lavoro nello sviluppare la loro analisi empirica ed hanno tenuto conto anche delle molte possibili obiezioni alle loro ipotesi. E' da apprezzare inoltre la loro cautela nell'interpretare i risultati ottenuti, in considerazione anche dell'orizzonte temporale relativamente breve preso in considerazione per la disponibilità dei dati. Il saggio ha due obiettivi, dichiarati dagli stessi autori. Il primo è quello di valutare la misura in cui i vincoli associati al Trattato di Maastricht e al Patto di Stabilità e di Crescita hanno influenzato nel concreto le politiche fiscali nazionali.

Galí e Perotti cercano, a tal proposito, di individuare attraverso i dati se e come quei vincoli abbiano reso la politica fiscale nei paesi dell'UEM più pro ciclica. Il secondo obiettivo è quello di valutare empiricamente se gli effetti negativi impliciti nel Trattato di Maastricht e nel Patto di Stabilità e di Crescita sugli investimenti pubblici possa essere colto in modo inequivocabile nei dati. Riguardo al comportamento ciclico della politica fiscale, Galí e Perotti sottopongono a verifica, utilizzando i dati disponibili, due ipotesi. La prima ipotesi è che, a causa dei vincoli imposti dal Trattato di Maastricht e dal Patto di Stabilità e di Crescita, le politiche fiscali nazionali non possono più a lungo soddisfare il ruolo di stabilizzazione che esse hanno tradizionalmente svolto. La seconda ipotesi è che la perdita di una monetaria autonoma da parte degli Stati membri, in quanto gestita dalla Banca Centrale Europea, richieda politiche fiscali anticicliche più forti nei paesi dell'UEM. Al fine di verificare queste ipotesi, Galí e Perotti stimano le regole empiriche della politica fiscale per gli undici paesi aderenti all'*euro* nel periodo 1980-2002 e svolgono una varietà di *test* per la stabilità dei coefficienti che catturano la risposta fiscale alle fluttuazioni del divario di produzione nei periodi precedente e successivo a Maastricht. Gli autori confrontano tali risultati con quelli di

regressioni simili svolti su dati riferiti a tre paesi che non hanno aderito all'UEM, come pure per cinque paesi OCSE, che non fanno parte dell'Unione Europea.

Dal punto di vista metodologico Galí e Perotti restringono la loro analisi a misure che possono essere ragionevolmente interpretate come indicatori di una politica fiscale discrezionale, ovvero che riguarda la composizione "strutturale" del disavanzo fiscale, la cui variazione non risulta dall'influenza automatica del ciclo o di altre influenze non di *policy*. Nel breve e medio periodo, questa componente "strutturale" è più probabile che venga influenzata dai vincoli del Trattato di Maastricht e del Patto di Stabilità e di Crescita di quanto non avvenga per la componente ciclica dei disavanzi fiscali, che è dovuta appunto alla risposta automatica delle variabili fiscali alle fluttuazioni del ciclo economico e che dipende dalle caratteristiche specifiche di ciascun paese, che variano lentamente nel tempo come, ad esempio, la progressività del sistema di tassazione. Galí e Perotti trovano scarsa l'evidenza che i vincoli collegati a Maastricht abbiano in modo significativo ostacolato in pratica il ruolo di stabilizzazione della politica fiscale nei paesi dell'UEM. Hanno invece trovato dell'evidenza statistica di segno opposto: la politica fiscale dei paesi dell'UEM nel periodo precedente a Maastricht sembra essere stata in modo significativo pro ciclica, una caratteristica che largamente scompare durante il periodo successivo al Trattato di Maastricht. Due autori precisano anche ciò che la loro analisi non può dire e cioè che i risultati non implicano che i limiti del disavanzo sono irrilevanti. Infatti appare ovvio che se un paese dell'UEM approssima il limite del disavanzo ed è colpito da uno *shock* negativo, allora il limite sarà rilevante. Ciò che Galí e Perotti in sostanza documentano è che, nelle circostanze esperite finora, non vi è prova di un comportamento meno anticiclico della politica fiscale dopo il Trattato di Maastricht, anzi è avvenuto il contrario.

Per quanto riguarda gli effetti del Trattato di Maastricht e del Patto di Stabilità e di Crescita sugli investimenti pubblici, Galí e Perotti riscontrano dalla loro analisi empirica che il declino degli investimenti pubblici come quota della spesa totale sembra essere una tendenza globale che è iniziata ben prima di Maastricht. Infatti, nel periodo successivo a Maastricht l'investimento pubblico è diminuito meno che negli anni Ottanta e meno nei paesi dell'UEM che negli altri paesi OCSE. Gli autori non trovano nella loro analisi alcun sostegno a favore dell'opinione, piuttosto diffusa, che i vincoli sulla politica fiscale imposti dal Patto di Stabilità e di Crescita abbiano ostacolato in modo significativo la capacità dei governi dell'UEM di condurre una effettiva politica di stabilizzazione anticiclica e di fornire un adeguato livello di servizi pubblici e di infrastrutture pubbliche.

Galí e Perotti concludono il loro saggio con un *caveat* molto importante: le recessioni reali sono state abbastanza rare fra i paesi dell'UEM durante il periodo del dopo Maastricht, di conseguenza è possibile che i dati disponibili, presi in esame, coprano un periodo temporale in cui i vincoli associati con il Patto di Stabilità non erano tanto impegnativi e stringenti. Se e quando una politica fiscale anticiclica attiva sarà realmente necessaria nel futuro, l'impatto del Patto di Stabilità e di Crescita potrebbe essere ben diverso da quello colto dai due autori nell'esperienza che si è avuta fino ad oggi.

Conclusioni

Se la moneta unica e soprattutto le sue regole fiscali siano state una soluzione ottimale per i paesi dell'UEM rimane una questione tuttora aperta. Il tema della valutazione sull'impatto dell'*euro* sulle

economie dei paesi aderenti all'UEM rimane quindi un tema attuale, ma che richiede analisi empiriche complesse che tuttavia non sempre sono in grado di dare una risposta univoca e diretta. Gli otto saggi contenuti nel volume curato da Baldwin, Bertola e Seabright ne sono una testimonianza. Il volume è comunque in grado di offrire con i suoi contributi di grande spessore qualitativo una panoramica articolata e significativa dei temi in discussione sull'impatto dell'euro nelle economie dei paesi che hanno aderito all'Unione economica e monetaria europea. E'infine opportuno ricordare che questi studi contenuti nel volume vanno letti come un punto di partenza per ulteriori ricerche in questo campo, dato il breve intervallo temporale che è decorso dall'entrata in vigore dell'euro e, quindi, data la limitatezza dei dati disponibili.

Riferimenti bibliografici

Baldwin R., Bertola G., Seabright P. (eds.) 2003. *EMU: Assessing the impact of the euro*, Oxford, Balckwell Publishing.

Schilirò D. 2002. I criteri del Trattato di Maastricht, l'Europa e l'euro: debito pubblico in Italia e crescita, *MPRA Paper* 36333, University Library of Munich, Germany.

Schilirò D., 2003. Dibattito sulla globalizzazione, a cura di G. Mazzocchi e A. Villani. Un commento, *Rivista Internazionale di Scienze Sociali*, vol. 111(4), pp.581-592.

Schilirò D. 2005. Padoa Schioppa T. (2004), "La lunga via per l'euro", *Economia politica*, Società editrice il Mulino, n.1, pp.161-166.