

Paolo Canofari*, Piero Esposito*, Marcello Messori*,
Carlo Milani**

L'EUROZONA ALLA RICERCA DI UN NUOVO EQUILIBRIO

* SEP, LUISS; ** CER

Istituto Affari Internazionali - IAI
Roma, 12 Novembre 2014

Oggetto ricerca

Il rapporto si articola in 5 capitoli:

- (1) Evoluzione degli squilibri nelle 'partite correnti' Area Euro (UEM);
- (2) Ruolo flussi finanziari e di capitale prima/dopo la crisi finanziaria internazionale/crisi europea;
- (3) Debolezza dei modelli teorici *standard* utilizzati;
- (4) Principali determinanti degli squilibri e dei successivi aggiustamenti nell'UEM;
- (5) Proposte di *policy* per un recupero/riequilibrio strutturale di competitività nell'UEM.

Risultati ricerca

- Conclusioni raggiunte:
 - processo aggiustamento Stati Membri periferici
← compressione interna (recessione, riduzione salari monetari/reali, disoccupazione, deflazione);
 - Stati Membri periferici: insufficiente recupero strutturale di competitività (LP, TFP);
 - Iniziative di *policy*: fallimento «mano invisibile» mercato + deficienze attuali meccanismi europei di aggiustamento (Six Pack, Two Pack) → «mano visibile» = progetto europeo investimenti pubblici /privati + disegno incentivi per riforme nazionali.

Capitolo 1

The current account imbalances

Saldo partite correnti

- Saldo CA principalmente ← bilancia commerciale; introduzione euro → peggioramento squilibri nelle partite correnti Paesi con deficit commerciale;
- Paesi al di sotto del livello soglia stabilito dal MIP (-4%): Grecia e Portogallo già nel 1999; Spagna già nel 2005;
- Italia e Nuovi Stati Membri = trasferimenti netti → peggioramento saldo negativo Bilancia commerciale;
- In Germania e Paesi Bassi, trasferimenti netti in parte compensano saldo positivo Bilancia commerciale.

Saldo Partite Correnti in % PIL – Eurostat, Ameco

	1988	1993	1999	2001	2003	2005	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Euro area 12			-0.4	-0.2	0.5	0.2	0.4	-0.8	0.2	0.5	0.7	2.0	3.0
Euro area 17			-0.5	-0.4	0.3	0.1	0.4	-0.7	0.3	0.6	0.8	2.1	3.0
Austria	-0.2	-0.3	-1.7	-0.8	1.7	2.2	3.5	4.9	2.7	3.4	1.6	2.4	2.7
Belgium	2.3	4.4	5.1	3.4	3.4	2.0	1.9	-1.3	-0.6	1.9	-1.1	-1.9	-1.6
Germany	4	-0.9	-1.3	0.0	1.9	5.1	7.4	6.2	5.9	6.4	6.8	7.4	7.5
Spain	-1.3	-1.1	-2.9	-3.9	-3.5	-7.4	-10.0	-9.6	-4.8	-4.5	-3.7	-1.2	0.8
Finland	-2.5	-1.3	5.3	8.4	4.8	3.4	4.3	2.6	1.8	1.5	-1.5	-1.4	-1.1
France	-1.7	0.8	2.6	1.7	0.4	-0.5	-1.0	-1.7	-1.3	-1.3	-1.8	-2.2	-1.3
Ireland	0.2	3.5	0.2	-0.6	0.0	-3.5	-5.3	-5.6	-2.3	1.1	1.2	4.4	6.6
Italy	-0.6	0.8	1.0	0.3	-0.8	-0.9	-1.3	-2.9	-1.9	-3.4	-3.0	-0.3	1.0
Luxembourg	14.8	12.7	8.4	8.8	8.1	11.5	10.1	5.4	7.3	7.7	6.6	5.8	5.2
Netherlands	2.8	4.1	3.9	2.6	5.5	7.4	6.7	4.3	5.2	7.4	9.1	9.5	10.4
Portugal	-7.9	0.4	-8.7	-10.3	-6.4	-10.3	-10.1	-12.6	-10.9	-10.6	-7.0	-2.0	0.5
Greece	-1.2	-0.7	-4.1	-7.2	-6.5	-7.6	-14.6	-14.9	-11.2	-10.1	-9.9	-2.4	0.7
Slovenia		2.2	-3.2	0.2	-0.8	-1.7	-4.2	-5.4	-0.5	-0.1	0.4	3.3	6.3
Slovakia		-4.1	-5.6	-8.3	-5.9	-8.5	-5.3	-6.2	-2.6	-3.7	-3.8	2.2	2.1
Cyprus			-1.7	-3.3	-2.3	-5.9	-11.7	-15.6	-10.7	-9.8	-3.4	-6.9	-1.9
Malta			-4.3	-5.2	-11.3	-10.0	-15.9	-9.2	2.7	2.8	1.8	-1.8	-1.0
Estonia		1.1	-3.1	-3.7	-3.0	-8.5	-6.2	-4.8	-8.9	-6.0	-0.8	2.1	1.4

Composizione Crescita PIL (effetti partite correnti)

- Periodo 1999-2007: crescita PIL trainata da consumi privati e investimenti, soprattutto in Irlanda, Spagna e Grecia;
- Esportazioni nette: ridotte in tutti Paesi ad eccezione Germania;
- Dopo 2008, contributo consumi privati investimenti = ridotto notevolmente nei Paesi periferici;
- In Germania e Paesi Bassi, contributo consumi privati = stabile; contributo esportazioni nette = accresciuto;
- Riduzione squilibri dopo le crisi = risultato di recessione e compressione.
Da cui: squilibri = irrisolto problema strutturale.

Composizione Crescita PIL (effetti partite correnti) – Eurostat, Ameco

	1993-1998			1999-2007			2008-2013		
	Pvt Cons	Pub Cons	GFKF	Pvt Cons	Pub Cons	GFKF	Pvt Cons	Pub Cons	GFKF
Euro area 12	0.9	0.2	0.4	1.1	0.4	0.6	-0.1	0.2	-0.7
Euro area 17	1.2	0.3	0.7	1.1	0.4	0.6	-0.1	0.2	-0.7
Belgium	0.9	0.3	0.5	0.8	0.4	0.7	0.5	0.3	-0.3
Germany	0.7	0.3	0.1	0.5	0.1	0.2	0.6	0.3	0.0
Spain	1.1	0.4	0.6	2.3	0.9	1.6	-1.0	0.1	-2.0
France	0.8	0.2	0.3	1.4	0.4	0.8	0.3	0.4	-0.3
Greece	1.4	0.3	0.7	2.6	0.7	1.6	-3.3	-0.7	-2.8
Ireland	3	0.6	2.5	2.9	0.9	1.5	-0.6	-0.4	-2.1
Italy	0.8	-0.2	0.2	0.7	0.4	0.6	-0.8	-0.1	-1.0
Luxembourg	1.6	0.6	1.3	1	0.7	1.4	0.3	0.5	0.0
Netherlands	1.5	0.4	1.0	0.8	0.7	0.4	-0.4	0.3	-0.7
Portugal	1.6	0.5	1.4	1.4	0.4	0.1	-1.1	-0.3	-1.4
Austria	0.8	0.6	0.6	0.9	0.3	0.4	0.4	0.2	0.0
Finland	1.3	0.3	1.3	1.7	0.3	0.8	0.4	0.2	-0.3
Cyprus	5.3	0.5	-0.6	3.1	0.6	1.1	-1.4	0.0	-1.8
Malta	2.3	0.2	-1.9	1.8	0.4	0.8	0.8	0.7	-1.3
Slovakia	3.4	0.3	3.2	2.5	0.4	0.9	0.5	0.2	-0.6
Slovenia	3.3	0.7	2.7	1.9	0.6	2.1	-0.4	0.1	-2.0
Estonia	4	0.7	3.9	4.6	0.5	4.2	-0.9	0.2	-1.4

Capitolo 2

The capital and financial account imbalances

Conti finanziari

- Aumento flussi finanziari Area euro ← > integrazione finanziaria (Schmitz-von Hagen 2011, Schnabl-Freitag 2012);
- Basilea II: inciso su flussi di investimento dal Nord al Sud dell'UEM (Gross 2012);
- Incremento *surplus* commerciali negli ultimi due anni ← → conto finanziario con deficit crescente;
- Germania e Lussemburgo: prestatori netti.
Francia e Germania = ruolo intermediazione investimenti dai paesi extra-Area Euro verso i paesi periferici dell'UEM (EC 2012).
- Investimenti di portafoglio = contribuito al «sudden stop» del 2009 (crisi greca).
Ribilanciamento successivo al 2009 ← principalmente attraverso gli altri flussi di investimento.

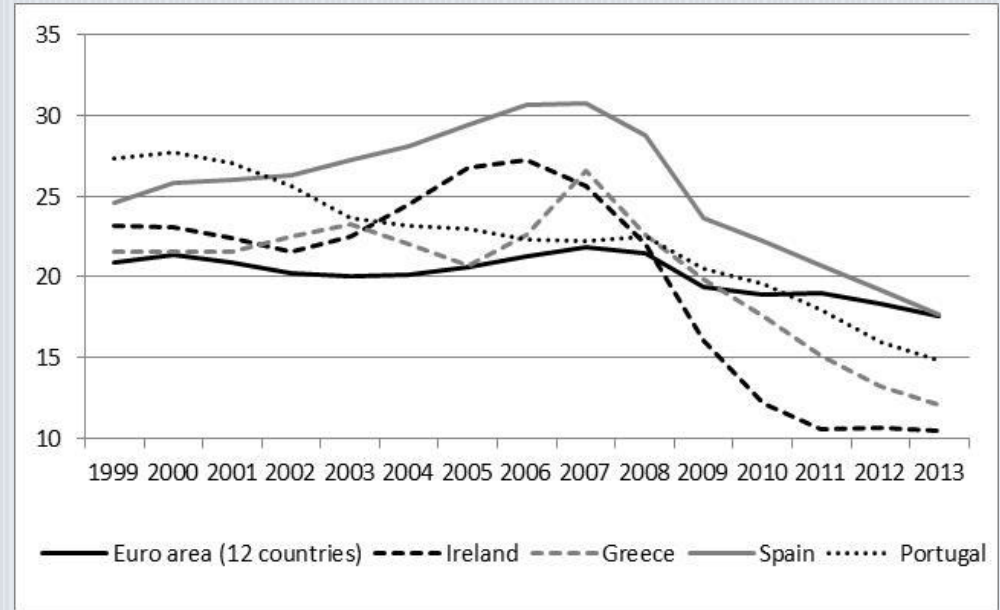
Conti finanziari

	1988	1993	1999	2001	2003	2005	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Euro area 12			-0.1	-0.2	-0.2	-0.4	-0.4	0.3	-0.5	0.3	-0.3	-1.9	-3.9
Euro area 17			0	-0.1	-0.2	-0.5	-0.4	0.3	-0.5	0.3	-0.3	-1.9	-3.8
Austria			3.3	1.9	-0.2	-0.1	-4.2	-5.3	-3.6	-1.2	-1.2	-2.4	-1.8
Belgium					-3.5	-2.4	-1.7	2.5	1.8	-1.9	1.5	1.2	1.7
Germany	-4	1.3	-0.5	-0.6	-2.9	-5.8	-8.7	-7.0	-6.6	-5.0	-6.7	-8.4	-9.2
Spain		1.1	2	3.2	2.3	6.7	9.6	9.2	5.0	4.1	2.9	0.0	-2.5
Finland	1.7	0	-5	-9.2	-5.2	-1.9	0.1	2.2	2.7	-2.1	4.4	8.8	-0.4
France						-0.1	1.6	0.9	1.2	1.3	2.7	3.7	0.8
Ireland			-2.3	-0.3	-1.0	-0.3	6.4	9.0	-0.7	4.6	6.9	-6.2	-6.1
Italy			-0.8	-0.3	1.3	2.8	1.9	2.0	2.5	5.5	4.3	0.9	-1.6
Luxembourg					-7.6	-14.4	-9.4	-4.6	-6.8	-7.1	-6.6	-3.5	-4.9
Netherlands	-1.2	-5.4	-1.3	-0.8	-4.3	-5.9	-4.4	-3.7	-7.2	-5.4	-8.4	-8.0	-9.4
Portugal		-0.3	7.0	9.1	4.4	9.1	8.5	11.1	10.4	9.0	5.7	-0.8	-2.2
Greece	1.1	1.3	3.6	4.7	5.7	6.5	12.4	12.8	10.6	9.4	8.5	2.1	-2.0
Slovenia			3	-0.6	0.8	3.8	5.7	7.0	0.4	1.3	-1.1	-3.2	-8.3
Slovakia			4.8	7.1	4.6	7.8	4.4	9.4	4.2	3.9	4.9	-0.5	1.9
Cyprus				2.4	1.9	4.4	12.0	16.1	10.9	9.5	4.4	4.8	3.1
Malta			4.2	-2.8	2.1	6.1	5.1	3.1	-1.2	-4.2	-3.9	-8.6	1.0
Estonia		1.4	7	5.0	11.2	8.2	14.6	7.6	-6.7	-6.0	-6.4	-1.7	-2.9

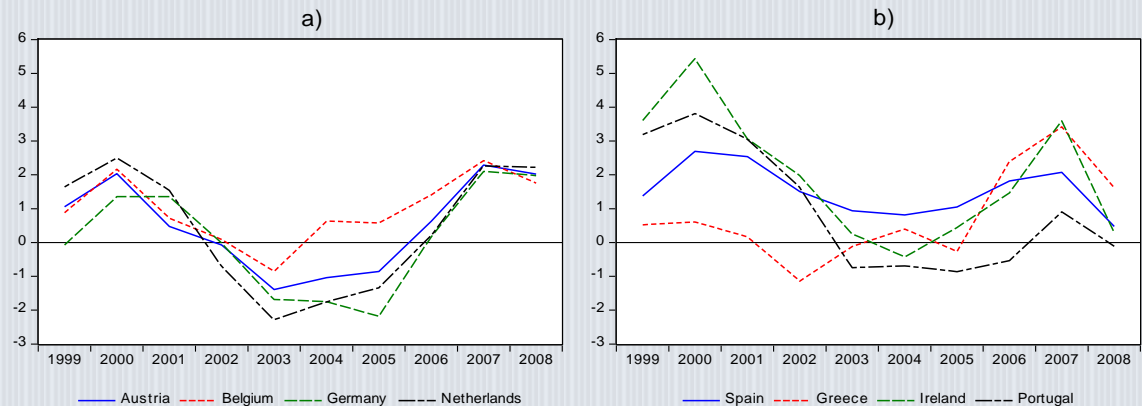
Flussi finanziari e investimenti

- Incremento passività nel conto finanziario di alcuni Paesi periferici = coincidente con incremento investimenti settore delle costruzioni;
- Fino al 2007, tasso di crescita del PIL = superiore nei Paesi del Sud Europa;
- Fino al 2007, PIL potenziale non è cresciuto in linea con l'aumento della domanda. Da cui: *output gap* positivo nei Paesi periferici;
- Mancanza del meccanismo di riequilibrio alla Blanchard e Giavazzi(2002);

Investimenti Settore Costruzioni in % al PIL



Pil Effettivo e Potenziale



Capitolo 4

In search of the determinants

Sintesi principali risultati

- I risultati dei primi quattro cap. del volume sono:
 - Perdita di competitività Area euro v/s Stati Uniti anche per i Paesi centrali;
 - Flussi finanziari (specie flussi bancari) dai Paesi in surplus a quelli in deficit → stessa direzione dei flussi di beni e servizi, da cui → Δ squilibri commerciali;
 - Marginalizzazione esportazioni paesi periferici, Germania e Paesi Bassi > esportatori nell'area;
 - Polarizzazione flussi commerciali intra-UEM: aumento del commercio tra i paesi centrali.

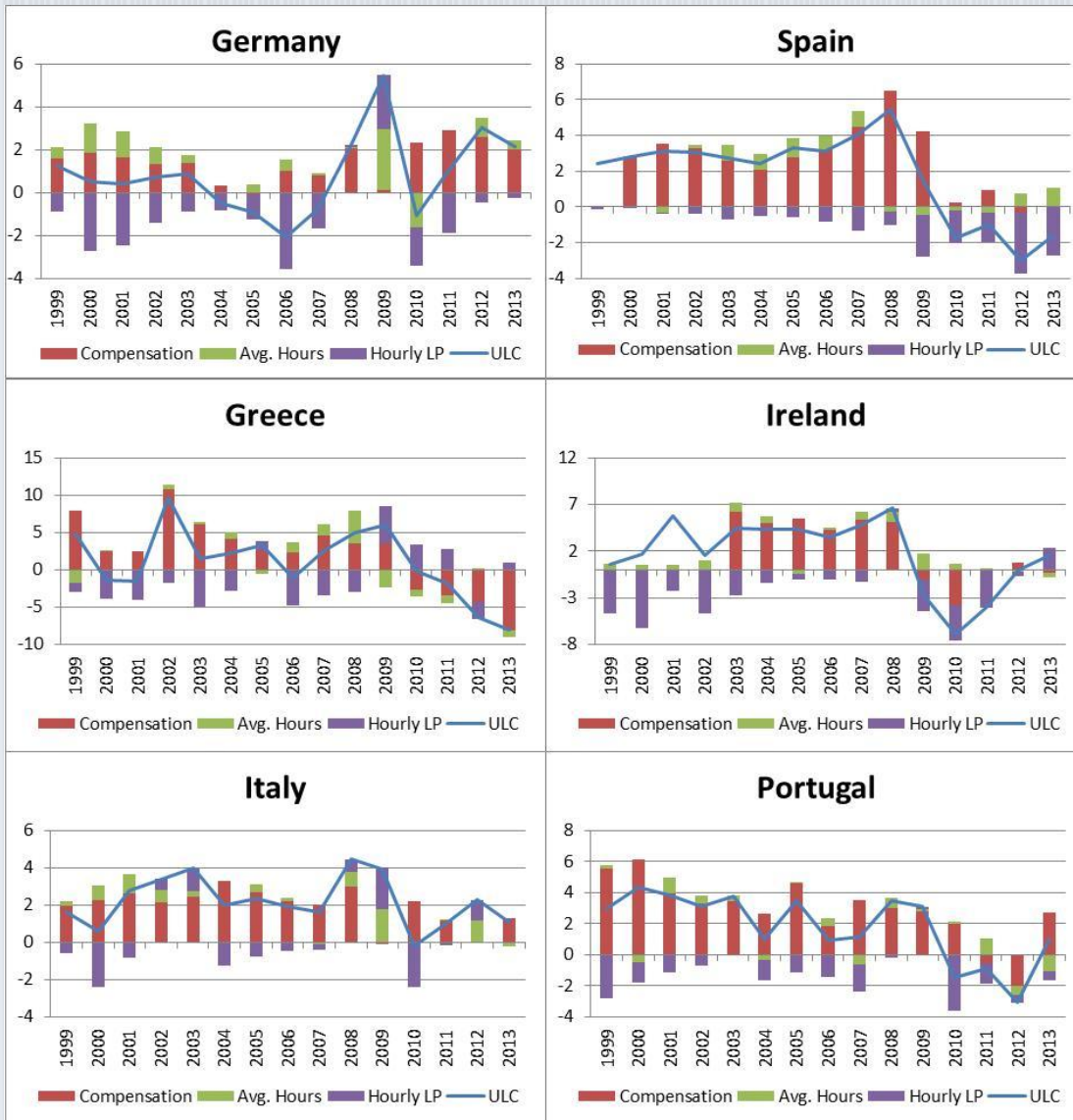
Sintesi principali risultati

- Ma: forte concorrenza su importazioni Area euro da parte economie emergenti extra UE.
Da cui: specifica pressione su export intra-area dei Paesi periferici.
- EC (2012) sostiene che ciò implica:
 Δ squilibri CA Paesi periferici \leftarrow pressione aree non euro.
EC (2012, 2013, 2014) sostiene poi: aggiustamenti Paesi periferici dopo crisi = aggiustamenti strutturali.
- Per sostenere nostra diversa tesi: qualche evidenza econometrica.

Sintesi principali risultati

- Evidenze econometriche:
 - Squilibri commercio bilaterale fra Paesi UEM = conferma importanza divari di competitività e di bolle speculative;
 - Flussi di importazione dei Paesi periferici pre-crisi (in particolare, 2003-07) = influenzati da convergenza nei tassi di interesse
NB. 2003-07 = accentuazione squilibri partite correnti.

Scomposizione del CLUP nominale



- Andamento CLUP nei principali Paesi periferici fino a crisi 2008 ← da forte dinamica salariale e da bassa – se non nulla – crescita della produttività.
- Dopo 2008: inversione di tendenza parziale del CLUP. Solo Italia = incapace di ridurre il CLUP nel periodo post crisi.
- Negli altri Paesi periferici = riduzione principalmente ← compressione salariale (deflazione interna) con aumenti non sostanziali di produttività
- Solo in Spagna recupero di produttività (ma alto U).

Capitolo 5

European Policies and possible improvements

Iniziative europee di *policy*

- Consiglio europeo giugno 2012: progetto 'Growth Compact' = mai realizzato;
Consiglio europeo dicembre 2013: ipotesi degli 'Accordi contrattuali' = subito abortita.
- Ma: programma europeo di investimenti pubblico /privati (300 mld. di euro Commissione Juncker) + riforme nazionali strutturali + evoluzione politica monetaria (trascurata nel volume) \leftrightarrow
credibile progetto europeo di *policy* dato il *deficit* di fiducia fra Stati Membri.
- Da cui, proposta = ritorno a 'Growth Compact' e a 'Contractual Arrangements'.

Iniziative europee di *policy*

- Caratteristiche programma investimenti pubblico/privati:
 - definizione e allocazione investimenti a livello europeo → Δ competitività strutturale dell'UEM;
 - allocazione asimmetrica verso Paesi periferici;
 - emissione di *project bond* con coinvolgimento dell'ESM e – indirettamente – della BCE.
- Accordi contrattuali in tutti i Paesi dell'UEM = strumento controllo (*ex ante/ex post*) perché investimenti europei ↔ riforme nazionali.

Iniziative europee di *policy*

- Questa proposta di *policy* →
 - modesta forma indiretta di 'transfer Union' con controllo europeo centrale;
 - programmi europei aiuto relegati a casi estremi;
 - Δ offerta titoli pubblici europei per *quantitative easing* BCE.
- Da fallimento della «mano invisibile» del mercato alla costruzione di una «mano visibile» di *policy* europea.