

# Il cambio dollaro/euro, il prezzo del petrolio e la Banca Centrale Europea \*

STEFANO SYLOS LABINI

## Introduzione

In questo lavoro analizzeremo il cambio dollaro/euro e la politica monetaria condotta dalla Banca Centrale Europea, volta a favorire il rafforzamento del cambio per contrastare le spinte inflazionistiche provenienti dall'aumento del prezzo del petrolio.

Diverse scuole di pensiero hanno tentato di spiegare la continua svalutazione dell'euro nei confronti del dollaro. La più importante, che fa capo alla Banca Centrale Europea, sostiene l'errata valutazione dei mercati sulle prospettive della moneta unica. In sostanza, si ritiene che i mercati non abbiano compreso appieno le potenzialità dell'economia europea, che si trova in una fase di ripresa dopo anni di crescita molto debole. Tale ripresa dovrebbe portare, in tempi più o meno rapidi, a un rafforzamento dell'euro. Un'altra scuola di pensiero, diffusa soprattutto in Francia e in Italia, ma che sembra condivisa, sia pure con molta cautela, anche dai vertici dell'Unione Europea, sostiene che la debolezza dell'euro va ricondotta all'assenza di istituzioni europee forti e capaci di elaborare una politica economica europea.

La tesi sostenuta in questo lavoro è che la debolezza dell'euro è determinata da una serie di fatti economici, che sono in relazione con l'assenza di una politica economica europea in grado di definire grandi progetti di sviluppo finalizzati al conseguimento di precisi obiettivi.

---

□ ENEA, Roma.

\* Il presente lavoro riflette esclusivamente le mie opinioni personali e non impegna in alcun modo l'ente presso il quale lavoro. Desidero ringraziare due anonimi *referees* per i loro commenti a una precedente stesura.

Il lavoro è strutturato come segue: nella sezione 1 vengono illustrati gli andamenti delle principali variabili in gioco e un'equazione elaborata per spiegare le variazioni del cambio dollaro/euro, nella sezione 2 si propongono alcune riflessioni sulle conseguenze dell'aumento del prezzo del petrolio e della svalutazione dell'euro nei rapporti relativi tra Stati Uniti ed Europa, nella sezione 3 vengono prese sinteticamente in esame diverse strategie di politica economica per favorire il rafforzamento della valuta europea nei confronti del dollaro.

## 1. L'analisi empirica

Il periodo esaminato va dal gennaio 1998 al settembre 2000; l'analisi è basata su dati mensili. Nel periodo gennaio-dicembre 1998 il valore del cambio dollaro/euro è stato ricostruito attraverso una media ponderata dei cambi fissi delle valute appartenenti all'Unione Europea. Consideriamo tre grafici, che pongono a confronto il cambio dollaro/euro rispettivamente con le quotazioni di borsa delle due aree economiche, con il prezzo del petrolio in dollari e con il differenziale tra i tassi d'interesse del mercato monetario di Stati Uniti e area dell'euro. Osservando i tre grafici si nota una forte correlazione inversa tra il cambio e il differenziale, ritardato di due mesi, tra il Nasdaq (borsa dei titoli tecnologici americani) e l'Euro Stoxx (borsa europea) (Grafico 1) e tra il cambio e il prezzo del petrolio (Grafico 2). La correlazione appare invece meno forte tra il cambio e il differenziale tra i tassi d'interesse del mercato monetario (3 mesi) degli Stati Uniti e dell'area dell'euro (nel periodo gennaio-dicembre 1998 sono stati considerati gli interessi a breve della Germania, assunta come paese rappresentativo dell'area dell'euro) (Grafico 3); in particolare, la correlazione è molto evidente nel periodo gennaio 1998-gennaio 2000 e scompare nel periodo successivo: dal febbraio al settembre 2000 la diminuzione del differenziale dei tassi d'interesse non è accompagnata da una rivalutazione dell'euro.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Si è ritenuto di considerare il differenziale degli interessi del mercato monetario poiché i tassi ufficiali generalmente tendono a seguire i movimenti dei tassi di mercato. Ciò può avvenire per vari motivi. Se gli operatori finanziari si attendono che la banca centrale persegua una politica monetaria restrittiva per contrastare

GRAFICO 1

DIFFERENZIALE TRA NASDAQ ED EURO STOXX  
E TASSO DI CAMBIO NOMINALE DOLLARO/EURO  
NEL PERIODO GENNAIO 1998-SETTEMBRE 2000  
(Nasdaq e Euro Stoxx gennaio 1998 = 100)



Fonte: Datastream.

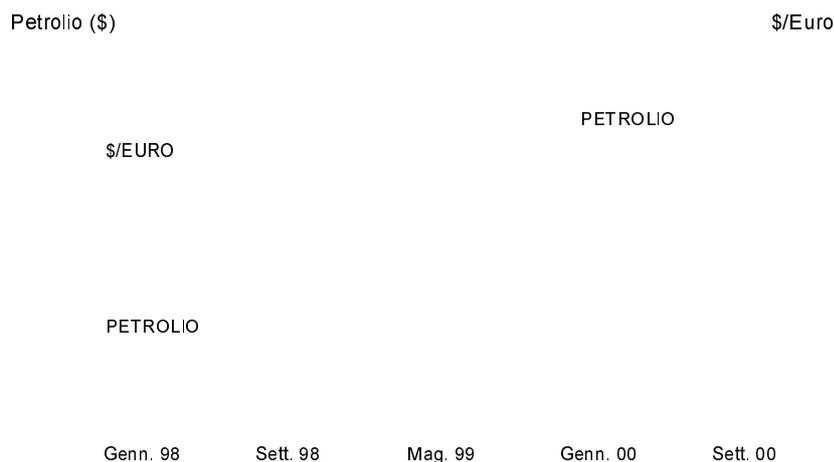
Ciò che è molto chiaro nei grafici è confermato dalla stima di semplici coefficienti di correlazione nel periodo gennaio 1998-settembre 2000, che sono pari a  $-0,89$  tra il cambio e il differenziale tra le borse americana ed europea ritardato di due mesi; a  $-0,91$  tra il cambio e il prezzo del petrolio in dollari; a  $-0,42$  tra il cambio e il differenziale dei tassi d'interesse a breve americano ed europeo (se si considera solo il periodo gennaio 1998-gennaio 2000 il coefficiente di correlazione è pari a  $-0,87$ : questo indica un'influenza molto più forte del differenziale dei tassi d'interesse sul cambio dollaro/euro, mentre tale influenza tende ad attenuarsi nel periodo più recente).

---

l'inflazione o per far rafforzare la moneta, nel momento in cui vi fossero segnali di crescita dei prezzi o di svalutazione del cambio, gli operatori anticiperebbero una nuova stretta facendo salire i tassi sul mercato monetario. Altrimenti, se vi fossero attese di un'ulteriore svalutazione della moneta gli operatori potrebbero decidere di trasferire i capitali all'estero, ciò potrebbe provocare un aumento dei tassi d'interesse. In entrambi i casi la banca centrale non farà altro che adeguare i tassi ufficiali sui valori raggiunti nel mercato monetario.

GRAFICO 2

PREZZO DEL PETROLIO IN DOLLARI E TASSO DI CAMBIO NOMINALE  
DOLLARO/EURO NEL PERIODO GENNAIO 1998-SETTEMBRE 2000



Fonte: Datastream.

Si è inoltre stimata una relazione molto semplificata con il metodo di Cochrane-Orcutt, dove il cambio dollaro/euro è posto in relazione all'andamento del differenziale tra il Nasdaq e l'Euro Stoxx ritardato di due mesi e all'andamento del prezzo del petrolio espresso in dollari e ritardato di un mese; da entrambi è dipendente in modo significativo.<sup>2</sup> Il periodo di stima è compreso tra marzo 1998 e settembre 2000.

$$(1) \text{\$/euro} = 1,17 - 0,0018 (\text{NASDAQ} - \text{EURO STOXX}) (-2) - 0,0035 \text{PETROLIO} (-1) \\ 39,13 \quad 6,66 \quad 2,41$$

Rq corretto = 0,94

DW = 2,07

<sup>2</sup> Il ritardo temporale di due mesi del differenziale tra le borse è quello che ha dato i risultati migliori, come già si intravedeva dal grafico; comunque anche il ritardo di un mese era risultato significativo, sebbene in misura minore, insieme al prezzo del petrolio senza ritardi.

Il differenziale tra il Dow Jones (USA) e l'Euro Stoxx invece non è risultato significativo; ciò suggerisce che nel periodo considerato il mercato azionario in relazione con il corso del cambio è il Nasdaq.

Parametri della specificazione dell'errore autoregressivo

$$U = 1,1355 *U(-1) + -0,48793 *U (-2) + E$$

(6,1159) [,000]    (-2,5402) [,017]

\$/euro = tasso di cambio nominale dollaro/euro;

NASDAQ = indice della borsa dei titoli tecnologici degli Stati Uniti  
(gennaio 1998 = 100);

EURO STOXX = indice della borsa europea (gennaio 1998 = 100);

PETROLIO = prezzo del petrolio espresso in dollari.

I valori sono in livelli, i dati mensili; i valori sotto i coefficienti rappresentano la t statistica.

(-1) (-2) rappresentano ritardi pari a uno e due mesi.

GRAFICO 3

DIFFERENZIALE DEI TASSI D'INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO  
(TRE MESI) DI STATI UNITI E UNIONE MONETARIA EUROPEA\*  
E TASSO DI CAMBIO NOMINALE DOLLARO/EURO  
NEL PERIODO GENNAIO 1998-SETTEMBRE 2000



\* Per il 1998 vengono riportati i tassi della Germania.

Fonte: Datastream.

L'equazione è in sintonia con le indicazioni preliminari scaturite dai grafici e dai coefficienti di correlazione; inoltre, essa suggerisce una serie di considerazioni.

Per quanto riguarda il differenziale tra crescita delle borse americana ed europea, è importante sottolineare che sembra confermata

l'ipotesi secondo la quale i valori di borsa anticipano il ciclo economico, cioè che l'andamento delle quotazioni azionarie si trova in rapporto con le aspettative di crescita dell'economia (Soros 1999). Di conseguenza il differenziale tra le borse americana ed europea da una parte è in relazione diretta con il cambio, poiché le borse sono un luogo dove si verificano i movimenti di capitali che influenzano il valore delle monete, mentre dall'altra parte svolge un ruolo segnaletico sui valori futuri del cambio – le variazioni del differenziale sono sfasate di un paio di mesi rispetto a quelle del rapporto valutario – in quanto le quotazioni azionarie incorporano l'andamento futuro del ciclo economico, che a sua volta condiziona altri movimenti di capitale, come le operazioni in valuta, i prestiti bancari transfrontalieri e gli investimenti diretti verso l'estero, che hanno effetti sul cambio.

Consideriamo ora l'influenza sul cambio del prezzo del petrolio. Tale influenza può essere attribuita al fatto che tuttora il petrolio (come pure molti altri prodotti energetici) continua a essere pagato in dollari: la necessità di acquistare cospicue quantità di dollari da parte dei paesi europei (e non solo) genera una spinta verso la svalutazione dell'euro e verso il rafforzamento del dollaro. Nel 1999 l'area dell'euro ha avuto un saldo negativo nel commercio di prodotti energetici pari a 64 miliardi di euro (i prodotti energetici hanno costituito la voce più pesantemente negativa del saldo commerciale dell'Unione Europea, l'1% del Pil); ciò significa che da parte dell'area dell'euro vi è stata una domanda per un ammontare equivalente di dollari.

Occorre precisare che le transazioni commerciali sono una quota minoritaria delle transazioni complessive che hanno luogo sui mercati internazionali. Nel periodo 1980-96 le transazioni internazionali in obbligazioni e azioni e le operazioni in valuta hanno registrato una crescita media annua pari al 25% in termini reali (Quadrio Curzio 1999); le transazioni finanziarie sono in relazione con una massa di attività che nei principali paesi industriali ha raggiunto valori assai elevati: pari al 280% per quel che riguarda il rapporto tra il valore di borsa delle azioni e delle obbligazioni pubbliche e private e il Pil nel 1999, e pari al 350% per quel che riguarda il rapporto tra valore nozionale degli strumenti derivati e il Pil nel 1998 (Fazio 2000). Il commercio internazionale ha avuto invece una crescita media annua del 6% in termini reali nel periodo 1980-96; le transazioni commerciali si riferiscono a una quota di esportazioni mondiali pari solo al 15% del Pil nel 1996 (Quadrio Curzio 1999). Si deve, però, sottolineare che la ripresa in atto a livello mondiale dopo le violente crisi finanziarie e reali

del 1997-99 nel Sud Est asiatico, nell'ex Unione Sovietica e in Brasile sta determinando in quest'ultimo periodo un'espansione del commercio internazionale (il Fondo Monetario prevede che nel 2000 e nel 2001 la crescita del reddito globale si aggirerà intorno al 4,5%). La necessità di finanziare l'interscambio mondiale fa sì che aumenti la domanda di dollari da parte del resto del mondo: ciò potrebbe contribuire all'apprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro (cfr. Leon 1997). Nello stesso tempo, l'incremento del prezzo del petrolio può influenzare le aspettative relative alla crescita dell'economia americana e di quella europea (cfr. sezione 2); tali aspettative, a loro volta, hanno effetti sui movimenti di capitali a breve nei mercati finanziari e valutari, condizionando il cambio dollaro/euro.

Il differenziale tra i tassi d'interesse americani ed europei sul mercato monetario non è risultato significativo nello spiegare l'andamento del cambio dollaro/euro nel periodo marzo 1998-settembre 2000. Questo fatto conferma ciò che si era intravisto nel grafico 3, cioè che a partire dal gennaio 2000 la riduzione del differenziale tra gli interessi americani ed europei non stava determinando un apprezzamento dell'euro. Il differenziale era risultato significativo in equazioni stimate in archi temporali limitati al periodo aprile-maggio 2000; allungando il periodo dell'analisi la significatività di questa variabile tende a diminuire.

I tassi d'inflazione non sono risultati significativi nello spiegare l'andamento del cambio; si può presumere che entrino in gioco indirettamente attraverso l'influenza sui tassi d'interesse a breve. Comunque, il più elevato tasso d'inflazione degli Stati Uniti non ha prodotto un deprezzamento del dollaro.

Riassumendo, il tasso di cambio appare fondamentalmente determinato dal mercato, inteso come luogo dove agiscono grandi imprese multinazionali, stati nazionali (come quelli dell'OPEC), banche centrali, operatori finanziari e singoli risparmiatori. Le banche centrali, come attori del mercato, hanno la possibilità d'influire sull'andamento del cambio attraverso vari canali. Esse possono influenzare il tasso d'interesse a breve comprando o vendendo titoli, possono intervenire direttamente sul mercato dei cambi acquistando o vendendo valuta oppure possono intervenire attraverso il rifinanziamento alle banche influenzando sul credito bancario e quindi sul ciclo economico, condizionando così l'andamento delle borse e, di conseguenza, l'andamento del cambio.

## 2. Le conseguenze dell'aumento del prezzo del petrolio e della svalutazione dell'euro nei rapporti economici tra Stati Uniti ed Europa

La tabella che segue riporta i dati relativi ai consumi totali di energia, ai consumi e alle importazioni di petrolio, alla quota dei consumi di petrolio sui consumi totali di energia, alla dipendenza energetica dall'estero (importazioni di petrolio in rapporto ai consumi di petrolio (1) e in rapporto all'energia totale consumata (2)), all'andamento del Pil negli Stati Uniti e nell'Unione Monetaria Europea (ricordiamo che rispetto all'Unione Europea a 15 paesi restano esclusi Gran Bretagna, Danimarca, Svezia e Grecia).

TABELLA 1

CONSUMI TOTALI DI ENERGIA IN MTEP; CONSUMI E IMPORTAZIONI DI PETROLIO IN MILIONI DI TONNELLATE; PIL IN MILIARDI DI DOLLARI AI PREZZI E AI TASSI DI CAMBIO CORRENTE

	USA			UME		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999
Consumi totali di energia	2156	2170	2204	1075	1094	1103
Consumi di petrolio	848	864	883	497	509	512
Consumi petrolio/ consumi totali %	39	40	40	46	47	46
Importazioni di petrolio	398	426	428	447	478	482
Grado di dipendenza (1) %	47	49	48	90	94	94
Grado di dipendenza (2) %	18	20	19	42	44	44
Pil	8239	8699	9192	6394	6564	6611

Fonte: EUROSTAT, *BP Statistical Review*, vari anni e OECD, *Main Economic Indicators*, July 2000.

L'analisi comparata tra Stati Uniti e Unione Monetaria Europea mostra che i consumi di petrolio in valore assoluto sono più bassi nell'area dell'euro che negli Stati Uniti, mentre la quota dei consumi di petrolio in rapporto al totale dell'energia consumata è più alta in Europa (intorno al 45%) che negli Stati Uniti (intorno al 40%), a testimonianza di una maggiore dipendenza dell'Europa dal petrolio.

L'Europa ha anche un più alto grado di dipendenza dell'estero, per quel che riguarda il petrolio, in quanto ne importa una quantità maggiore rispetto agli Stati Uniti, mentre i consumi di petrolio e i consumi energetici totali sono notevolmente più bassi.

Tutto ciò indica che l'area dell'euro è molto più vulnerabile rispetto agli Stati Uniti nel momento in cui si presentano difficoltà nell'approvvigionamento di petrolio. Inoltre, poiché le importazioni di petrolio dell'area dell'euro sono superiori rispetto a quelle degli Stati Uniti, mentre il prodotto interno lordo europeo è inferiore rispetto a quello americano (arriva a essere il 72% di quello degli Stati Uniti nel 1999), l'aumento del prezzo del petrolio penalizza in misura maggiore l'economia europea. La penalizzazione relativa si accentua nel momento in cui si verifica una perdita del valore dell'euro rispetto al dollaro: la svalutazione dell'euro sta appunto determinando un peggioramento della situazione economica dell'Europa nei confronti degli Stati Uniti poiché sono maggiori le conseguenze negative sulla domanda interna dei paesi dell'Unione Europea. In particolare, i consumi delle famiglie subiscono una contrazione per l'aumento delle spese per trasporti, riscaldamento ed elettricità a scapito delle spese per altri beni e servizi; inoltre alcune categorie produttive che agiscono sul mercato interno (agricoltori, artigiani, autotrasportatori, commercianti) sono fortemente danneggiate dal caro petrolio e dall'euro debole. Solo le imprese che esportano, sebbene siano svantaggiate sul lato dei costi di produzione, vengono favorite dalla debolezza del cambio, che rende i prodotti europei più competitivi sui mercati internazionali (nel 1999 le esportazioni dei paesi dell'UME verso il resto del mondo sono state pari a circa il 14% del Pil).

L'insieme di questi fenomeni – incremento delle esportazioni e maggiori spese per l'acquisto di petrolio – determinano spinte contrastanti sulla bilancia commerciale dei paesi dell'Unione Europea. Nella fase più recente la risultante di queste spinte non è stata favorevole all'Europa: nei primi 7 mesi del 2000 il saldo della bilancia commerciale dei paesi dell'area dell'euro è stato pari a 5,7 miliardi di euro, valore notevolmente inferiore rispetto a quello conseguito nei primi 7 mesi del 1999 (35,7 miliardi di euro). Ciò può indicare che nel breve periodo tendono a prevalere gli effetti negativi della svalutazione, che rende ancora più onerosi gli aumenti del prezzo del petrolio, su quelli positivi di stimolo alle esportazioni.

Sotto l'aspetto finanziario, l'indebolimento dell'euro nei confronti del dollaro tende a incentivare la domanda di attività finanziarie americane, che acquistano di valore con il procedere della svalutazione dell'euro, favorendo i deflussi di capitali europei verso gli Stati Uniti. Così, l'enorme deficit commerciale degli Stati Uniti (pari a circa il 4% del Pil nel 1999) viene sostenuto in modo consistente anche dal risparmio e dai profitti europei. Nello stesso tempo, la perdita di valore dell'euro crea le condizioni per acquisizioni azionarie finalizzate al conseguimento del controllo di imprese europee.

### 3. Indicazioni di politica economica

L'analisi svolta suggerisce che negli ultimi mesi la riduzione del differenziale tra i tassi d'interesse a breve non abbia avuto grossi effetti sul cambio dollaro/euro. Il differenziale di crescita tra la borsa americana e quella europea e l'andamento del prezzo del petrolio sembrano essere le variabili che condizionano in misura maggiore i movimenti di capitale – sia per via diretta che per via indiretta, attraverso le relazioni con le aspettative di crescita dell'economia americana e di quella europea – e quindi il tasso di cambio, almeno in questo periodo. A questo si aggiunge che il rapido tasso di espansione dell'economia mondiale e il conseguente aumento della domanda di energia e di petrolio (Tabella 2), insieme con la pericolosa instabilità dell'area mediorientale, potrebbero frenare la diminuzione del prezzo del petrolio e provocare un ulteriore apprezzamento del dollaro. Per la Banca Centrale Europea si pone allora il dilemma se continuare a muoversi verso una politica monetaria restrittiva nel tentativo di far rafforzare l'euro oppure se modificare completamente l'impostazione della politica monetaria.

Nel primo scenario la Banca Centrale Europea dovrebbe innalzare in misura ben maggiore il tasso d'interesse a breve (tasso di rifinanziamento) se decide di favorire il rafforzamento dell'euro per questa via. Infatti i piccoli aumenti effettuati negli ultimi tempi (1/4 di punto) non hanno prodotto risultati apprezzabili sul valore esterno della moneta europea. Si tratterebbe allora di azzerare il differenziale con gli Stati Uniti, attualmente pari a circa 1,8 punti, portando il tasso

intorno al 6,5%. Questa linea di politica monetaria avrebbe però l'inconveniente di provocare un aumento delle spese per interessi, ostacolando le politiche di risanamento dei bilanci pubblici dei paesi dell'Unione, e di frenare la crescita economica. Un eventuale rallentamento della crescita avrebbe, a sua volta, effetti negativi sui movimenti di capitali e sulle borse: ciò potrebbe indebolire la valuta europea.

TABELLA 2

DOMANDA DI PETROLIO NELLE PRINCIPALI REGIONI E NEL MONDO,  
APRILE 1999-SETTEMBRE 2000  
(Variazioni % per anno)

	Paesi OECD	Paesi asiatici <sup>a</sup>	America Latina	Africa	Mondo
1999.2	0.6	4.9	-0.7	-0.8	1.1
1999.3	0.9	4.7	-0.6	2.9	1.2
1999.4	2.0	1.8	0.9	-3.1	1.3
2000.1	-2.2	1.4	0.5	3.8	-0.8
2000.2	0.9	4.1	0.3	3.4	1.2
2000.3 <sup>b</sup>	1.7	4.6	1.8	0.4	2.1
2000.4	1.7	5.7	2.8	2.0	2.6
2001.1	2.5	5.0	3.0	1.0	3.0
2001.2	1.9	5.0	3.0	1.1	2.5
2001.3	1.5	5.0	3.0	2.7	2.1

<sup>a</sup> Tra questi non è compresa la Repubblica Popolare Cinese.

<sup>b</sup> Stime dal terzo trimestre del 2000.

Fonte: International Energy Agency, *Monthly Oil Market Report*, 11 settembre 2000.

Il secondo scenario dipende, invece, dalla volontà dell'Unione Europea di elaborare una politica economica di carattere espansivo, orientata allo sviluppo e all'innovazione. Già in passato sono state presentate varie proposte per rilanciare gli investimenti europei: il piano Delors sui grandi progetti infrastrutturali (Commissione delle Comunità Europee 1993), le prescrizioni di Ciampi sulla competitività (1996), la proposta di Prodi del 1998 sull'utilizzo delle riserve valutarie in eccesso e il Manifesto contro la disoccupazione di Modigliani e

*et al.* (1998). In questa fase il programma d'investimenti dovrebbe avere anche l'obiettivo di accelerare la transizione, che richiederà comunque tempi lunghi, da un'economia basata in prevalenza sul petrolio a un'economia basata in misura maggiore su fonti energetiche alternative. Ad esempio, si tratterebbe di promuovere investimenti finalizzati alla sostituzione dei mezzi di trasporto a benzina con quelli elettrici, a bioetanolo, a idrogeno e a trazione ibrida; alla produzione e alla diffusione di impianti che permettono di ottenere energia "pulita" (solare, eolica, e così via); alla sostituzione delle materie plastiche e dei prodotti chimici con i prodotti biologici e biodegradabili; allo sviluppo di tecnologie per il riciclaggio dei rifiuti e per la produzione di energia dalle biomasse e dai rifiuti non riciclabili; al potenziamento dei trasporti pubblici (si veda Colombo 1996).

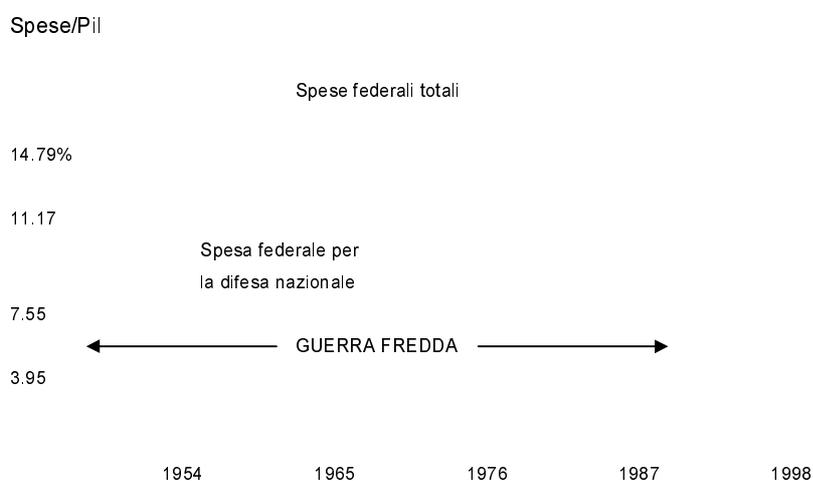
Nel programma d'investimenti dovrebbe assumere un ruolo strategico la domanda pubblica di infrastrutture, di nuove tecnologie e di nuovi prodotti, che avrebbe tra l'altro anche la funzione di trainare l'espansione della produzione e gli investimenti delle imprese innovative.

Per valutare quest'ultimo elemento, possiamo ricordare che negli Stati Uniti la spesa federale è stata uno dei fattori più importanti alla base della forte crescita economica nel dopoguerra (Thurow 1999). L'intervento pubblico si è esplicitato in primo luogo attraverso il settore militare (Grafico 4), che ha costituito il principale finanziatore delle attività di ricerca e sviluppo e la principale fonte di domanda di nuove tecnologie, in particolare di semiconduttori, microelettronica, macchine a controllo numerico, intelligenza artificiale, nuovi materiali, laser, e così via. La spesa militare, che ha avuto un ruolo decisivo con i progetti spaziali negli anni '50 e '60, giungendo a superare il 10% del Pil (nel periodo 1954-91 il valore medio annuo è stato pari a circa l'8% del Pil), ha dato una spinta fondamentale allo sviluppo dell'informatica e delle telecomunicazioni, trainando la crescita delle imprese private ad alta tecnologia e favorendo la ristrutturazione dell'industria manifatturiera e l'enorme espansione dei servizi. La domanda pubblica di nuove tecnologie e di nuovi prodotti ha quindi trainato l'espansione della produzione e la crescita degli investimenti delle imprese innovative, innescando economie di scala e di apprendimento (*learning by doing*) che hanno determinato una forte caduta dei costi e un eccezionale miglioramento delle prestazioni dei nuovi prodotti, favorendo la competitività dell'economia americana rispetto

alle economie europee. In tal modo, inoltre, si sono poste le basi per l'accumulazione di un patrimonio di conoscenze che può avere ricadute nei settori più diversi anche dopo lungo tempo.

GRAFICO 4

SPESE FEDERALI TOTALI E SPESA FEDERALE PER LA DIFESA NAZIONALE  
IN RAPPORTO AL PIL NEGLI STATI UNITI NEL PERIODO 1954-98



Fonte: *Economic Report of the President* (1999).

Questo scenario comporta un notevole problema di finanziamento della domanda pubblica innovativa. In Europa, considerato l'obiettivo di risanamento del bilancio pubblico che tutti gli stati membri si sono impegnati a perseguire, il finanziamento della domanda pubblica dovrebbe avvenire attraverso l'intervento della Banca Centrale Europea, come è stato suggerito da Modigliani *et al.* (1998) e dall'attuale presidente della Commissione dell'Unione Europea Prodi, e tramite il ricorso dell'Unione Europea ai mercati finanziari interni e internazionali (Leon 1998).

Più precisamente, si potrebbero emettere veri e propri titoli di stato europei, come del resto è già avvenuto nel passato nel caso dei grandi progetti paneuropei della CEE, della CECA (Comunità Europea per il Carbone e per l'Acciaio) e dell'Euratom (Ente europeo per l'energia atomica) e come attualmente opera la BEI (Banca Europea

degli Investimenti). Delors (Commissione delle Comunità Europee 1993) aveva già immaginato la possibilità di emettere obbligazioni dell'Unione Europea per finanziare in primo luogo la costruzione delle grandi infrastrutture energetiche, di telecomunicazione e di trasporto. Tale idea è stata messa in secondo piano nella recente fase di rigore monetario e di bilancio della politica economica europea, ma potrebbe tornare di attualità in seguito alla nascita dell'euro e all'obiettivo di fare dell'Europa un'area di sviluppo e di traino per il resto del mondo. Fin quando gli Stati Uniti d'Europa non diverranno realmente uno stato federale, si potrebbero utilizzare le riserve valutarie in eccesso come garanzia a fronte delle emissioni obbligazionarie, tenendo conto del fatto che le riserve valutarie ammontano a circa il 6,6% del Pil europeo contro l'1,7 % del Pil americano (Bufacchi 2000).

La domanda di nuovi prodotti, di nuove tecnologie e di infrastrutture favorirebbe la crescita delle imprese private innovative, la riduzione della disoccupazione e, più in generale, lo sviluppo di un'economia sostenibile e meno dipendente dal petrolio nell'Unione Europea. Inoltre, si potrebbero generare nuove opportunità d'investimento e frenare così i deflussi di capitali europei verso l'estero (nel 1998 e nel 1999 gli investimenti diretti verso l'estero sono stati pari a 102,6 miliardi di ecu e a 138,8 miliardi di euro, rispettivamente l'1,7% e il 2,3% del Pil); viceversa, potrebbero essere attratti investimenti esteri, con effetti positivi sul cambio.

In conclusione, questa seconda linea di politica economica si pone in un'ottica di lungo periodo, ma potrebbe avere ricadute positive anche nel breve termine. Infatti verrebbero inviati ai mercati segnali sulla volontà di intraprendere progetti di sviluppo a livello europeo per ridurre la dipendenza dal petrolio e per uscire da una posizione di debolezza economica, che sta provocando l'aumento delle spese per i prodotti petroliferi e la compressione dei consumi, che frena gli investimenti e la diffusione di tecnologie innovative e che quindi costituisce un ostacolo alla crescita e allo sviluppo sostenibile.

## BIBLIOGRAFIA

- BANCA CENTRALE EUROPEA (2000), *Bollettino mensile*, vari mesi, Francoforte.
- BUFACCHI, I. (2000), "Con l'euro è aperta la strada ai bond della Commissione", *Il Sole 24 Ore*, 12 gennaio, p. 6.
- CIAMPI, C.A., a cura di (1996), *Sfida alla disoccupazione*, Laterza, Roma-Bari.
- COLOMBO, U. (1996), *Energia*, Donzelli, Roma.
- COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE (1993), *Crescita, Competitività, Occupazione, CECA, CEE, CEEA, Libro Bianco*, Bruxelles.
- ECONOMIC REPORT OF THE PRESIDENT (1999), United States Government Printing Office, Washington.
- FAZIO, A. (2000), *Considerazioni finali*, Assemblea generale ordinaria dei partecipanti, 31 maggio, Banca d'Italia, Roma.
- LEON, P. (1997), "I pericoli dell'Unione Monetaria", *Politica Internazionale*, n. 3, maggio-giugno, pp. 41-45.
- LEON, P. (1998), "Meno salari più occupazione? Una vecchissima illusione", *Finesecolo*, anno IV, n. 2/3, ottobre, pp. 43-49.
- MODIGLIANI, F. et al. (1998), "Manifesto contro la disoccupazione nell'Unione Europea", *Moneta e Credito*, n. 203, settembre, pp. 375-412.
- QUADRIO CURZIO, A. (1999), "Globalizzazione: profili economici", *Rendiconti Morali Accademia dei Lincei*, serie 9, vol. 10, pp. 297-321.
- SOROS, G. (1999), *La crisi del capitalismo globale*, Ponte alle Grazie, Milano.
- SYLOS LABINI, S. (2000) "Grandi opere con l'effetto volano", *Il Sole 24 Ore*, 12 gennaio, p. 6.
- THUROW, C.L. (1999), *Building Wealth*, Harper Collins, New York.