

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra: International Economics

L'UNIONE EUROPEA E LA TEORIA  
DELLE AREE VALUTARIE OTTIMALI:  
CRITICITÀ E OBIETTIVI FUTURI

RELATORE:

Prof. Stefano Manzocchi

CANDIDATO:

Giulia Torti

Matr. 178861

CORRELATORE:

Prof.ssa Roberta De Santis

Anno Accademico:

2014-2015

## Indice

Introduzione.....	2
I. Teoria delle aree valutarie ottimali: una breve rassegna della letteratura.....	4
1. La teoria tradizionale.....	4
2. I nuovi contributi teorici.....	12
II. L'Unione Monetaria Europea: excursus storico e principali fatti stilizzati.....	20
1. Cenni storici e principi ispiratori.....	20
2. Il processo di integrazione.....	29
III. Le Politiche Economiche nell'UEM: criticità e sviluppi futuri.....	34
1. La crisi del 2008: uno shock asimmetrico.....	34
2. L'evoluzione della governance economica e fiscale nel post-crisi.....	41
Conclusioni.....	50
Bibliografia.....	52

## ***Introduzione***

L'ultima crisi globale che ha investito l'Unione Europea, sottolineando ancora una volta le contraddizioni e i limiti del progetto, ha riportato alla luce il controverso dibattito nato nella seconda metà degli anni novanta della Teoria delle Aree di Valuta Ottimale, che risulta ancora oggi attuale e irrisolto.

L'ambizioso progetto dell'Unione Economica e Monetaria (UEM) nel 1999 con cui 11 paesi membri dell'Unione Europea (UE) hanno adottato una moneta comune, ha comportato tassi di cambio fissi e una conseguente rinuncia a parte della sovranità sulle politiche monetarie nazionali. A chi si interroga quindi se in questo modo un Paese possa aumentare il proprio benessere, i diciannove paesi dell'UE che al momento formano l'Eurozona sembrano aver dato una risposta positiva. Nonostante ciò, la controversia sull'area di valuta ottimale appare tutt'altro che risolta e risulta ancora oggi materia di diversi studi accademici.

In questo contesto deve essere inserito il mio lavoro che, traendo spunto dalla letteratura economica e dell'ampio panorama delle teorie monetarie, si interroga sull'attuale funzionamento dell'eurozona e sulle sfide che dovrà affrontare, attraverso un'analisi critica dei limiti della struttura dell'UEM.

Al fine di individuare il grado di integrazione tra gli Stati Membri dell'Unione, nel primo capitolo si presenta una breve rassegna della letteratura della teoria delle aree valutarie ottimali, attribuita principalmente al premio Nobel Mundell e ai successivi contributi di McKinnon e Kenen, e la ripresa del dibattito con la comparsa della cosiddetta "nuova" teoria, articolata nei due filoni dell'analisi dei costi della rinuncia alla politica monetaria e l'ipotesi dell'endogeneità dell'AVO.

Nel secondo capitolo si esamina lo spazio valutario europeo, che costituisce ormai un'economia ampia ed autonoma, comparabile per dimensioni a quella degli Stati Uniti, partendo da un excursus storico relativo alle tappe del processo di integrazione dell'Unione fino la creazione del mercato unico europeo e la nascita della moneta unica. Sono qui oggetto di analisi i criteri e il grado di integrazione degli Stati membri, dal coordinamento delle politiche fiscali e finanziarie a quello delle politiche sociali.

Nel terzo capitolo si presenta in breve lo sviluppo della crisi finanziaria del 2008, sfociata in una crisi dei debiti sovrani, e le conseguenti politiche macroeconomiche

adottate dall'Unione per la risoluzione tempestiva dello shock che ha colpito in maniera asimmetrica i Paesi della zona euro. Infine seguono le considerazioni conclusive sulle prospettive e gli scenari futuri dell'UEM.

## ***I. Teoria delle aree di valuta ottimali: i principali contributi***

### **1. La teoria tradizionale**

**I principali contributi: Mundell, McKinnon e Kenen.** Ancor prima della conclusione della Seconda Guerra Mondiale, Stati Uniti e Gran Bretagna iniziarono a delineare quello che si rivelerà uno dei progetti più ambiziosi degli anni '90, volto a garantire un ordine monetario globale e la crescita del commercio internazionale.

E' così che il 22 luglio del 1944 ebbero luogo gli accordi di Bretton Woods, finalizzati al superamento dei singoli interessi particolari di breve periodo, in vista di una regolamentazione delle oscillazioni del prezzo delle singole valute. In questo ambito si inserisce lo studio del premio Nobel canadese del 1999 Robert Mundell, che in "A Theory of Optimum Currency Areas" (1961) si pone l'interrogativo "*What is the appropriate domain of a currency area?*"<sup>1</sup>, ponendo l'accento sul problema dell'identificazione della regione geografica che coincida con un'area valutaria ottimale, in cui si possano facilmente ottenere un livello di pieno impiego, sostenibilità della bilancia dei pagamenti e basso tasso di inflazione.

<b>Tav. 1 – I criteri di ottimalità della teoria AVO</b>		
Mundell	Mobilità dei fattori	A seguito di una riduzione della domanda per i prodotti del paese B, i lavoratori si potranno spostare verso il paese A, consentendo di riassorbire la disoccupazione e di spegnere l'inflazione.
McKinnon	Grado di apertura	Il costo dell'integrazione monetaria si riduce all'aumentare del grado di integrazione commerciale.
Kenen	Grado di diversificazione produttiva	A seguito di shock asimmetrici, la diversificazione della produzione (e quindi delle esportazioni) attenua l'impatto degli shock.

---

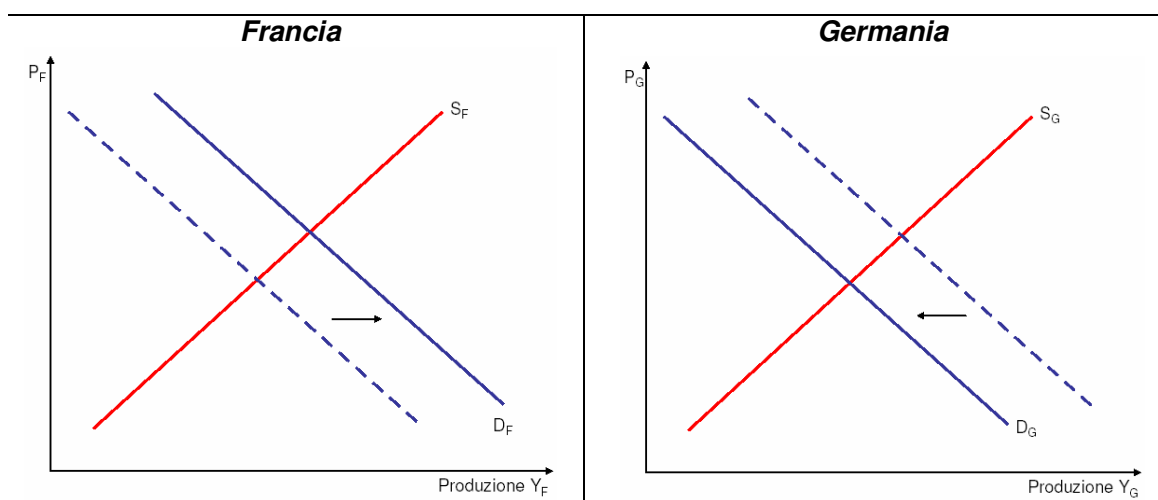
<sup>1</sup> Cfr. MUNDELL (1961)

**Mundell: la mobilità del fattore lavoro.** Mundell intraprende la trattazione con una valutazione che sembra non lasciare spazio a soluzioni. Da una parte infatti, il sistema vigente, quello di Bretton Woods, conduce a crisi cicliche della bilancia dei pagamenti e ciò continuerà a verificarsi fin quando non verrà meno la rigidità dei salari e dei prezzi e fin quando non sarà eliminato il sistema di tassi di cambio fissi. D'altra parte la soluzione più ovvia, cioè quella di adottare valute differenti libere di fluttuare, potrebbe rivelarsi inefficace poiché in una situazione di deficit di bilancio, il deprezzamento prenderebbe il posto della disoccupazione, mentre nel caso di surplus, l'inflazione sarebbe sostituita dall'apprezzamento.

Inoltre, l'autore sottolinea come ci sia una grande differenza tra la regolazione in una area valutaria che ha una moneta unica e in un'area valutaria che coinvolge più di una moneta, poiché quest'ultima richiede una forte cooperazione tra le banche centrali al fine di soddisfare l'offerta di mezzi di pagamento. C'è quindi una differenza tra gli aggiustamenti interregionali e quelli internazionali, sebbene, nel secondo caso, si rientri nel ipotesi di cambi fissi. Il premio Nobel canadese sostiene che se fra due regioni, pur disomogenee o colpite da eventi negativi asimmetrici, vi è mobilità del fattore produttivo lavoro, allora esse possono costituire una AVO, poiché questo fattore è in grado di ridurre la necessità di aggiustamenti del tasso di cambio nominale al fine di correggere i disequilibri esterni. Si supponga quindi che il mondo sia formato da due paesi con valute differenti, Canada e Stati Uniti, ciascuno dei quali è diviso in Est e Ovest, dove il primo produce automobili e il secondo legname. Ipotizzando che un aumento della produttività nel settore automobilistico provochi un eccesso di domanda di legname e un eccesso di offerta di vetture. L'impatto immediato è quello di causare disoccupazione ad Est, pressioni inflazionistiche ad Ovest e deficit della bilancia dei pagamenti nella prima regione. Per alleviare la disoccupazione ad Est le banche centrali di entrambi i paesi dovrebbero aumentare l'offerta di valuta nazionale, mentre per impedire l'inflazione ad Ovest, contrarla. Risulta chiaro ancora una volta che disoccupazione e inflazione rappresentano in qualche modo due facce della stessa medaglia. L'unica soluzione sarebbe quindi l'adozione di un regime di tassi flessibili, nel caso in cui non si volesse propendere per un'unione monetaria.

Consideriamo, invece, due Paesi come la Francia e la Germania, ipotizzando ad esempio un mutamento dei gusti o un'innovazione nei prodotti tedeschi. Ciò causa uno shock asimmetrico che sposta la curva di domanda in Francia verso il basso comportando una diminuzione della produzione e un aumento della disoccupazione. Situazione opposta si verifica in Germania, dove la curva di domanda si sposta verso l'alto, aumentando quindi la produzione e diminuendo la disoccupazione. Entrambi i Paesi dovranno fronteggiare un problema di aggiustamento. La Francia è afflitta da disoccupazione, mentre la Germania entra in una fase di espansione con pressioni al rialzo sul livello dei prezzi. Se i salari sono flessibili e/o se la mobilità del lavoro tra i due paesi è sufficientemente elevata, il problema dell'aggiustamento per Francia e Germania verrà arginato automaticamente. Se invece vengono meno queste ipotesi, il problema potrà essere risolto solamente attraverso la svalutazione monetaria da parte della Francia.

**Tav. 2 – Modello di Mundell nell'ipotesi di un cambiamento delle preferenze in Germania**



Fonte: Economia dell'Unione Monetaria, P. De Grauwe

Grazie all'accresciuta competitività dei prodotti francesi il problema della disoccupazione viene risolto e il disavanzo delle partite correnti tende a scomparire. Graficamente osserviamo che la curva di domanda francese si sposta verso l'alto. La rivalutazione del marco riduce la domanda in Germania, in modo tale da spostare nuovamente verso sinistra la curva di domanda. In questo modo sia le pressioni

inflazionistiche, sia l'avanzo delle partite correnti tendono a ridursi. Attraverso il solo strumento del tasso di cambio si riuscirebbero a raggiungere tali obiettivi.

Introducendo però il concetto di mobilità del lavoro, se consideriamo una riduzione della domanda per i prodotti del paese B, i lavoratori si potranno spostare verso A, a seguito di deflazione di prezzi e salari o di politiche recessive. *“The optimum currency area is the region”*<sup>2</sup>, in questo caso quella costituita proprio da A e B. Per valutare se un'area sia ottimale, Mundell stabilisce altri due criteri, oltre la mobilità del lavoro:

- Integrazione commerciale. Infatti, sempre all'interno di un modellizzazione che contrappone l'Ovest all'Est con flessibilità dei salari, l'aumento della domanda ad Ovest comporterebbe un incremento dei salari con conseguente diminuzione dell'offerta di beni e servizi e un aumento dell'inflazione. Esiti contrari si riscontrerebbero ad Est. A questo punto saranno acquistati meno beni occidentali rispetto a quelli orientali per recuperare l'equilibrio. L'integrazione commerciale può contribuire a sincronizzare il ciclo economico dei paesi partecipanti ad un'unione monetaria, che andrebbero a rappresentare quindi un esempio di area valutaria ottimale.
- Indipendenza degli shock asimmetrici. In assenza di mobilità del lavoro o flessibilità di prezzi e salari, risulterebbe un buon criterio per valutare la qualità di un'area valutaria

Altri fattori che vengono considerati come caratterizzanti un'AVO sono l'efficienza della moneta, considerata sia l'importanza del suo ruolo fondamentale come mezzo di pagamento sia come unità di conto, che diminuisce con l'aumentare del numero di valute con tassi flessibili e la presenza del “money illusion” secondo cui, con tassi di cambio flessibili, i partecipanti di un'economia sarebbero disposti a veder variare il loro reddito reale attraverso variazioni del tasso di cambio piuttosto che mediante aggiustamenti del livello dei prezzi o del salario nominale.

Come inquadrare quindi il progetto della creazione del Mercato Comune in Europa Occidentale? Da una parte, la mancanza di mobilità dei fattori necessari potrebbe far

---

<sup>2</sup> MUNDELL R.A. (1961)



pensare all'inesistenza delle condizioni per una moneta comune in Europa occidentale, e farla apparire più adatta ad un sistema di cambi flessibili<sup>3</sup>. D'altra parte, l'adozione di una moneta comune sarebbe in grado di indurre un maggior grado di mobilità dei capitali, una volta adottate ulteriori misure per incrementare la mobilità del lavoro<sup>4</sup>.

L'apparente contraddizione tra questi due punti di vista si riduce in realtà ad una mera questione empirica, piuttosto che teorica. In entrambi i casi infatti viene dato per scontato che un alto grado di mobilità dei fattori sia un ingrediente essenziale per un'AVO. Da una parte infatti si ritiene che questa mobilità non esista nell'area considerata, mentre dall'altra che essa debba essere migliorata e che la stessa adozione di una moneta comune potrebbe stimolarla. La questione si riduce quindi all'esistenza di un'Europa occidentale come singola regione e quindi predisposta a diventare un'unione monetaria, e questo è essenzialmente un problema empirico.

**McKinnon: il grado di apertura del sistema economico.** Sulle orme di Mundell, l'economista Ronald McKinnon<sup>5</sup> riprese lo studio delle caratteristiche di un'area di valuta ottimale per analizzarne, in particolare, il grado di integrazione, intesa come apertura agli scambi internazionali. Ci si interroga su quale sia la condizione affinché ci si possa servire della svalutazione del cambio come strumento di politica monetaria e quando invece la svalutazione risulta inefficace, dirottando quindi la scelte di politica economica sull'adozione di un sistema di cambi fissi. Secondo lo studioso, la rinuncia alla flessibilità del cambio risulterebbe conveniente qualora il Paese abbia un elevato grado di apertura agli scambi internazionali. Il grado di apertura viene definito come "*the ratio of tradable to non-tradable goods*"<sup>6</sup>, ovvero come il rapporto tra beni commerciabili e non commerciabili, distinguendo, in sostanza, tra beni che possono entrare sui mercati esteri e prodotti non esportabili. Più alto è il grado di apertura, più è possibile che le variazioni dei prezzi internazionali dei beni commerciabili vengano trasmesse al costo della vita nazionale<sup>7</sup>. In altre parole, McKinnon sostiene che,

---

<sup>3</sup> J. E. MEADE (1957)

<sup>4</sup> T. SCITOVSKY (1958)

<sup>5</sup> Ronald I. McKinnon (10 Luglio 1935 - 1 Ottobre 2014) è stato un economista applicato e professore di economia presso l'Università di Stanford dal 1961 con vasti interessi in materia di economia internazionale e sviluppo economico degli Stati Uniti

<sup>6</sup> Cfr. MCKINNON R.I. (1963)

<sup>7</sup> MONGELLI F.P. (2002)

maggiore è l'apertura, maggiore è l'impatto diretto e indiretto sui prezzi interni causato dalle variazioni dei prezzi internazionali. Anche una svalutazione sarebbe trasmessa più rapidamente al prezzo di beni *tradable* e al costo della vita: la sua efficacia può risultare compromessa quando si consideri un aumento dei prezzi delle importazioni e un conseguente aumento generalizzato dei prezzi interni, causa a sua volta dell'incremento dei salari nominali.

A questo punto l'aumento del costo dei beni esportati sarebbe inevitabile e verrebbero quindi negati gli effetti previsti, ovvero il vantaggio della svalutazione in termini di competitività. In questo modo, il tasso di cambio nominale appare meno utile come strumento di regolazione. La probabilità che questo avvenga sarà tanto maggiore quanto più elevato è il peso delle importazioni, e quindi il grado di apertura del Paese. In questa ipotesi, i benefici di un regime di tassi di cambio flessibili sono quasi nulli<sup>8</sup>. Ulteriore requisito per un area valutaria ottimale è quindi un elevato grado di apertura.

McKinnon (2001) "riscopre" un secondo contributo fondamentale di Mundell (1973). Questo contributo discute il ruolo dell'integrazione finanziaria per la condivisione del rischio internazionale. La condivisione di una moneta unica da parte di un gruppo di Paesi può essere in grado di attenuare gli effetti degli shock asimmetrici attraverso la diversificazione delle proprie fonti di reddito, regolando il loro *wealth portfolio*, e mettendo in comune le loro riserve valutarie. Corollario di questa riflessione c'è il fatto che la simmetria degli shock non è un prerequisito per la condivisione di una moneta unica se tutti i membri dell'area sono finanziariamente integrati. Questo comporta importanti implicazioni circa l'estensione di un'area monetaria. Una valuta comune potrebbe essere condivisa da paesi soggetti a shock idiosincratici fintanto che si "assicurano" l'un l'altro attraverso mercati finanziari privati<sup>9</sup>.

**Kenen: il grado di diversificazione produttiva.** L'ultimo contributo decisivo alla teoria AVO viene attribuito a Peter B. Kenen (1969), professore di Economia e Finanza Internazionale all'università di Princeton, il quale considera un'ipotesi ancora più specifica: l'indipendenza dei disturbi, ovvero uno shock che colpisca solo singoli settori<sup>10</sup>. L'impatto di un possibile shock in settori specifici potrebbe essere ridotto,

---

<sup>8</sup> HORVATH R. e KOMAREK L. (2002)

<sup>9</sup> MONGELLI F.P. (2002)

<sup>10</sup> KENEN P.B. (1969)

secondo il pensiero dello studioso, da un'alta diversificazione nella produzione e nel consumo e quindi, in maniera corrispondente, nelle importazioni e nelle esportazioni. La diversificazione riduce infatti il bisogno di effettuare continui cambiamenti nei termini di scambio attraverso il tasso di cambio nominale e provvede ad una sorta di protezione nei confronti degli elementi di disturbo<sup>11</sup>. In questo modo, la diversificazione del prodotto riduce il rilievo del tasso di cambio come strumento di politica economica, poiché qualora uno shock negativo (come un calo della domanda estera) colpisca uno o più settori, ci sarà una buona probabilità che una fase espansiva in altri settori possa fungere da compensazione, evitando la caduta del PIL, senza dover ricorrere ad una svalutazione del tasso di cambio. Un Paese coinvolto in numerose attività ha una maggiore quantità di prodotti da esportare e può quindi proteggersi con più facilità da possibili shock che colpiscono solo determinati settori. Ecco che quindi un alto grado di diversificazione produttiva costituisce un altro criterio per un'area valutaria ottimale. Nel suo lavoro, inoltre, Kenen indica altri due criteri ideali per le aree valutarie ottimali: in primo luogo, l'integrazione fiscale; un sistema fiscale sovranazionale condiviso da un gruppo di Paesi permette loro di redistribuire i fondi ai Paesi membri nel caso in cui qualcuno di essi sia soggetto a shock asimmetrici sfavorevoli. L'aggiustamento, in questo caso, non solo farà più facile da raggiungere, ma potrebbe comportare anche un minore ricorso alla variazione del tasso di cambio nominale. Chiaramente, questa caratteristica risulta strettamente connessa con la seconda qualità rilevata da Kenen: l'integrazione politica. Un altro grado di integrazione politica e di volontà da parte dei Paesi membri nella condivisione del rischio appare fondamentale per la creazione di una sana area valutaria.

**Ulteriori contributi alla teoria AVO.** Mundell, McKinnon e Kenen sono considerati a ragione i più importanti autori della fase tradizionale della teoria AVO<sup>12</sup>. Negli anni 70, come anticipato, lo studio sulla materia si interromperà solamente nella seconda metà e meritano quindi menzione alcuni autori che hanno contribuito ad un ulteriore sviluppo della teoria. Questa seconda fase comprende studiosi come Corden (1972), Ishiyama (1975) e Torre e Willet (1976) che non si limitano ad analizzare criteri AVO già esistenti, ma contribuiscono attivamente introducendo nuovi spunti di riflessione.

---

<sup>11</sup> MONGELLI F.P. (2002)

<sup>12</sup> BROZ T. (2005)

Warner Corden<sup>13</sup> (1972) definisce un'area valutaria come *“an area within which exchange rates bear a permanently fixed relationship to each other even though the rates may – in some cases – vary relative to non union currencies”*<sup>14</sup>, sostenendo che l'adesione ad un'area valutaria provochi una perdita di controllo diretto sulla politica monetaria e sui tassi di cambio. Ciò significa che se il paese è colpito da uno shock negativo della domanda, non è in grado di utilizzare la politica monetaria o di agire sul tasso di cambio al fine di facilitare l'adeguamento dei salari e dei prezzi relativi, con la conseguenza che qualsiasi aggiustamento deve essere condotto attraverso l'aumento della disoccupazione, riduzione delle salari nominali e dei prezzi o attraverso una politica fiscale restrittiva. Corden considera quindi salari e flessibilità dei prezzi i criteri più importanti nella formazione di una area valutaria comune, poiché agendo su essi la risposta a shock asimmetrici risulta più rapida. Egli ricorda inoltre che, se i paesi hanno diverse preferenze di inflazione, la formazione di un'area valutaria comune può essere costosa.

Y. Ishiyama (1975) fu uno dei primi a riconoscere un limite nell'aver un solo criterio per determinare area valutaria ottimale. Egli, infatti, individua altri criteri da prendere in considerazione, quali le differenze nei tassi di inflazione e gli aumenti salariali tra i Paesi che formano l'area monetaria derivanti da diverse preferenze sociali. Lo studioso sottolinea, inoltre, il fatto che sia nell'interesse di ogni Paese valutare i costi e i benefici nell'appartenere ad un'area valutaria comune<sup>15</sup>.

Torre e Willett (1976) analizzano ulteriormente il grado di utilità della moneta nel far parte di un'area valutaria comune, concludendo che normalmente aderire ad un'area valutaria dovrebbe migliorare l'utilità del denaro, ma che l'importanza di questa considerazione sarà tanto maggiore quanto più piccola e più aperta è l'economia in questione. In particolare questa riflessione risulta veritiera anche per quanto riguarda gli effetti sulla efficienza dell'allocazione delle risorse e su ciascuna delle diverse funzioni del denaro (mezzo di scambio, unità di conto, riserva di valore).<sup>16</sup>

---

<sup>13</sup> Warner Max Corden (Breslavia 1927), economista australiano attivo nel campo dei sistemi monetari internazionali, le politiche macroeconomiche dei paesi in via di sviluppo e dell'economia australiana

<sup>14</sup> Cfr. CORDEN W. (1972)

<sup>15</sup> BROZ T. (2005)

<sup>16</sup> TOWER E. e WILLET T. (1976)

Ancora, gli autori suggeriscono che l'aggiunta di nuovi criteri per stabilire un'area di valuta ottimale, mostra la forza della teoria AVO, non tanto come una dottrina specifica, quanto piuttosto come un approccio volto all'analisi costi-benefici nell'adozione di un sistema di tassi di cambio fissi o flessibili.

## 2. I nuovi contributi teorici

Dopo l'impulso iniziale nel 1960 e la prima metà del 1970, come anticipato, si assiste ad un rallentamento nel campo della ricerca sulle aree valutarie ottimali. Ma la teoria ha avuto la sua rinascita nel 1990, con la nascita dell'Unione Monetaria Europea, quando l'interesse per la teoria AVO è rinato in molti ricercatori, che vedevano nell'UME la possibilità di vedere confermate o rigettate le loro previsioni sulle aree valutarie.

Accanto ai nuovi sviluppi sulla scena monetaria internazionale, George Tavlas (1993) nella sua opera *"The 'New' Theory of Optimum Currency Areas"*, cita un altro fattore importante per la ripresa degli studi sulla teoria AVO, e cioè gli sviluppi della teoria macroeconomica. Secondo l'autore infatti: "These developments have allowed the original optimum-currency-area approach to be cast in a new light"<sup>17</sup>. De Grauwe (1992) definisce questi nuovi sviluppi teorici la "nuova" teoria delle aree valutarie ottimali<sup>18</sup>. Questa nuova fase del dibattito segue due diversi filoni tematici, in particolare:

- I costi della rinuncia alla politica monetaria
- L'ipotesi dell'endogeneità dell'AVO

**Analisi di costi e benefici di una valuta comune.** La letteratura della teoria AVO ha esaminato approfonditamente sia i costi che i benefici che la partecipazione ad un'area valutaria comporta. Roman Horvath e Lubos Komarek in "Optimum Currency Area Theory: A Framework for Discussion about Monetary Integration", propongono un'analisi statica dei costi e dei benefici. Innanzitutto la perdita da parte di un Paese della possibilità di usare il tasso di cambio e la politica monetaria al fine della propria stabilità economica è sempre stato considerato il costo più rilevante nell'adesione ad un'area valutaria. In realtà, questo non varrebbe per le piccole economie aperte, in

---

<sup>17</sup> Cfr. TAVLAS G.S. (1993)

<sup>18</sup> DE GRAUWE P. (1992)

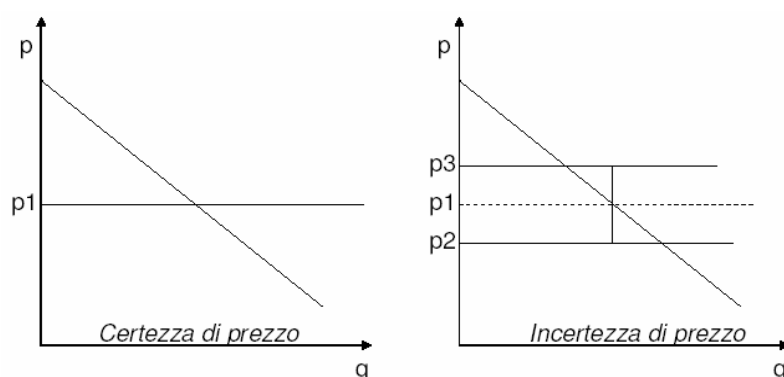
quanto è impossibile mantenere mobilità dei capitali e, allo stesso tempo, una politica monetaria indipendente<sup>19</sup>. Paesi di questo tipo collegano infatti le proprie valute ai principali partner commerciali per ottenere una maggiore stabilità del tasso di cambio, e ciò già contribuisce a diminuire l'indipendenza della politica monetaria. In secondo luogo, un altro problema potrebbe riguardare la politica fiscale. Non è certo infatti che l'unione monetaria comporti la fine dell'indipendenza della politica fiscale per gli Stati membri. E' probabile in realtà che un'unione monetaria comporti il mantenimento di una certa autonomia per quanto riguarda le loro politiche fiscali di ogni Paese; tuttavia, l'accentramento di queste politiche potrebbe costituire uno dei meccanismi di adeguamento agli shock asimmetrici.

Un altro costo che la partecipazione ad un'area valutaria potrebbe implicare è la “perdita del signoraggio”. Il signoraggio, ovvero quel reddito ottenuto dal governo finanziando il deficit di bilancio attraverso la stampa di denaro, spesso viene definito anche come 'tassa da inflazione', in quanto al livello di pieno impiego stampare moneta comporta appunto un aumento dell'inflazione. La distribuzione del diritto di signoraggio in caso di un'unione monetaria dipenderà per lo più dalle scelte di politica economica. Per quanto riguarda i benefici che un'area valutaria potrebbe comportare per i Paesi membri, in un mondo incerto e avverso al rischio le famiglie e le imprese aumenterebbero il proprio benessere qualora incerto famiglie avversi al rischio del mondo e le imprese avrebbero guadagnare benessere nel caso in cui una delle fonti di incertezza dei tassi di cambio venga eliminata. Ciò presuppone implicitamente che la volatilità dei tassi di cambio abbia un effetto negativo sul calcolo economico. Ma la diminuzione dell'incertezza sull'evoluzione dei tassi di cambio riduce il profitto atteso degli investimenti, che potrebbero in seguito influenzare l'output finale; pertanto il risultato rimane comunque ambiguo. Questo beneficio comunque influenza anche la teoria dell'impresa, considerato la legame tra profitti e condizioni di incertezza dei prezzi, e tenuto conto del fatto che questi ultimi vengono determinati in base a quelli applicati nel mercato d'esportazione moltiplicati per il tasso di cambio. Riprendendo l'analisi effettuata da Paul De Grauwe in “Economia dell'Unione Monetaria”, immaginiamo una funzione di domanda di un consumatore in due diversi regimi di prezzo, uno certo e uno incerto.

---

<sup>19</sup> HORVATH R. e KOMAREK L. (2002)

**Tav. 3 – Domanda di un consumatore in differenti regimi di prezzo**



Fonte: Economia dell'Unione Monetaria, P. De Grauwe

La differenza fondamentale tra i due casi consiste nel prezzo e, di conseguenza, nel calcolo del surplus del consumatore. Come possiamo notare, nel caso di incertezza, il surplus del consumatore (delimitato dalla curva di domanda e dal prezzo) è maggiore, in media, rispetto al regime di prezzi certo. Quando il prezzo è minore il consumatore incrementa la sua domanda per trarre profitto dai prezzi bassi, mentre con un livello più alto di prezzi, come nel secondo caso, la contrae, limitando così l'effetto negativo che l'aumento del prezzo ha sul suo benessere. Sembrerebbe quindi che prezzi, lasciati liberi di fluttuare, creino un guadagno per il consumatore. In realtà questo effetto positivo esercitato dall'incertezza dei prezzi deve essere confrontato con l'aumento del rischio. Il vantaggio più immediato di un'unione monetaria è però l'abbattimento dei costi di transazione; essi comprendono le commissioni e i costi diretti ed indiretti necessari per lo scambio delle valute. Una stima della Commissione Europea del 1990 aveva quantificato questo vantaggio tra i 13 e i 20 miliardi di euro l'anno, ovvero tra lo 0,25% e lo 0,5% annuo del PIL della Comunità Europea. Ciò comporta un beneficio per l'intera collettività, in quanto vedranno interessati i movimenti di capitale, i flussi di persone e il commercio di beni e servizi.

L'analisi costi-benefici svolta fino ad ora però, secondo il parere di Francesco Paolo Mongelli, non può essere condotta solo da un punto di vista statico, in quanto svantaggi e vantaggi possono subire dei cambiamenti a seconda delle fasi dell'integrazione. Alcuni costi e benefici possono poi avere diversa entità a seconda delle caratteristiche

dei Paesi partecipanti, ad esempio l'estensione territoriale o la frequenza di alti tassi di inflazione nel passato<sup>20</sup>.

<b>Tav. 4 – Analisi dinamica di costi e benefici</b>			
<b>Costi</b>	Costi di passaggio, legali, amministrativi	Perdita di autonomia	Esternalità negative
<b>Benefici</b>	Maggiore efficienza microeconomica	Maggiore stabilità e crescita macroeconomica	Minori costi di transazione

Per quanto riguarda i benefici, essi possono derivare da un miglioramento dei risultati di efficienza microeconomica, principalmente dalla maggiore utilità del denaro - vale a dire, i servizi di liquidità forniti da una moneta unica che circola su una zona più ampia, come unità di conto, mezzo di scambio, standard per i pagamenti differiti e negozio di valore.

I paesi potrebbero inoltre beneficiare di una maggiore stabilità dei prezzi e dell'accesso più ampio e trasparente ai mercati finanziari; un altro lato vantaggioso potrebbe essere la riduzione di alcuni tipi di oscillazioni della produzione e dell'occupazione in tutta l'area della moneta a causa causati da diverse politiche.

Infine, altri benefici derivano principalmente dai risparmi su costi di transazione, grazie alla diffusione internazionale della moneta unica, dai ricavi del signoraggio internazionale e dalla minore necessità di riserve in valuta estera.

D'altra parte, è importante ricordare, tra i costi, quelli dovuti al deterioramento dell'efficienza microeconomica. Aderire ad una nuova valuta comporta dei costi di passaggio, tra cui sono compresi quelli legali e amministrativi, quelli psicologici derivanti dal cambiamento: presumendo che gli individui siano razionali, tali costi

---

<sup>20</sup> MONGELLI F.P. (2002)

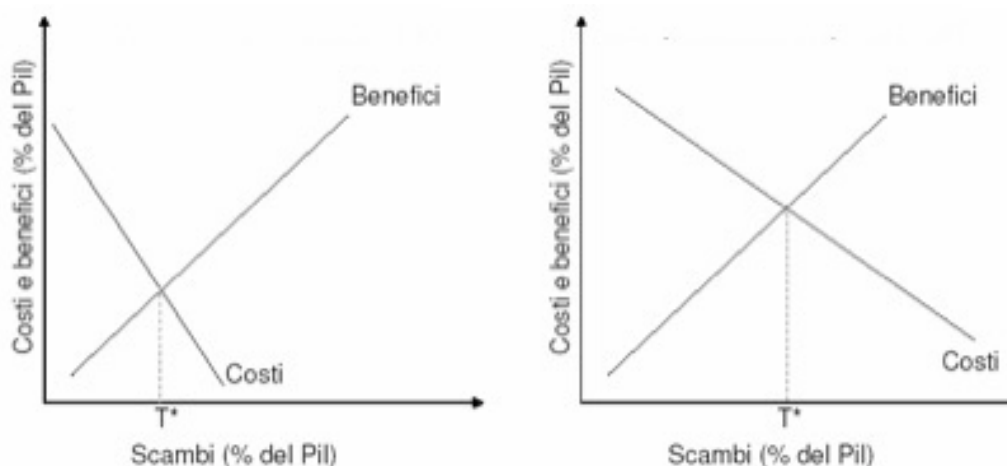


svaniranno molto lentamente. Esistono, inoltre, costi derivanti dalla diminuzione della stabilità. L'appartenenza a un'area valutaria comporta il trasferimento della responsabilità di fissare i tassi di politica monetaria e di cambio a una banca centrale sovranazionale. Nessuno Stato potrà quindi ottenere aggiustamenti reali a seguito di shock asimmetrici.

Infine, i Paesi dovranno sostenere costi dovuti ad esternalità negative. Se uno o più Paesi membri avessero contratto deficit di bilancio consistenti e prolungati, accumulando un debito pubblico insostenibile, alcuni effetti negativi potrebbero propagarsi attraverso l'area valutaria, portando ogni Stato membro in una condizione sfavorevole, in particolare quelli che in precedenza avevano valute stabili.

Come determinare quindi il livello critico che rende conveniente la partecipazione ad un'area valutaria, ovvero quel livello in cui i vantaggi superano in qualche modo gli svantaggi? De Grauwe propone un'analisi grafica dai due punti di vista differenti, quella monetarista (a sinistra) e quella keynesiana (a destra):

**Tav. 5 – Impostazione monetarista e keynesiana a confronto**

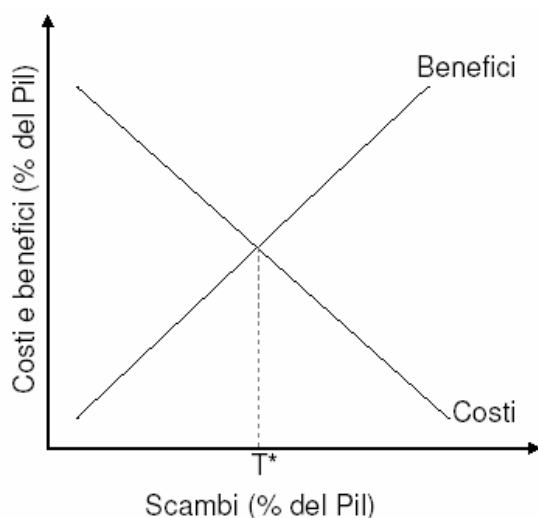


Fonte: Economia dell'Unione Monetaria, P. De Grauwe

Mentre la curva dei benefici non subisce modifica nelle due visioni, la posizione e la forma della curva dei costi cambiano in base al giudizio sull'efficacia del tasso di cambio come strumento correttivo degli effetti di andamenti differenziati della domanda e dei costi dei diversi paesi. La posizione keynesiana, ipotizzando la rigidità dei salari e

dei prezzi e l'assenza di mobilità del fattore lavoro, sostiene che una rinuncia allo strumento del tasso di cambio sia particolarmente gravoso, in quanto esso possiede senza dubbio l'efficacia per eliminare i disequilibri. Secondo la posizione monetarista, invece, il tasso di cambio non è in grado di aggiustare i diversi andamenti tra i Paesi. In questo modello infatti la curva dei costi è piuttosto vicina all'origine: l'adesione ad un'unione monetaria rappresenterebbe un beneficio per molti Paesi.

**Tav. 6 – Equilibrio tra la curva dei costi e quella dei benefici**



Fonte: Economia dell'Unione Monetaria, P. De Grauwe

In ogni caso, comunque, il punto di intersezione della retta dei benefici con quella dei costi determina il grado di apertura che rende conveniente per uno Stato l'adesione a un'unione monetaria. Se si considera il caso dell'Unione Monetaria Europea, si rilevano gradi di apertura notevolmente contrastanti tra i vari Paesi membri. Nonostante la quantità di dati a nostra disposizione, non è facile individuare quali Paesi dell'UE beneficiano e quali non della partecipazione all'UEM. Ci sono infatti altri parametri da tenere in considerazione, come il grado di flessibilità e grado di asimmetria degli shock.

**Endogeneità dei criteri AVO.** L'ipotesi dell'"endogeneità dell'AVO", che postula una correlazione positiva tra reddito e integrazione commerciale, è stata trattata in modo approfondito da J. Frankel e A. Rose in "The endogeneity of the optimum currency area

criteria". Gli autori sostengono che i cicli economici e quelli di integrazione commerciale sono processi interconnessi ed endogeni alla creazione di un'unione monetaria. Osservano quindi che i Paesi possono soddisfare i criteri AVO anche ex post, nonostante non siano stati rispettati ex ante<sup>21</sup>. Inoltre, poiché i Paesi collegano le loro valute ai loro partner commerciali più significativi, al fine di mantenere i tassi di cambio stabili, essi perdono una certa autonomia nella loro politica monetaria<sup>22</sup>. Secondo De Grauwe e Mongelli l'intuizione alla base di questa ipotesi è che una moneta comune sia "un impegno serio e duraturo", che preclude future svalutazioni competitive, facilita gli investimenti diretti esteri e la costruzione di relazioni a lungo termine, e potrebbe nel tempo favorire forme di integrazione politica<sup>23</sup>.

Ciò promuoverà gli scambi reciproci, integrazione economica e finanziaria, favorendo la sincronizzazione del ciclo economico tra i Paesi che condividono la valuta.

Se i Paesi scelgono di costituire un'unione, come l'Unione Europea, sia l'integrazione commerciale sia la correlazione del reddito all'interno di questo gruppo di Stati tenderà ad aumentare. Se gli stessi Paesi scelgono di aderire ad un'area valutaria comune, si prenda in considerazione l'Unione Monetaria Europea, il grado dell'integrazione commerciale e quello della correlazione del reddito aumenterà ancor di più.

I Paesi possono quindi trarre vantaggio da una maggiore integrazione commerciale, poiché essa comporta una più efficace allocazione delle risorse. Ci sono due visioni opposte sul risultato di una maggiore integrazione commerciale come illustrato da Roman Horvath<sup>24</sup> nel seguente grafico.

---

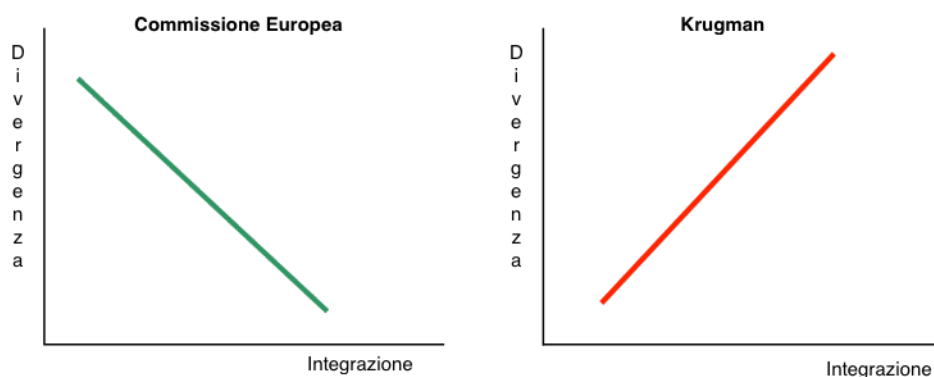
<sup>21</sup> FRANKEL J. e ROSE A. (1997)

<sup>22</sup> HORVATH R. e KOMAREK L. (2002)

<sup>23</sup> DE GRAUWE P. e MONGELLI F.P. (2005)

<sup>24</sup> HORVATH R. e KOMAREK L. (2002)

**Tav. 7 – Visione della Commissione Europea e di Krugman a confronto**



Fonte: Optimum Currency Area Theory: A Framework for Discussion about Monetary Integration, R. Horvath e L. Komarek

Il parere della Commissione europea suggerisce che con una maggiore integrazione commerciale vi sarà un'ulteriore sincronizzazione dei cicli economici nazionali. Lo scambio commerciale tra le nazioni europee industrializzate è per la maggior parte uno scambio intra-industriale e si basa sull'esistenza di economie di scala e di concorrenza imperfetta. In tale tipo di scambio i Paesi acquistano e vendono tra loro le stesse categorie di prodotti e ciò fa sì che la maggior parte degli shock sulla domanda colpirà questi paesi in modo simile. La rimozione delle barriere in seguito al completamento del mercato unico rafforzerà queste tendenze e molti shock della domanda tenderanno ad essere più simmetrici. Parere opposto quello di Krugman (1993), il quale sostiene che una maggiore integrazione commerciale porterebbe ad una maggiore specializzazione nell'ipotesi di diminuire i costi di trasporto. A causa delle economie di scala, una maggiore integrazione porta ad una concentrazione regionale delle attività industriali. Come risultato, gli shock asimmetrici hanno maggiori probabilità di verificarsi in futuro e comportare costi aggiuntivi per l'unione monetaria. L'analisi di Krugman, però, assume implicitamente che la concentrazione regionale di uno specifico settore non superi i confini dei Paesi membri dell'unione, mentre i confini nazionali dei paesi perderanno sempre più importanza come fattori di localizzazione delle attività economiche. Se l'Unione monetaria è implementata con successo e considerata attendibile, allora è possibile prevedere un ulteriore impulso di convergenza tra gli Stati.

## ***II. L'Unione Monetaria Europea: excursus storico e principali fatti stilizzati***

### **1. Cenni storici e principi ispiratori**

Il 9 maggio del 1950, il Ministro degli Esteri francese Robert Schuman pronunciò quella che sarebbe passata alla storia come la Dichiarazione Schuman, nella quale si affermava che “la fusione delle produzioni di carbone e di acciaio” avrebbe assicurato le “basi comuni per lo sviluppo economico, prima tappa della Federazione Europea”.<sup>25</sup> Un anno dopo, nel 1951, fu istituita la CECA, che durerà come previsto 50 anni, fino al 2002. Al trattato costitutivo della CECA si aggiunsero, nel 1957, quella della CEE e quello dell'EURATOM.

La distinzione formale in tre comunità fece luce in qualche modo sulla dinamica unitaria attraverso cui garantire la pace e la sicurezza nell'Europa Occidentale: “il perseguimento di obiettivi politici da raggiungere all'interno di un percorso giuridico attraverso lo strumento dell'integrazione economica”<sup>26</sup>. La ricerca di una garanzia contro il ripetersi di conflitti devastanti e la volontà di migliorare il ruolo dell'Europa nel sistema monetario mondiale, ispirò un più stretto coordinamento delle politiche monetarie e una maggiore stabilità dei tassi di cambio. A seguito del crollo del sistema di Bretton Woods, i Paesi dell'UE speravano di poter difendere in modo più efficace i loro interessi economici, a fronte di un ruolo sempre più predominante degli Stati Uniti. Anche se il Trattato di Roma del 1957, fondando l'Unione Europea aveva stabilito un'unione doganale, importanti barriere ai movimenti di merci e fattori di produzione sono rimaste.

Un obiettivo coerente degli Stati membri è stato quello di eliminarle e di costituire un enorme mercato uniforme, sul modello degli Stati Uniti. Anche se il percorso non è stato sempre lineare, i traguardi raggiunti hanno in parte mitigato gli scetticismi e le critiche nei confronti del progetto europeo e, come afferma Padoa-Schioppa: “L'incompletezza rende precario il già costruito.

---

<sup>25</sup> Cfr. *Dichiarazione Schuman*, 9 Maggio 1950

<sup>26</sup> Cfr. PELLEGRINI M. (2012)

Ma il già costruito è opera tanto grande che rischia di farci dimenticare l'incompiutezza.<sup>27</sup>

<b>Tav. 8 – Verso la moneta unica</b>	
CECA (1951)  CEE ed EURATOM (1957)	Sei Paesi (Germania, Belgio, Francia, Italia, Lussemburgo e Paesi Bassi) firmano i tre trattati, fonti originarie del diritto comunitario.
SME (1979)	Meccanismo di tassi di cambio fissi ma adattabili tramite bande di oscillazione.
Crisi SME (1992)	A causa dei feroci attacchi speculativi sulla parità del tasso di cambio dello SME, nel 1993 il Sistema monetario europeo fu costretto a concedere bande molto ampie.

**La svolta del 1978: il Sistema Monetario Europeo (1979-1998).** Il primo significativo passo istituzionale sulla strada per l'unificazione monetaria è rappresentato dal Sistema monetario europeo (SME). Lo SME consisteva in un insieme complesso di regole d'intervento, delineato per limitare i tassi di cambio delle valute partecipanti entro margini di fluttuazione previsti. Le prospettive di costituire un'area a tasso fisso di successo in Europa sembravano deboli nei primi mesi del 1979, quando i tassi di inflazione annuali variavano dal 2,7% in Germania, al 12,1% in Italia<sup>28</sup>. Attraverso la giusta unione di cooperazione politica e di riallineamento, il sistema del tasso di cambio non solo resistette, ma venne persino incrementato, accogliendo la Spagna nel 1989, la Gran Bretagna nel 1990, e in Portogallo all'inizio del 1992.

<sup>27</sup> Cfr. PADOA-SCHIOPPA T. (2001)

<sup>28</sup> KRUGMAN P.R., OBSTFELD M., MELITZ M.J. (2012)

Diverse furono le posizioni nei confronti della partecipazione italiana allo SME. I più convinti europeisti, tra cui il già citato Altiero Spinelli, si dichiaravano favorevoli all'adesione dell'Italia all'accordo che istituiva il Sistema monetario europeo, in quanto, seppure imperfetto e parziale, avrebbe comunque costituito un primo passo verso la costruzione di un'Europa federale. L'ingresso nel Sistema monetario europeo costituiva una "tappa obbligata" per quanti volessero proficuamente partecipare alla costruzione dell'Europa.<sup>29</sup>

Giorgio Basevi sottolineò come, nell'ambito della cooperazione monetaria, la convergenza verso una più ampia integrazione potesse essere giustificata dal tentativo, da parte di talune autorità, di "legarsi le mani" con vincoli che richiedessero profonde riforme strutturali: "Tale strategia è azzardata, ma non assurda. Ad essa corrisponde un investimento: le autorità investono in credibilità partecipando ad un sistema che richiede una politica rigorosa, e così facendo rigettano su altri all'interno del paese la responsabilità di distruggere eventualmente tale credibilità. È tuttavia una strategia azzardata, perché se gli altri giocatori, Parlamento e Governo, non si preoccupano molto della propria coerenza, il rischio è che con essa sacrificino quella delle autorità monetarie."<sup>30</sup> Come ogni progetto ambizioso, anche quello del sistema monetario europeo aveva, però, dei limiti. Molti economisti e politici italiani espressero i loro dubbi sull'adesione del nostro Paese, in particolare, una posizione fortemente contraria fu assunta da Luigi Spaventa, il quale spiegò in un intervento al Parlamento che lo SME avrebbe potuto diventare un'area di deflazione e che, soprattutto in un Paese come l'Italia, caratterizzato da arretratezze nello sviluppo economico e da accentuate differenze regionali, la partecipazione avrebbe garantito la stabilità del cambio, ma questa sarebbe stata pagata a prezzo di un più basso livello di sviluppo, di occupazione e di reddito.

Il funzionamento del SME è stato aiutato da alcune valvole di sicurezza che inizialmente hanno contribuito a ridurre la frequenza di crisi valutarie. La maggior parte dei tassi di cambio "fissi" fino all'agosto del 1993 ebbe in realtà la possibilità di fluttuare verso l'alto o verso il basso di ben 2,25 punti percentuali rispetto al valore nominale assegnato. Alcuni Paesi membri sono stati in grado di negoziare bande di oscillazione del 6 per cento, sacrificando maggiormente la stabilità del proprio tasso di

---

<sup>29</sup> FERRULLI S. (2009)

<sup>30</sup> Cfr. BASEVI G. (1978)

cambio, ma guadagnando maggiore libertà nell'utilizzo delle proprie politiche monetarie.

In seguito, la riunificazione della Germania Est e Ovest del 1992, se da una parte provocò un boom economico, dall'altra causò un aumento dell'inflazione a cui la Bundesbank, profondamente avversa all'inflazione, resistette attraverso tassi di interesse nettamente elevati. Altri Paesi SME, come la Francia, l'Italia e il Regno Unito, tuttavia, non furono simultaneamente colpiti dal boom.

Facendo corrispondere i proprio tassi agli alti tassi di interesse tedeschi, al fine di mantenere le loro valute fissate contro quelle tedesca, spinsero involontariamente l'economia in una profonda recessione. Il conflitto tra la Germania e gli altri partner condusse ad una serie di feroci attacchi speculativi sulla parità del tasso di cambio dello SME, a partire dal settembre 1992. Nell'agosto del 1993 il Sistema monetario europeo fu quindi costretto a concedere bande molto ampie (15 per cento), che rimasero in vigore fino all'introduzione dell'euro nel 1999.

Paul Krugman identifica principalmente quattro ragioni per cui i Paesi dell'UE decisero di allontanarsi dal Sistema monetario europeo e di intraprendere l'ambizioso progetto di un'unica moneta condivisa<sup>31</sup>. Innanzitutto, gli Stati membri ritennero che una moneta unica europea avrebbe prodotto un maggior grado di integrazione del mercato europeo di tassi di cambio fissi, eliminando il rischio di riallineamenti valutari ed eliminando i costi di conversione. Un'ulteriore ragione è che alcuni leader europei si resero conto che la gestione della politica monetaria da parte della Germania aveva posto un'enfasi unilaterale sugli obiettivi macroeconomici tedeschi, a scapito degli interessi dei partner SME. La Banca Centrale Europea, che avrebbe dovuto sostituire la Bundesbank tedesca sotto l'UEM, sarebbe dovuta essere più vicina ai problemi degli altri Paesi, dando automaticamente a quei Paesi la stessa opportunità della Germania di partecipare alle decisioni di politica monetaria. In terzo luogo, dato il passaggio alla piena libertà dei movimenti di capitali all'interno dell'UE, sembrava esserci poco da guadagnare e molto da perdere nel tenere valute nazionali con parità fisse (ma regolabili), piuttosto che irrevocabilmente fisse attraverso una moneta unica. D'altronde, coniugare tassi di cambio fissi in modo permanente con la libertà di movimenti di capitali, sarebbe stato

---

<sup>31</sup> KRUGMAN P.R., OBSTFELD M., MELITZ M.J. (2012)



ottenuto efficacemente solamente con una moneta unica. Infine, tutti i leader dei Paesi dell'UE speravano che le disposizioni del Trattato di Maastricht avrebbero garantito la stabilità politica dell'Europa. Oltre alle sue funzioni puramente economiche, la moneta unica fu intesa come un potente simbolo del desiderio dell'Europa di intraprendere la cooperazione, in vista delle rivalità nazionali che avrebbe allineato gli interessi economici delle singole nazioni, per creare un'area politica garante della pace nel continente.

**Il crollo del SME e la nascita dell'UEM.** Il Sistema Monetario Europeo rappresenta un passo molto importante verso l'unione monetaria ma, a causa dei frequenti riallineamenti e dei controlli sui capitali, le politiche monetarie rimangono piuttosto decentralizzate e applicate da ogni singolo Stato in maniera separata. In ogni caso non è da considerarsi fallimentare, in quanto anche la Dichiarazione Schuman afferma che: “L'Europa non potrà farsi in una sola volta, né sarà costruita tutta insieme; essa sorgerà da realizzazioni concrete che creino anzitutto una solidarietà di fatto.”<sup>32</sup>, a dimostrazione della consapevolezza delle difficoltà che si sarebbero incontrate nelle varie fasi della costruzione dell'UE.

Nel febbraio del 1986 nove Paesi, a cui si aggiungeranno poco dopo anche l'Italia, la Grecia e la Danimarca, sottoscrivono l'Atto Unico Europeo (AUE), che entrerà in vigore l'anno successivo. L'AUE procede ad una revisione dei Trattati di Roma, con lo scopo di rilanciare l'integrazione europea e portare a termine la realizzazione del mercato interno, e rappresenta in questo modo la prima modifica sostanziale del trattato istitutivo della CEE. L'Atto modifica le regole di funzionamento delle istituzioni europee ed amplia le competenze comunitarie, in particolare nel settore della ricerca e sviluppo, dell'ambiente e della politica estera comune<sup>33</sup>.

Nel giugno del 1988, il Consiglio europeo confermò l'obiettivo della progressiva realizzazione dell'UEM, assegnando ad un comitato guidato da Jacques Delors, all'epoca Presidente della Commissione europea, il mandato di elaborare un programma concreto per il suo conseguimento.

Il “Rapporto Delors”, redatto a conclusione dei lavori, proponeva di articolare la realizzazione di un'unione economica e di una monetaria in fasi distinte:

---

<sup>32</sup> Cfr. *Dichiarazione Schuman*, 9 Maggio 1950

<sup>33</sup> Eur-Lex, “Access to European Union Law”, <https://www.eur-lex.europa.eu/legal-content>

<b>Tav. 9 - Tappe dell'Unione Economica Monetaria</b>	
Prima Tappa (1990-1993)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Completamento del mercato interno</li> <li>• Eliminazione degli ostacoli ad un'ulteriore</li> <li>• integrazione finanziaria</li> </ul>
Seconda Tappa (1994-1998)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Creazione Istituto Monetario Europeo</li> <li>• Convergenza economica tra gli Stati membri</li> </ul>
Terza Tappa (dal 1999)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Istituzione BCE e SEBC</li> <li>• Fissazione dei tassi finali di cambio e</li> <li>• transizione all'euro</li> </ul>

La prima fase della realizzazione dell'UEM iniziò il 1° luglio 1990, con l'abolizione di tutte le restrizioni alla circolazione dei capitali tra gli Stati membri. Vennero inoltre conferite maggiori responsabilità al Comitato dei governatori delle banche centrali degli Stati membri della CEE, che dal momento della sua fondazione aveva svolto un ruolo di crescente importanza nel quadro della cooperazione monetaria.

Per quanto riguarda la seconda fase, il nucleo è rappresentato dal Trattato sull'Unione europea, approvato nel dicembre 1991, firmato a Maastricht il 7 febbraio 1992, ed entrato in vigore l'anno successivo. Nella terza fase, a partire dal 1999, vengono fissati i tassi di conversione irrevocabili e si sancisce l'introduzione dell'euro solo per transazioni commerciali e finanziarie. Quest'ultimo entra in circolazione effettivamente, sotto forma di banconote e monete, in sostituzione delle valute locali nel 2002.

**I criteri di convergenza del Trattato di Maastricht.** La strategia del conseguimento dell'integrazione economia europea si basava principalmente su due fattori: la gradualità del processo di transizione verso un'unione monetaria europea, in quanto, come già visto, si sarebbe compiuto in diversi anni attraversando una serie di fasi, e il fatto che l'ingresso nell'Unione fosse subordinato al soddisfacimento di alcuni criteri di

convergenza. L'interrogativo ancora irrisolto è se l'approccio di Maastricht sia stato effettivamente quello giusto per raggiungere l'obiettivo dell'unificazione monetaria. Al fine di assicurare una convergenza durevole, la partecipazione dei Paesi venne assoggettata ad alcuni "criteri di convergenza".

<b>Tav. 10 – I criteri di convergenza del Trattato di Maastricht</b>	
Tasso di inflazione	Nell'anno precedente all'entrata nell'Unione deve essere minore dell'1,5% della media dei tre tassi di inflazione più bassi registrati nei Paesi membri.
Tasso di interesse nominale a lungo termine	Non deve superare il 2% della media dei tassi di interesse a lungo termine osservata nei tre Paesi membri con minor inflazione.
Disavanzo di bilancio pubblico	Non deve essere superiore al 3% del PIL (in caso contrario, dovrebbe diminuire in maniera continua e cospicua fino ad arrivare al valore del 3%; deviazioni dalla norma "dovranno avere carattere eccezionale e temporaneo, e rimanere comunque vicine al valore di riferimento").
Debito pubblico	Non deve superare il 60% del PIL (in caso contrario, dovrebbe "diminuire sufficientemente fino al valore di riferimento (60%) a un tasso soddisfacente").
Adesione all'ERM	L'adesione al Meccanismo dei Tassi di Cambio (ERM) è senza aver subito una svalutazione durante i due anni precedenti l'adesione all'Unione.

La ragione che ha portato a fissare i criteri di convergenza per quanto riguarda i tassi di inflazione sta nel timore che la futura unione monetaria avrebbe potuto determinare tensioni inflazionistiche. Una motivazione simile a quella precedente giustifica i criteri di convergenza dei bilanci. Un Paese con elevato rapporto debito/PIL, come ad esempio l'Italia (il cui rapporto debito/PIL negli anni '90 superava il 100%)<sup>34</sup>, ha infatti un incentivo a scatenare inflazione inattesa.

La riduzione del debito e del deficit prima dell'ingresso nell'UEM è necessaria quindi, non tanto per formare l'unione monetaria, quanto per evitare l'aumento del rischio di maggiore inflazione per la futura UEM. Inoltre, le autorità con elevati debiti fronteggiano maggiori rischi di inadempienza e, una volta ammessi nell'unione, crescerebbero le pressioni perché vengano attivate misure di salvataggio. Nel Trattato di Maastricht è prevista a riguardo la clausola “nessun salvataggio”, secondo la quale nessun governo nazionale, né la BCE, possono essere forzati a garantire il salvataggio degli altri Paesi membri.

Analizzando invece gli ultimi due criteri, sembra che tali valori siano stati desunti dalla nota formula di determinazione del disavanzo di bilancio necessario per stabilizzare il debito pubblico:  $d = gb$ <sup>35</sup>, dove  $d$  è il disavanzo di bilancio in percentuale del PIL,  $b$  è il livello (in stato di crescita costante) al quale si deve stabilizzare il debito pubblico in percentuale del PIL e  $g$  è il tasso di crescita del PIL nominale. La formula, determinata comunque arbitrariamente, mostra che, per stabilizzare il debito pubblico al 60% del PIL, il disavanzo di bilancio deve essere portato al 3% del PIL se e soltanto se il tasso di crescita nominale è uguale al 5%<sup>36</sup>.

Per quanto riguarda il criterio di convergenza dei tassi di cambio, il vincolo di non svalutazione esteso ai due anni precedenti l'adesione all'UE, aveva lo scopo di impedire ai Paesi membri di manipolare il cambio, con l'intento di conseguire l'ammissione all'UEM con un tasso di cambio più favorevole. La condizione di convergenza dei tassi di interesse degli Stati membri è dovuta al fatto che differenziali eccessivi nei tassi, nel periodo immediatamente precedente la data di ammissione, avrebbero potuto portare ad

---

<sup>34</sup> “Il debito pubblico dall'Unità d'Italia ad oggi”, [www.blia.it/debitopubblico/](http://www.blia.it/debitopubblico/)

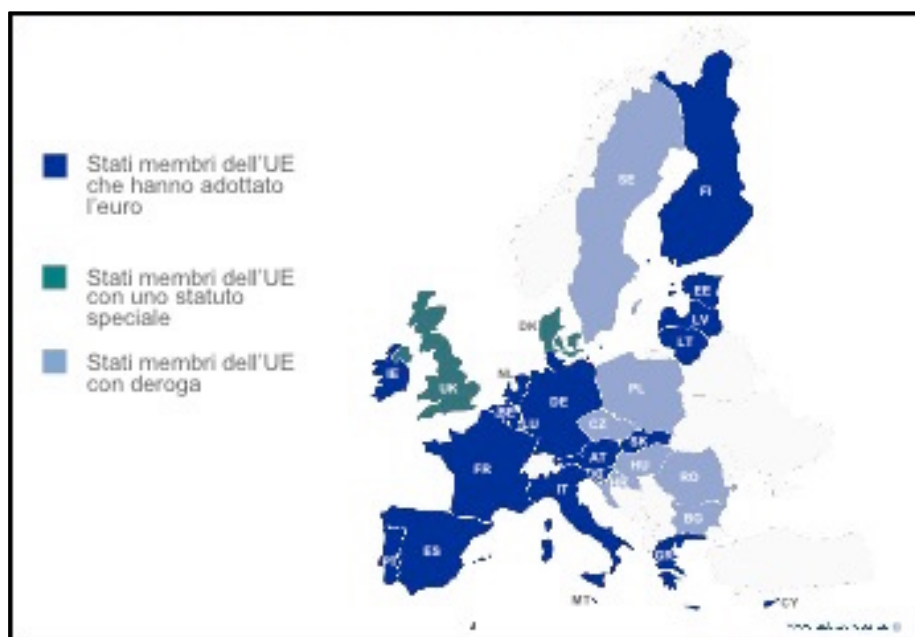
<sup>35</sup> DE GRAUWE P. (2013)

<sup>36</sup> infatti  $0,03 = 0,05 \times 0,6$  Cfr. DE GRAUWE P. (2013)

accentuati guadagni/perdite in conto capitale. La peculiarità di questa regola è la sua natura di *self-fulfilling*: già prima dell'avvio dell'UEM, l'aspettativa di ingresso ha determinato la convergenza automatica dei tassi di interesse a lungo termine. In Paesi caratterizzati da elevati livelli del tasso di interesse, come Spagna, Irlanda e Italia, ciò ha causato forti cali del differenziale a lungo termine, contribuendo, già nei primi mesi successivi all'avvio dell'EUM, alla robusta ripresa di quelle economie.

Nel maggio 1998 11 paesi dell'UE (Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Olanda, Portogallo e Spagna) ottemperavano a questi criteri di convergenza. La Grecia, con un po' di ritardo, vi rientrò nel 2001, introducendo quindi l'euro come gli altri 11 paesi il 1 gennaio 2002. Danimarca, Svezia e Regno Unito, pur in linea con i criteri di convergenza, decisero di rimanere fuori dall'UEM, chiedendo l'esenzione per mantenere la loro valuta e l'indipendenza della politica monetaria.

**Tav. 11 – L'unione Economica e Monetaria (EUM)**



Fonte: Banca centrale

L'unione monetaria ebbe inizio il 1 gennaio 1999, con l'assunzione da parte della BCE del controllo sulle banche nazionali, e si completò il 1 gennaio 2002, con l'effettiva entrata in circolazione dell'euro. Con l'avvio dell'UEM, le banche centrali non sono scomparse, ma formano il cosiddetto Eurosystem che, insieme alla BCE e alle banche

centrali nazionali di tutti i Paesi dell'UE, compresi quelli non hanno adottato l'euro, costituiscono il Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC). A tale organismo europeo è garantita, in vista del perseguimento dell'obiettivo primario della stabilità dei prezzi, l'indipendenza da possibili interferenze politiche: il Parlamento Europeo, infatti, non può alterare lo statuto del SEBC, al contrario di quanto accade negli Stati Uniti, dove il Congresso ha la piena libertà di approvare leggi che riducano l'indipendenza della Federal Reserve.

## **2. Il processo di integrazione**

Con 333 milioni di cittadini nel 2012, l'area dell'euro rappresenta oggi una delle più vaste economie sviluppate al mondo, in termini demografici<sup>37</sup>. Prima dell'istituzione dell'unione monetaria, i singoli Paesi che oggi partecipano all'Eurozona erano economie relativamente piccole e aperte; il nuovo spazio valutario costituisce invece un'economia ampia e molto più autonoma, comparabile per dimensioni agli Stati Uniti.

Il grado di apertura molto inferiore che caratterizza l'area dell'euro rispetto alle economie dei singoli Paesi partecipanti, tende a limitare l'impatto delle oscillazioni dei prezzi esterni su quelli interni. Tuttavia, l'area dell'euro è più aperta degli Stati Uniti e del Giappone; nel 2012 le sue esportazioni di beni e servizi, in percentuale del PIL, apparivano assai più elevate (con il 26,8%) rispetto a quelle delle altre due grandi economie (14,1 e 15,4%)<sup>38</sup>.

L'unico criterio che sembrava essere soddisfatto anche prima dell'adesione alla moneta unica era proprio il grado di apertura del mercato, requisito fondamentale della teoria AVO. Il processo di integrazione europea, iniziato negli anni '50, ha offerto agli studiosi un "laboratorio"<sup>39</sup> per valutare se i criteri della teoria delle aree valutari ottimali, di cui abbiamo discusso nel precedente capitolo, siano effettivamente adeguati per la valutazione di un'area monetaria e per il monitoraggio degli effetti dell'integrazione economica e finanziaria. E' possibile, quindi, analizzare l'UEM da diversi punti di vista:

---

<sup>37</sup> Banca Centrale Europea, <https://www.ecb.europa.eu/>

<sup>38</sup> Banca Centrale Europea, <https://www.ecb.europa.eu/>

<sup>39</sup> MONGELLI F.P. (2002)

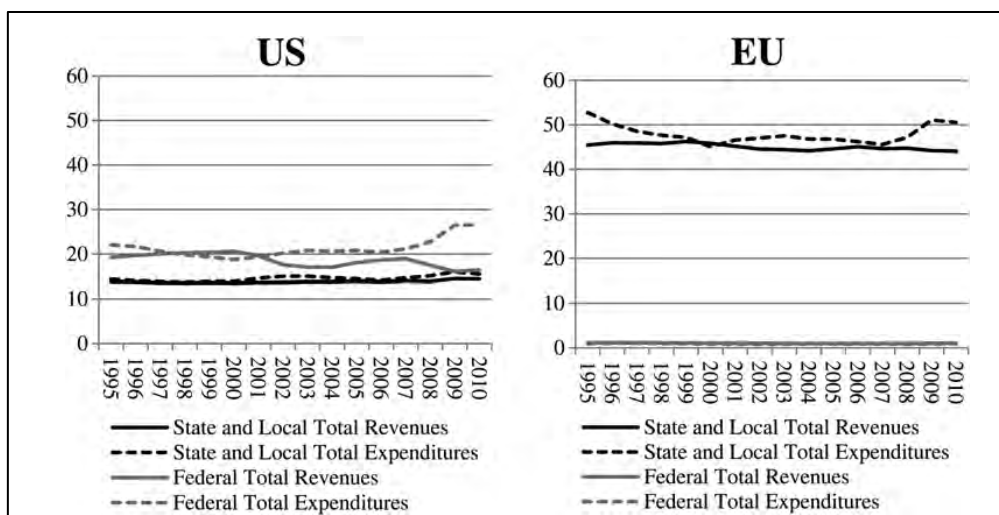
<b>Tav. 12 - Criteri di integrazione dell'Unione Economica Monetaria</b>	
Prezzi e flessibilità salariale	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Paesi con normative più severe sul mercato dei beni tendono ad avere una legislazione più restrittiva a tutela dell'occupazione.</li> <li>• La flessibilità dei salari, nonostante i significativi progressi rispetto agli inizi del processo di integrazione, è rimasta abbastanza bassa nella maggior parte dei Paesi europei.</li> <li>• Si rileva l'eterogeneità degli approcci dei Paesi europei al mercato del lavoro (modalità di contrattazione salariale, misure di protezione del lavoro, generosità dei sistemi di assicurazione contro la disoccupazione, norme sul salario minimo).</li> </ul>
Integrazione del mercato del lavoro	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Deboli incentivi economici allo spostamento a causa dell'elevato livello complessivo della disoccupazione, convergenza degli output e riduzione dei differenziali dei salari tra i Paesi.</li> <li>• Minore incidenza delle barriere sociali, culturali e amministrative sulla mobilità geografica.</li> </ul>
Accesso ai mercati	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aumento dell'integrazione commerciale in molti Stati membri, grazie alla capacità di aumentare esportazioni ed importazioni</li> </ul>
Integrazione fiscale	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bilancio federale europeo poco sviluppato, sebbene le differenze nel reddito pro-capite fra i Paesi europei siano piuttosto elevate</li> </ul>
Integrazione politica	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Necessità di un'elevata coesione e solidarietà tra gli Stati, oltre che di un bilancio federale comune, garantito da una banca centrale.</li> </ul>

Gli studi, effettuati nel periodo precedente la sua nascita, hanno portato a concludere che l'area monetaria europea non sia ottimale, nonostante le ottimistiche previsioni riguardanti l'integrazione commerciale.

A rendere negativo il giudizio finale sono i problemi relativi agli strumenti a disposizione per superare gli shock asimmetrici. In primo luogo, il mercato del lavoro non è sufficientemente flessibile per garantire l'equilibrio ed eliminare la disoccupazione ancora elevata; anche i mercati finanziari non sono completamente integrati e le operazioni finanziarie sono gestite ancora per la maggior parte a livello nazionale.

Per quanto riguarda l'integrazione fiscale, l'Eurozona non prevede un sistema fiscale in grado di svolgere un ruolo decisivo, creando in questo modo ulteriori incertezze riguardo il futuro delle politiche economiche. Il bilancio comune dell'UE non raggiunge l'1% del PIL comunitario, a confronto di bilanci nazionali di dimensione cospicua.<sup>40</sup> Al contrario, negli Stati Uniti, sia i bilanci degli Stati ed enti locali che quello federale, si collocano su valori rilevanti in rapporto al PIL, con un bilancio federale più ampio in rapporto al PIL di quelli locali:

**Tav. 13 – Ricavi e spese totali dei governi EU e USA in percentuale del Reddito Nazionale Lordo**



Fonte: BEA e EUROSTAT

<sup>40</sup> BARBA A. e DE VIVO G. (2013)



Da un punto di vista statico quindi l'UEM non risponde ai requisiti di un'area di valuta ottimale. Considerata in una prospettiva dinamica, essa potrebbe però soddisfare i requisiti in questione: abbiamo già descritto la teoria dell'endogeneità dell'AVO, secondo cui i criteri potrebbero essere soddisfatti a posteriori grazie alle spinte positive dovute alla creazione dell'area valutaria. Una volta costituita, infatti, nell'area valutaria si verificherebbero fenomeni che renderebbero i Paesi membri più integrati e più simili tra loro. In difesa di questa giustificazione ex-post della nascita dell'UEM, possiamo osservare che non solo si è assistito ad un incremento dell'integrazione commerciale nell'area euro, ma anche ad una diminuzione della variabilità della dinamica inflazionistica.

Inoltre, nonostante l'Eurozona sia ancora lontana dal rappresentare un mercato finanziario unificato, alcuni progressi sono stati compiuti anche nel campo dell'integrazione finanziaria, soprattutto nel mercato monetario e delle obbligazioni.

“Nel complesso, le condizioni sul mercato del lavoro stanno migliorando, ma la ripresa dalla recente crisi economica resta discontinua tra i diversi Paesi. La crescita dell'occupazione non è ancora abbastanza rapida nell'area dell'OCSE da riuscire a colmare in tempi brevi il calo occupazionale causato dalla crisi.”<sup>41</sup>

E' quanto afferma l'OCSE nell'“Employment Outlook” dell'ultimo anno, che quasi sembra richiamare riforme del mercato dei beni e servizi, che avrebbero la funzione di facilitare una legislazione restrittiva a tutela dell'occupazione.

Tali riforme strutturali rafforzerebbero la concorrenza e i legami tra salari e flessibilità dei prezzi, permettendo di regolare i prezzi più rapidamente in seguito a shock. Anche la mobilità del lavoro potrebbe contribuire all'aggiustamento nel caso in cui si verificano shock permanenti o in presenza di rigidità dei salari. Potrebbe essere finalmente favorita dalla riduzione di barriere culturali e linguistiche così come dalla diminuzione dei costi della mobilità e dal miglioramento della mobilità lavorativa.

Un'unione monetaria tra Paesi disomogenei è certamente un'impresa complessa, che necessita oltre un'elevata coesione e solidarietà tra gli Stati, un bilancio federale comune, garantito da una banca centrale. Questo è ciò che accade negli Stati Uniti dove

---

<sup>41</sup> Cfr. OCSE (2015), *Employment Outlook*, <http://www.oecd.org/>

la Federal Reserve ha la funzione di garante di ultima istanza per i titoli del governo federale. Gli Stati membri, però, sono comunque vincolati ad una sostanziale pareggio di bilancio, in quanto tale assicurazione non viene estesa loro. Le istituzioni federali assicurano quindi la coesione economica e sociale che l'unione necessita. Per quanto riguarda l'UE, la BCE ha esplicito divieto di sostenere i titoli pubblici ed il bilancio federale è piuttosto irrilevante. La ragione di queste differenze sta nel fatto i governanti europei hanno ritenuto che l'UEM potesse accelerare il processo di unione politica, ma così non è stato. Solo un'unione politica può assicurare lo sviluppo di adeguati meccanismi che consentirebbero un'adeguata coesione economico-sociale. Un rovesciamento delle due fasi potrebbe invece ostacolare l'unione politica, come aveva previsto Kaldor (1971): *“Some day the nations of Europe may be ready to merge their national identities and create a new European Union – the United States of Europe. [...] But it is a dangerous error to believe that monetary and economic union can precede a political union or that it will act (in the words of the Werner report) “as a leaven for the evolvement of a political union which in the long run it will in any case be unable to do without”. For if the creation of a monetary union and Community control over national budgets generates pressures which lead to a breakdown of the whole system it will prevent the development of a political union, not promote it.”*<sup>42</sup>

---

<sup>42</sup> Cfr. KALDOR N. (1971)

### **III. Le Politiche Economiche nell'UEM: criticità e sviluppi futuri**

#### **1. La crisi del 2008: uno shock asimmetrico**

La principale causa della crisi finanziaria mondiale che ha travolto l'Europa viene generalmente individuata nel dissesto dei mutui *subprime*<sup>43</sup> negli Stati Uniti dove, a partire dal 2003, le banche incrementarono notevolmente la concessione di mutui e in particolare, appunto, di mutui *subprime*. Il processo venne facilitato da una serie di fattori, tra cui l'andamento del mercato immobiliare, il basso livello dei tassi di interesse americani, l'assenza di una regolamentazione rigida sulla leva finanziaria e il meccanismo della cartolarizzazione<sup>44</sup>. I titoli cartolarizzati, promossi come sicuri, grazie alla loro redditività durante un periodo di bassi tassi di interesse, furono comprati dagli investitori di tutto il mondo. A partire dal 2004, però, il meccanismo si interruppe: inizialmente, a causa della decisione della Fed di tornare ad un regime di tassi di crescita elevati, i tassi di interesse americani cominciarono ad aumentare. Nel 2006 si verificò l'interruzione della crescita dei prezzi del settore immobiliare e, l'anno successivo, i prezzi iniziarono a crollare. Entrambi i fenomeni portarono al blocco del flusso dei pagamenti della cartolarizzazione e le banche registrarono ingenti perdite non solo negli Stati Uniti, ma in tutti quei Paesi in cui banche ed istituzioni finanziarie avevano acquistato i titoli cartolarizzati. Banche del calibro della Lehman Brothers<sup>45</sup> crollarono sotto il peso degli investimenti sbagliati, allarmando in questo modo altre banche e investitori con cui erano state concluse operazioni commerciali. La crisi si era estesa all'intero sistema finanziario mondiale.

Per qualche tempo dopo l'inizio delle turbolenze finanziarie, gli effetti sull'economia reale sono stati contenuti. Nella seconda metà del 2007, però, la diminuzione dei prezzi

---

<sup>43</sup> Un mutuo *subprime* è un mutuo concesso dalla banca a persone con un reddito basso e/o insicuro. Rappresenta un'operazione rischiosa per la banca poiché non c'è la certezza che i mutuatari riusciranno a ripagare il debito.

<sup>44</sup> La cartolarizzazione è un meccanismo finanziario attraverso cui le banche riescono a vendere mutui *subprime* trasferendone il rischio ad altri operatori nei mercati finanziari.

<sup>45</sup> Lehman Brothers, fondata nel 1850, è stata la quarta banca d'affari per importanza degli Stati Uniti. Dopo la crisi del 2008 si è avvalsa del Bankruptcy Code statunitense, una procedura che si attua in caso di bancarotta.

delle case, la riduzione dei corsi azionari e il minor valore di mercato delle istituzioni finanziarie hanno aggravato la situazione.

Nel 2008 non è stato più possibile evitare la crisi fiduciaria e quella di liquidità, ma soprattutto il contagio dell'economia reale, attraverso i più classici meccanismi economici di trasmissione, tra cui possiamo ricordare la stretta creditizia, la riduzione dei consumi dovuta al crollo dei prezzi delle case e delle Borse, le interdipendenze commerciali e la crisi di fiducia da parte delle imprese e famiglie in tutto il mondo.

Quando nel 2009 l'Europa è stata colpita dalla recessione, i governi sono stati coinvolti sempre più nella questione, mentre sui mercati circolava il timore che alcuni paesi non sarebbero riusciti a salvare le loro banche in difficoltà. Le finanze pubbliche sono state quindi esaminate più accuratamente, concentrando l'attenzione in particolare su Stati, come la Grecia, con economie in pessime condizioni e con un debito accumulato dai vari governi pari quasi al doppio del valore dell'economia<sup>46</sup>.

Una crisi del settore bancario americano si apprestava a diventare così una crisi dei debiti sovrani, portando alla luce le carenze della governance europea: un'attenzione al disavanzo di bilancio annuo piuttosto che al debito pubblico, sorveglianza economica non sufficientemente attenta agli sviluppi della competitività e della crescita del credito, l'assenza di un efficiente sistema di sanzioni nel caso di non rispetto delle regole comunitarie e di un sostegno finanziario di emergenza dell'area euro e, infine, una radicata debolezza istituzionale<sup>47</sup>.

**Cause morali o strutturali?** Analizzando le cause della crisi dei debiti sovrani europei e, soprattutto, la modalità con cui i diversi Stati Membri sono stati colpiti, emergono due visioni contrastanti. In parte, infatti, la crisi sembra essere il risultato delle politiche, in particolare delle politiche di welfare, di alcuni Stati membri poco virtuosi, che avrebbero provocato un effetto cascata nell'Unione, amplificando le difficoltà determinate dalla crisi finanziaria.<sup>48</sup> D'altra parte, gli Stati membri sembrano essere state vittime non tanto del loro atteggiamento poco virtuoso e dell'inadempimento ai loro obblighi comunitari, quanto dei difetti strutturali nella progettazione

---

<sup>46</sup> Commissione Europea [http://ec.europa.eu/economy\\_finance](http://ec.europa.eu/economy_finance)

<sup>47</sup> Commissione Europea [http://ec.europa.eu/economy\\_finance](http://ec.europa.eu/economy_finance)

<sup>48</sup> TSOUKALA P. (2013)

dell'eurozona<sup>49</sup>. Le fasi successive della crisi hanno reso evidente la sua natura strutturale, ma la diffusione della convinzione che nell'area euro alcuni Paesi seguano le direttive dell'UE più diligentemente rispetto ad altri ha generato nuove sfide politiche.

La prima versione ha condotto all'individuazione di due soggetti differenti e in contrasto tra loro: i paesi industriosi e meritevoli e quelli meno virtuosi che, nel momento del bisogno, si sono rivolti ai primi chiedendo aiuto. Tra le clausole del Trattato di Maastricht era presente anche quella di *no-bailout*<sup>50</sup>, fissata con lo scopo di evitare che gli squilibri finanziari di uno Stato membro si propagassero anche ad altri. Non a caso, forse, al gruppo di Paesi della zona euro caratterizzati da un deflusso di investimenti e un improvviso ritiro di capitali (con un conseguente innalzamento del differenziale di rendimento) nel 2009 è stato dato l'acronimo di PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia, Spagna). In questa versione i PIIGS sono responsabili di aver accumulato debito pubblico minacciando così l'intera zona euro e, quindi, i loro principali partner commerciali.

Questa versione della crisi ha fatto sì che la Grecia, in particolar modo, venisse utilizzata come caso standard per affrontare i problemi del debito nell'intera periferia europea. La soluzione è stata individuata in un taglio della spesa pubblica e, più in particolare, di quelle singolarità che avevano a che fare con un eccessivo stato sociale e con privilegi di alcune categorie di lavoratori.

Un'altra versione della crisi sottolinea invece il suo carattere strutturale e la necessità di una soluzione organica. Già nell'aprile del 2010, Martin Feldstein, ex capo consigliere economico del presidente Reagan, ha sottolineato che se non fosse stato per l'euro, le obbligazioni della Grecia non sarebbero state scambiate quasi alla pari con quelle tedesche, e la Grecia sarebbe stata costretta a frenare la sua la spesa pubblica, data la mancanza di accesso ai mercati finanziari internazionali.<sup>51</sup> Inoltre, Feldstein evidenziava che senza la possibilità di svalutazione, le misure di *austerity* avrebbero richiesto una contrazione significativa dell'economia greca, così come difficoltà politiche. Quindi non solo la Grecia non avrebbe contratto prestiti così numerosi se non fosse stato per l'euro,

---

<sup>49</sup> TSOUKALA P. (2013)

<sup>50</sup> L'articolo 125 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea contiene la cosiddetta clausola del *no-bailout*, che vieta agli Stati membri dell'UE di farsi garanti dei debiti di altri Stati membri.

<sup>51</sup> FELDSTEIN M. (2010)

ma soprattutto la responsabilità della situazione attuale può essere fatta risalire allo stesso progetto della moneta unica.<sup>52</sup>

**Il peccato originario dell'UEM: l'asimmetria.** L'eurozona si presenta come un compromesso tra un'unione monetaria completa (che implica anche un'unione fiscale) e un tradizionale meccanismo di tassi di cambio fissi, permettendo il verificarsi di squilibri tra i vari Stati che ne fanno parte. Il fatto che l'eurozona non rispetti i criteri AVO è già stato notato in precedenza. Anche se l'intera area euro è stata soggetta allo stesso shock esterno nel 2008, le risposte sono state molto diverse e, soprattutto, né i prezzi né l'offerta di lavoro sembrano essersi aggiustati rapidamente tra le diverse regioni dell'UEM. Se solo i greci disoccupati potessero muoversi rapidamente in Germania per alleviare la disoccupazione greca e le pressioni inflazionistiche tedesche, il sistema avrebbe dimostrato di essere in grado di autoregolarsi. Invece, i prezzi sono rimasti ostinatamente fissi così come il fattore produttivo lavoro. Le cose sarebbero comunque potute migliorare se la BCE avesse avuto un mandato di politica più ampio rispetto alla sola stabilità dei prezzi (ad esempio, finalizzato alla riduzione della disoccupazione), anche se, date le condizioni radicalmente differenti di ogni Paese, qualsiasi intervento volto a migliorare le condizioni “medie” europee sarebbe stato destinato al fallimento. Aggravati dagli errori politici commessi dai leader europei, gli shock asimmetrici sono cresciuti sin dall'inizio della crisi, e l'eurozona non ha ancora uno strumento credibile per affrontarli ex post. Non solo la crisi ha colpito l'Eurozona attraverso shock specifici per ogni Paese<sup>53</sup>, ma anche le risposte da parte degli Stati membri si sono rivelate non armoniche: l'inasprimento fiscale, ad esempio, è stato più forte proprio nei paesi che hanno sofferto di shock negativi più forti. Anche i mercati del lavoro nell'area euro sono separati, con diversi gradi di tutela del lavoro, diversi sistemi di contrattazione salariale, diversi sistemi bancari e di welfare. Questo ha influenzato anche le risposte delle economie agli shock.

**Lacune del progetto iniziale.** Abbiamo visto come il grado di integrazione degli Stati membri dell'UEM non sia abbastanza elevato da garantire il rispetto dei criteri individuati dalla teoria AVO. Ulteriori difficoltà nella scelta dell'indirizzo monetario da

---

<sup>52</sup> STIGLITZ J.E. (2010)

<sup>53</sup> Si pensi agli squilibri di bilancio e delle partite correnti in Grecia, al boom del credito e alle crisi bancarie in Irlanda e Spagna e alla crescita della produttività in Portogallo e in Italia.

attuare, soprattutto per arginare la crisi, sono dovute anche a lacune strutturali presenti nel progetto iniziale dell'Eurozona, come sostiene l'economista belga Paul De Grauwe. De Grauwe, docente di European Political Economy alla London School of Economics, nella lezione *“The Legacy of the Eurocrisis and the Future of the Euro”*, tenuta nell'università romana LUISS Guido Carli, ha esplorato i problemi costitutivi dell'Eurozona e il possibile ripensamento delle sue politiche monetarie.

<b>Tav. 14 - Errori iniziali nella progettazione dell'UEM</b>	
Convinzioni sulle dinamiche strutturali	Le dinamiche dei cicli di crescita e contrazione agiscono indipendentemente su ogni singolo paese, senza che l'unione monetaria riesca a disciplinare un'adeguata politica comunitaria.
Riduzione poteri delle banche centrali	Alle banche centrali è stato sottratto il ruolo di prestatore di ultima istanza
Criteri di convergenza	Si è pensato che un livello di deficit o debito ridotto rispetto al PIL sarebbe stato sufficiente per assicurare la convergenza.
Politici	L'euro fu inizialmente un progetto politico, ma i rappresentanti politici non si sono rivelati in grado di perseguirlo.
Strumenti correttivi	Sono stati eliminati i due fondamentali meccanismi di aggiustamento (tassi di cambio e tassi di interesse), ma non ne sono stati trovati di nuovi.
Sistema instabile e inefficiente	Flessibilità del mercato del lavoro, i lavoratori possono muoversi per evitare l'onere dei debiti, implicando un'allocazione inefficiente.  Libera circolazione di beni e di capitali, ma senza un'armonizzazione della tassazione, implicando un'allocazione inefficiente dei capitali.

Il primo *design failure* individuato da De Grauwe riguarda l'aver sottovalutato una delle dinamiche principali del sistema capitalistico nel quale viviamo: l'alternarsi di fasi di

espansione a fasi di contrazione dell'economia. Tali cicli *boom-bust* variano sia per quanto riguarda la gravità, sia in relazione alla durata. In ogni caso comunque durante il *boom* l'economia cresce, l'occupazione è abbondante e il mercato porta alti rendimenti per gli investitori. Nella successiva fase *bust* l'economia si contrae, gli individui perdono il lavoro e gli investitori perdono i loro soldi.

Gli architetti dell'Eurozona, secondo il parere dello studioso, hanno ritenuto che queste fasi di espansione e contrazione dell'economia, che normalmente colpiscono le singole nazioni, a seguito della costruzione dell'unione monetaria, si sarebbero diffuse piuttosto nell'area valutaria, dove sarebbe stato più agevole arginarle e gestirle attraverso una politica comune. Le previsioni non si sono però avverate e i singoli Stati membri si sono ritrovati a dover gestire le dinamiche strutturali del sistema capitalistico in maniera autonoma, dopo averle per di più sottovalutate.

Nonostante sia stato avviato un processo di integrazione monetaria, comprensivo della creazione di una valuta comune e di un'unica banca centrale, le politiche macroeconomiche sono rimaste ad un livello nazionale: in particolar modo la politica salariale e quella politica fiscale, e con questa quindi l'erogazione di sussidi e l'imposizione di tasse. L'Unione "incompleta" non ha contribuito a contenere le varie identità nazionali, ma piuttosto ha acuito le divergenze durante le fasi di *boom* e *bust* tra gli Stati membri.

Un seconda mancanza, secondo De Grauwe, è stata quella di aver modificato il ruolo delle banche centrali, abolendo la loro funzione di *lender of last resources*<sup>54</sup> sul piano nazionale, e quindi quella di fornire liquidità in caso di crisi per prevenire un crollo da parte delle banche o dei governi. Anche la stessa BCE ha mantenuto il ruolo di prestatore di ultima istanza, ma solamente nei confronti delle banche, perdendo quindi quello nei confronti dei governi. Quando gli attuali Paesi membri decisero di entrare nell'Eurozona, si trovarono a dover emettere debito in una valuta non propria, al pari di una moneta straniera: il governo in questo modo non può farsi garante per i possessori di bond né della presenza di liquidità in ogni momento, né che essi percepiranno il loro denaro alla *maturity*, poiché non controllano la moneta di riferimento. Il conseguente

---

<sup>54</sup> Ovvero prestatore di ultima istanza. Viene così definita un'istituzione disposta a concedere credito in una situazione di crisi in cui c'è una forte domanda di liquidità che non può essere soddisfatta da nessun altro soggetto economico.



scenario potrebbe essere quello di una *self-fulfilling crisis*<sup>55</sup>: in caso di recessione della economia, infatti, gli Stati si troveranno inizialmente a sostenere deficit di bilancio più elevati. Gli investitori, temendo la non restituzione del denaro investito, inizierebbero a vendere i bond posseduti provocando in poco tempo una crisi di liquidità, che potrebbe rappresentare una causa di default per quei Paesi. Questa sembra essere una diretta conseguenza dell'unione monetaria: i governi sono stati resi più deboli nei confronti dei mercati finanziari, che potrebbero addirittura “forzarli” fino al fallimento.

Altri errori di valutazione nella progettazione dell'UEM, dovuti a concezioni erranee presenti al momento della nascita dell'euro, sono stati analizzati dal premio Nobel Joseph Stiglitz, nella “*XIV Lezione Angelo Costa*”.

Il primo risiede nell'idea dei criteri di convergenza<sup>56</sup>: per rendere gli Stati sufficientemente simili sono stati presi in considerazione i celebri parametri del rapporto deficit/PIL e debito/PIL. Paesi come la Spagna e l'Irlanda, profondamente colpiti dalla crisi, avevano un surplus e un basso rapporto debito/PIL, mentre i loro attuali debiti pubblici sono stati creati dalla crisi e dal fatto che l'unione ha comportato una divergenza delle politiche macroeconomiche piuttosto che un avvicinamento.

La ricercata convergenza europea poteva essere ottenuta solo aumentando la produttività dei Paesi dove questa era poco elevata, ovvero tramite politiche industriali. All'inizio degli anni '90, a causa di tendenze e mode superficiali<sup>57</sup>, l'idea che queste politiche industriali fossero un male, venne fatta propria dall'Europa, che perse l'occasione in questo modo di raggiungere la convergenza.

In secondo luogo, gli architetti dell'UEM hanno ritenuto che la svalutazione interna, comportando un aumento della competitività e delle esportazioni, potesse funzionare come meccanismo correttivo, in vista dell'impossibilità dell'utilizzo dei tassi di cambio e di interesse. In realtà esso non sembra essere uno strumento sostitutivo, poiché una diminuzione dei prezzi corrisponderebbe ad un incremento dell'indebitamento nocivo per l'economia, soprattutto in caso di eccesso. Se la svalutazione interna avesse

---

<sup>55</sup> Con *self-fulfilling crisis* ci si riferisce ad una situazione di crisi finanziaria non causata direttamente da politiche inappropriate dei governi o da condizioni di malessere economico, ma piuttosto crisi provocate da aspettative pessimistiche da parte degli investitori.

<sup>56</sup> STIGLITZ J.E. (2014)

<sup>57</sup> Questa idea faceva parte anche del Washington consensus, della Banca Mondiale, così come del Fondo monetario internazionale

funzionato, il *gold standard* non sarebbe fallito, ma è parere diffuso e condiviso che il esso abbia introdotto un'elevata rigidità nella Grande Depressione, contribuendo alla profondità di quella crisi.

## **2. L'evoluzione della governance economica e fiscale nel post-crisi**

La gestione da parte della Commissione europea della crisi tra il 2009 e il 2012 segna un importante passaggio di competenza delle riforme di politica sociale, compresa quella pensionistica e sanitaria, da un coordinamento puramente volontario attraverso il MCA<sup>58</sup>, ad un coordinamento delle politiche economiche per tutti i membri della zona euro. La Commissione ha ripetutamente sottolineato che l'interdipendenza tra i membri dell'eurozona e la possibilità di effetti di ricaduta hanno richiesto l'approfondimento del coordinamento in materia di politica sociale. E' stato individuato anche un insieme altamente tecnico di riforme al fine di rimuovere, almeno apparentemente, gli obiettivi politici tanto contestati.<sup>59</sup>

Il primo passo di questo processo è stata la formulazione del programma Europa 2020, nella primavera del 2010, prevedendo la concentrazione delle riforme strutturali, in particolare, sul mercato del lavoro e sui regimi di protezione sociale. Si mira in questo modo al raggiungimento di tassi di occupazione più elevati, fornendo al contempo alcuni livelli essenziali di tutela, attraverso un accesso adeguato alle pensioni e ai servizi sanitari.<sup>60</sup> Il secondo passo consiste nell'articolazione delle condizioni dei prestiti per Grecia, Portogallo e Irlanda sia con gli altri Paesi dell'eurozona, sia con il Fondo monetario internazionale. La creazione delle condizioni e la verifica dei progressi hanno dato alla Commissione l'opportunità di articolare al meglio le riforme ritenute necessarie per la crescita.

**Europa 2020: una crescita intelligente, sostenibile e solidale.** La Commissione europea nel 2010 ideò una strategia decennale per la crescita e l'occupazione, che prese

---

<sup>58</sup>Il Metodo di Coordinamento Aperto è uno strumento di governance utilizzato dagli Stati membri per sostenere la definizione, l'attuazione e la valutazione delle loro politiche sociali e per sviluppare la loro reciproca cooperazione.

<sup>59</sup> TSOUKALA P. (2013)

<sup>60</sup> TSOUKALA P. (2013)

il nome di Europa 2020. Il progetto non è stato animato solamente dall'urgenza del superamento della crisi, ma anche dal voler colmare le lacune del modello europeo di sviluppo, indirizzandolo verso una crescita intelligente, sostenibile e solidale.<sup>61</sup> Entro il termine fissato, l'UE dovrà realizzare diversi obiettivi, dall'integrazione sociale all'istruzione. La strategia comporta il perseguimento di diverse iniziative prioritarie, grazie al sostegno reciproco dell'Unione e dei singoli governi, al fine della realizzazione delle priorità del progetto, tra le quali risaltano l'innovazione, i giovani, la politica industriale e l'uso efficiente delle risorse.<sup>62</sup> L'implementazione del mercato unico europeo, di un bilancio europeo e delle politiche estere si inserisce anch'essa all'interno delle iniziative di Europa 2020.

Il disegno, attuato e controllato nell'ambito del semestre europeo, persegue cinque obiettivi fondamentali:

- Occupazione;
- Ricerca e sviluppo;
- Cambiamenti climatici e sostenibilità energetica;
- Istruzione;
- Lotta alla povertà e all'emarginazione.

Ciascun paese ha adottato i propri obiettivi nazionali nelle singole aree indicate, con il supporto finanziario dell'unione europea e dei fondi strutturali.

**Gli adeguamenti strutturali.** La fase successiva è stata caratterizzata dagli *Economic Adjustment Programs* (EAP), ovvero il salvataggio di alcuni Paesi della zona euro da parte di altri Stati membri e del Fondo Monetario Internazionale. Gli EAP includevano delle rigide condizioni per i prestiti contratti da ciascuna nazione. Punto focale nella determinazione delle citate condizioni furono le riforme strutturali in materia di diritto del lavoro, privatizzazioni e una revisione dei settori pubblici inefficienti. Queste riforme sono state in parte giustificate sulla base del loro potenziale nello stimolo della crescita nei paesi debitori, ma anche sulla base della loro capacità di migliorare l'equità sociale<sup>63</sup>.

---

<sup>61</sup> Commissione Europea, [http://ec.europa.eu/europe2020/europe-2020-in-a-nutshell/index\\_it.htm](http://ec.europa.eu/europe2020/europe-2020-in-a-nutshell/index_it.htm)

<sup>62</sup> Commissione Europea, [http://ec.europa.eu/europe2020/europe-2020-in-a-nutshell/index\\_it.htm](http://ec.europa.eu/europe2020/europe-2020-in-a-nutshell/index_it.htm)

<sup>63</sup> TSOUKALA P. (2013)

Va notato che l'idea dell'adeguamento strutturale attraverso una maggiore flessibilità del lavoro è stata contestata come ricetta *one-size-fits-all* per la crescita. Inizialmente l'idea che la regolamentazione del lavoro fosse in gran parte la causa degli elevati livelli di disoccupazione nei paesi sviluppati venne introdotta dall'OCSE.<sup>64</sup> Le istituzioni finanziarie internazionali tennero conto di queste raccomandazioni nell'elaborazione della riforma per la deregolamentazione del mercato del lavoro, contenuta nei loro programmi di prestito con i paesi sviluppati. Questi risultati sono stati comunque rivisitati dall'OCSE negli anni 2000, che è arrivata ad affermare quasi la tesi opposta.

Nonostante questi sviluppi, l'UE ha intrapreso una svolta definitiva con l'idea che un'elevata flessibilità del mercato del lavoro possa essere sia la causa di inefficienze, sia che possa dar luogo a riforme, attraverso la sua gestione della crisi.

**Monitoraggio, prevenzione e interventi correttivi.** Dalla crisi mondiale più profonda dopo la Grande Depressione, l'Europa sta emergendo con un nuovo quadro di istituzioni comunitarie e con un forte impegno a condividere solidarietà e responsabilità. La rinnovata governance economica dell'UE è diretta a rilevare, prevenire e correggere tendenze economiche poco virtuose e problematiche, quali elevati livelli di debito pubblico e disavanzi pubblici.<sup>65</sup> A partire dal 2010, l'amministrazione economica dell'eurozona è stata rinforzata e ridefinita, evolvendosi e perfezionandosi negli anni, come possiamo osservare nella seguente tabella, che sintetizza le procedure e le direttive che si sono susseguite con lo scopo di coordinare e supervisionare le politiche dell'unione monetaria.

---

<sup>64</sup> OCSE (1994)

<sup>65</sup> Commissione europea, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/index\\_it.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/index_it.htm)

<b>Tav. 15 - Misure correttive intraprese dall'UE</b>	
Six-pack (Dicembre 2011)	Composto da cinque regolamenti e una direttiva, applica regole specifiche a 27 Stati membri, specialmente in riferimento alle sanzioni finanziarie.
Macroeconomic Imbalance Procedure (Dicembre 2011)	Contenuta nel 'six-pack', rafforza le misure di controllo e supervisione delle politiche macroeconomiche nell'UE e nell'eurozona.
Fiscal Compact (Marzo 2012)	Sottoscritto da 25 Stati Membri, obbliga i Paesi dell'Eurozona ad inserire nella loro legislazione fondamentale il principio dell'equilibrio di bilancio.
Semestre Europeo (Maggio 2013)	Ciclo annuale di coordinamento delle politiche economiche degli Stati membri dell'UE.
Two-Pack (Maggio 2013)	Nuove misure volte all'aumento della trasparenza delle decisioni di bilancio e al rafforzamento del coordinamento dell'eurozona.

**Six-Pack.** Il Six-Pack consiste in un pacchetto di cinque regolamenti e una direttiva, che si inserisce nel disegno di implementazione degli strumenti per il controllo dei bilanci nazionali. I regolamenti rafforzano il controllo preventivo da parte degli Stati membri dell'applicazione del Patto di Stabilità e Crescita (PSC) e permettono l'imposizione di sanzioni nei casi di non conformità degli Stati membri. Il rigore richiesto dal PSC ha ovvie implicazioni indirette per la capacità degli Stati membri di utilizzare lo strumento del *deficit spending* nei periodi di recessione economica e, di conseguenza, l'impatto di quest'ultimo sulla politica dell'occupazione.

Il Six-Pack include due nuovi regolamenti che prevengono la sorveglianza dei bilanci, tentando di correggere direttamente gli squilibri macroeconomici. Essi operano sulla base di una tabella di indicatori di monitoraggio delle caratteristiche chiave dello sviluppo macroeconomico di ciascuno Stato membro.<sup>66</sup> Una deviazione degli indicatori dai livelli obiettivo attiva un esame approfondito da parte della Commissione, che può

---

<sup>66</sup> TSOUKALA P. (2013)

quindi proporre azioni correttive per i Paesi in questione. Il mancato rispetto delle raccomandazioni può portare ad ammende pari allo 0,1% del PIL per il rifiuto di conformarsi alle raccomandazioni della Commissione in caso di gravi squilibri macroeconomici che rischierebbero di minacciare gli altri Stati membri. La decisione di infliggere un'ammenda a uno Stato membro viene proposta dalla Commissione e può essere bloccata se vi si oppone una maggioranza consistente dei governi dell'UE.<sup>67</sup>

**Macroeconomic Imbalance Procedure.** Il Six Pack ha introdotto un ampio sistema di controllo delle politiche economiche, in modo da rilevare problemi nella sostenibilità, come bolle immobiliari o crolli della competitività. Esso prende il nome di *Macroeconomic Imbalance Procedure (MIP)* e si articola in una serie di passaggi<sup>68</sup>:

- *Alert Mechanism Report (AMR)*: vengono analizzati i potenziali squilibri all'interno degli Stati membri attraverso 11 indicatori per misurare il loro sviluppo economico. Ogni novembre la Commissione pubblica i risultati nell'AMR, un report che identifica quali Paesi richiedono ulteriori analisi, ma non identifica l'esistenza di dissesti economici e non provvede alla formulazione di raccomandazioni sulle politiche da adottare.
- *In-Depth Reviews*: la Commissione effettua una revisione di quei Paesi identificati nel precedente step, al fine di esaminare ulteriori dettagli degli squilibri e i rischi collegati per la crescita, il lavoro e la stabilità finanziaria. Le *In-Depth Reviews* identificano i dissesti economici più o meno gravi e vengono pubblicate in primavera.
- *Excessive Imbalance Procedure (EIP)*: è la procedura in cui incorrono gli Stati membri nei quali vengono rilevate delle *imbalances*. In questo caso il Paese interessato deve tracciare un piano correttivo di azione, che includa scadenze per le nuove misure da adottare, promosso contestualmente anche dalla Commissione europea e dal Consiglio dei ministri europeo.
- *Sanzioni per gli Stati membri dell'eurozona*: le multe vengono applicate solamente come ultima risorsa, e soprattutto non a causa della presenza stessa degli squilibri, ma piuttosto per un fallimento ripetuto nel piano di azione.

---

<sup>67</sup> Commissione Europea, "The corrective arm", [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/corrective\\_arm/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/corrective_arm/index_en.htm)

<sup>68</sup> Commissione Europea (2014), "Fact Sheet: The EU's economic governance explained", [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-14-2180\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-2180_en.htm)

Attualmente, tutti tranne quattro degli Stati membri dell'Unione europea sono in una procedura per i disavanzi eccessivi (EIP), avviata dalla Commissione. Ciò significa che tutti hanno il compito di adottare misure di bilancio finalizzate alla riduzione dei livelli del disavanzo e del debito.<sup>69</sup>

**Fiscal Compact.** Con Fiscal Compact ci si riferisce alla parte fiscale del Trattato sulla stabilità, il coordinamento e la governance (TSCG), firmato da 25 Stati membri dell'UE ed obbligatorio per tutti i membri della zona euro, mentre le altre parti contraenti saranno vincolate una volta adottato l'euro.

Richiede agli Stati membri di rispettare e assicurare la convergenza verso l'obiettivo di medio termine specificato per il Paese (OMT), come definito nel PSC: il disavanzo strutturale deve essere limitato allo 0,5% del PIL (può arrivare all'1% del PIL per gli Stati membri con un debito significativamente inferiore al 60% del PIL). I meccanismi di correzione devono garantire un'azione automatica, da intraprendere in caso di scostamento dall'obiettivo a medio termine o dal percorso di aggiustamento delineato, con clausole per circostanze eccezionali. Il rispetto di queste direttive deve essere monitorato da istituzioni indipendenti. Tali regole di bilancio devono essere implementate dal diritto nazionale attraverso disposizioni vincolanti e di carattere permanente, preferibilmente costituzionali.<sup>70</sup> La Corte di giustizia europea può imporre sanzioni finanziarie (fino allo 0,1% del PIL) se un Paese non implementa correttamente le nuove regole di bilancio nel diritto nazionale e non riesce a conformarsi ad una sentenza della Corte di giustizia che le impone di farlo. Il rispetto dell'attuazione dell'OMT nel diritto nazionale sarà monitorato anche a livello nazionale, da parte di istituzioni indipendenti.

Il Fiscal Compact e il Six-Pack vengono eseguiti in parallelo. Da un lato, un paio di disposizioni incluse nella TSCG sono concetti speculari a quelli esistenti nel patto di stabilità e di crescita riformato dal Six-Pack: gli obiettivi di medio termine (OMT), lo scostamento significativo e le circostanze eccezionali. D'altra parte, alcune disposizioni della TSCG sono più severe rispetto a quelle del Six-Pack. Per esempio, esso afferma

---

<sup>69</sup> Commissione europea, "The corrective arm", [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/corrective\\_arm/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/corrective_arm/index_en.htm)

<sup>70</sup> Commissione Europa, "Six-pack? Two-pack? Fiscal compact? A short guide to the new EU fiscal governance", [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/articles/governance/2012-03-14\\_six\\_pack\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/governance/2012-03-14_six_pack_en.htm)

che ad ogni step della Procedura per i disavanzi eccessivi (EDP), gli Stati membri dovranno sostenere le proposte o le raccomandazioni della Commissione all'interno del Consiglio nel caso in cui uno Stato membro dell'eurozona risulti in contrasto con il criterio del disavanzo, a meno che la maggioranza qualificata sia contro di esso. In pratica questo significa che se uno Stato viola il criterio del disavanzo una sorta di voto a maggioranza qualificata inversa si applica a tutte le fasi della EDP, anche se non previsto nel Six-Pack.

**Semestre europeo.** Nell'ottica della realizzazione degli obiettivi della strategia Europa 2020, l'UE ha istituito un ciclo annuale di coordinamento delle politiche economiche detto Semestre Europeo. Ha inizio solitamente verso la fine dell'anno e consta di due report chiave: l'Annual Growth Survey (AGS) e l'Alert Mechanism Report (AMR).<sup>71</sup>

Il primo documento rientra in un pacchetto più ampio rivolto all'occupazione, alla crescita e agli investimenti. L'analisi chiarisce le priorità dell'UE per stimolare la creazione di posti di lavoro e lo sviluppo economico e contiene le linee guida generali per l'economia europea, oltre a raccomandazioni specifiche per gli Stati membri. Le raccomandazioni della Commissione in questo nuovo contesto annuale di coordinamento delle politiche sono completamente allineate con i requisiti sostanziali degli *Economic Adjustment Programmes* (EAPs) per Grecia, Portogallo e Irlanda. Infine, una revisione della AGS evidenzia l'ampia comprensione della portata delle riforme auspicabili per il bene della crescita da parte della Commissione, sviluppata attraverso e grazie a questa crisi.<sup>72</sup>

Il secondo è un rapporto per individuare e affrontare le tendenze economiche o gli squilibri che potrebbero rivelarsi dannose per i singoli Stati membri o per l'Unione economica e monetaria; esso è alla base della procedura per gli squilibri macroeconomici (MIP).

Secondo la Commissione "l'Unione Europea deve utilizzare questa crisi per affrontare in maniera decisa i problemi della sua competitività globale"<sup>73</sup> e, inoltre, "l'Europa può usare la crisi per innescare una profonda trasformazione della sua struttura

---

<sup>71</sup> Commissione Europea, "*The European Semester*",

[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/the\\_european\\_semester/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/the_european_semester/index_en.htm)

<sup>72</sup> TSOUKALA P. (2013)

<sup>73</sup> Cfr. Commissione Europea (2012), "*Annual Growth Survey 2012*",

[http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/ags2012\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/ags2012_en.pdf)



economica."<sup>74</sup> Questo significa una stretta integrazione tra sorveglianza economica e monitoraggio delle riforme politiche. In particolare, grazie all'esperienza dei cicli iniziali del semestre europeo, l'analisi annuale della crescita 2015 comprende proposte per semplificare il processo. A ottobre i Paesi UEM presentano i documenti programmatici di bilancio per l'anno successivo. A novembre la Commissione formula un parere su ognuno di essi e valuta la conformità ai requisiti stabiliti dal PSC.

Dopo la pubblicazione, a febbraio da parte della Commissione, delle valutazioni analitiche per ogni Stato, a marzo ha luogo il vertice di primavera, dove il Consiglio europeo fa il punto della situazione macroeconomica generale e dei progressi realizzati nei confronti degli obiettivi della strategia Europa 2020, elaborando orientamenti strategici sulle riforme finanziarie, macroeconomiche e strutturali.<sup>75</sup>

Ad aprile gli Stati presentano i loro piani per il risanamento dei conti pubblici e le riforme per il conseguimento degli obiettivi previsti dalla strategia Europa 2020, mentre a maggio la Commissione avanza delle raccomandazioni specifiche, approvate poi dal Consiglio, che forniscono agli Stati membri indicazioni strategiche in settori considerati prioritari.

Infine, alla fine di giugno o all'inizio di luglio le raccomandazioni vengono adottate formalmente dal Consiglio. Ai paesi che non vi danno seguito entro i tempi stabiliti possono essere rivolti degli avvertimenti. In caso di squilibri macroeconomici e di bilancio eccessivi, entra in gioco un sistema di incentivi e sanzioni.<sup>76</sup>

**Two-Pack.** Per rafforzare il pilastro economico dell'UEM, gli Stati membri dovevano andare oltre la normativa introdotta con il Six-Pack nel 2011.<sup>77</sup> La crisi ha chiaramente messo in evidenza che le difficoltà in uno dei Paesi dell'area euro possono contagiare con facilità l'economia degli Stati vicini.<sup>78</sup> In una congiuntura favorevole, quest'interdipendenza è fonte di maggiore prosperità, mentre nei periodi più difficili

---

<sup>74</sup> Cfr. Commissione Europea (2012), "Annual Growth Survey 2012",

[http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/ags2012\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/ags2012_en.pdf)

<sup>75</sup> Commissione Europea, "The European Semester",

[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/the\\_european\\_semester/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/the_european_semester/index_en.htm)

<sup>76</sup> Commissione Europea, "The European Semester",

[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/the\\_european\\_semester/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/the_european_semester/index_en.htm)

<sup>77</sup> Commissione Europea (2013), "Entra in vigore il "two-pack": completato il ciclo di sorveglianza di bilancio e migliorata ulteriormente la governance economica per la zona euro", [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-13-457\\_it.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-457_it.htm)

<sup>78</sup> Commissione Europea (2014), "Fact Sheet: The EU's economic governance explained",

[http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-14-2180\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-2180_en.htm)

comporta una maggior condivisione dei rischi che deve essere accompagnata da una responsabilità condivisa. Un maggiore coordinamento e controllo è necessario al fine di contenere questi problemi prima che diventino sistemici. Il Two-Pack, entrato in vigore il 30 maggio 2013, ha introdotto un nuovo ciclo di controllo dell'eurozona, tramite la stesura, entro il 15 Ottobre, dei piani di budget dell'anno successivo da parte degli Stati membri. La Commissione ha il compito di valutarli entro la fine di Novembre.

Il Two-Pack stabilisce inoltre che<sup>79</sup>:

- Gli Stati membri riceventi nuove raccomandazioni all'interno della *Excessive Deficit Procedure* devono presentare i Programmi di Partnership Economica, con dettagliati riferimenti alle riforme strutturali e fiscali che intendono intraprendere.
- Gli Stati membri in difficoltà finanziarie o soggetti ai programmi di assistenza precauzionale sono soggetti ad un controllo potenziato.
- Agli Stati membri caratterizzati da difficoltà che potrebbero facilmente comportare effetti negativi per l'intera eurozona, può essere richiesto l'avvio di programmi di assistenza finanziaria. La decisione viene presa dal Consiglio dei ministri europeo, con maggioranza qualificata, su richiesta della Commissione.
- Dopo la fine di un programma di aggiustamento economico, come quelli sopra citati, gli Stati membri subiscono la cosiddetta *Post-Programme Surveillance*, fino alla restituzione del 75% dell'assistenza finanziaria ricevuta.

---

<sup>79</sup> Commissione Europea (2014), "*Fact Sheet: The EU's economic governance explained*", [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-14-2180\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-2180_en.htm)

## ***Conclusioni***

Attraverso il presente elaborato si è voluto esaminare, storicamente ed economicamente, il processo di creazione ed implementazione dell'Unione Europea, al fine di poter analizzare criticamente i limiti e i vantaggi dell'appartenenza ad un'area valutaria comune.

La diffusione di sconforto e sfiducia nelle istituzioni europee, a seguito della crisi globale, ha reso il dibattito sulla teoria delle aree valutarie ottimali e sulle conseguenti sorti dell'euro sempre più attuale. Indubbiamente i presupposti dell'adesione, da parte degli Stati europei, all'Unione economica e monetaria si sono rivelati più fragili del previsto alla luce della recessione economica, e ciò ha dato luogo, soprattutto nei Paesi maggiormente colpiti, a crisi politiche non indifferenti.

Ciò che vuole essere sottolineato da questo lavoro è che l'inefficacia della reazione europea va ricercata nelle lacune del progetto iniziale, nel quale sono state sottovalutate le differenze presenti negli Stati dell'Unione Europea, che a loro volta hanno comportato il verificarsi di shock asimmetrici nell'eurozona durante la crisi dei debiti sovrani. L'individuazione dei limiti e degli errori compiuti dagli architetti dell'area valutaria permette di analizzare ulteriormente le politiche macroeconomiche europee, adottate al fine di arginare gli effetti negativi sulle economie dei Paesi membri dell'UEM, e allo stesso tempo lascia spazio all'elaborazione delle prospettive future dell'eurozona.

Sono ormai passati tre anni dal discorso londinese del presidente della BCE Mario Draghi, in cui prometteva che l'euro avrebbe resistito ad ogni costo e che nessuno Stato sarebbe stato costretto ad abbandonare l'Unione, e il percorso di riforme che ha visto protagonisti i cosiddetti Six-Pack e Two-Pack sta iniziando a mostrare timidi risultati positivi. La Commissione Europea e la BCE si sono riscoperte istituzioni moderne e proattive, in grado di correggere le gravi carenze nel coordinamento e nell'integrazione europea, garantendo un futuro all'ambizioso progetto di un'Europa unita, politicamente ed economicamente. Attualmente l'unione politica appare comunque un obiettivo ambizioso quanto irrealizzabile, soprattutto in uno scenario in cui si discute ancora dell'uscita o meno dall'EUM di Paesi in difficoltà come la Grecia.

La direzione presa però dall'Unione Europea infonde, per ora, una visione ottimistica, in cui risuonano le parole pronunciate da Mario Draghi sulla salvezza dell'Eurozona nel

luglio 2012: *"The Ecb is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough"*.<sup>80</sup>

---

<sup>80</sup> Cfr. DRAGHI M. (2012)

## ***Bibliografia***

Banca Centrale Europea, <https://www.ecb.europa.eu/>

BARBA A. e DE VIVO G. (2013), “*Flawed Currency Areas and Viable Currency Areas: External Imbalances and Public Finance in the time of the Euro*”, Contributions to Political Economy, no. 32, pp 73-95

BASEVI G. (1978), “*Aspetti istituzionali del vincolo estero. Costi e benefici della partecipazione dell’Italia a un’Unione Monetaria Europea*”, Politica Economica, n. 3, pp.419-423

BROZ T. (2005), “*The Theory of Optimum Currency Areas: a Literature Review*”, Privredna kretanja i ekonomska politika, 104, pp 52-78

Commissione Europea, “*Six-pack? Two-pack? Fiscal compact? A short guide to the new EU fiscal governance*”, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/articles/governance/2012-03-14\\_six\\_pack\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/governance/2012-03-14_six_pack_en.htm)

Commissione Europea (2012), “*Annual Growth Survey 2012*”, [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/ags2012\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/ags2012_en.pdf)

Commissione Europea (2013), “*Entra in vigore il "two-pack": completato il ciclo di sorveglianza di bilancio e migliorata ulteriormente la governance economica per la zona euro*”, [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-13-457\\_it.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-457_it.htm)

Commissione Europea (2014), “*Fact Sheet: The EU’s economic governance explained*”, [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-14-2180\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-2180_en.htm)

Commissione Europea [http://ec.europa.eu/economy\\_finance](http://ec.europa.eu/economy_finance)

Commissione Europea, “*Europa 2020*” [http://ec.europa.eu/europe2020/europe-2020-in-a-nutshell/index\\_it.htm](http://ec.europa.eu/europe2020/europe-2020-in-a-nutshell/index_it.htm)

Commissione Europea, “*The corrective arm*”,  
[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/corrective\\_arm/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/corrective_arm/index_en.htm)

Commissione Europea, “*The European Semester*”,  
[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/the\\_european\\_semester/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/the_european_semester/index_en.htm)

CORDEN W., (1972), “*Monetary Integration, Essays in International Finance*”,  
International Finance Section no. 93, Princeton University

DE GRAUWE P. (1992), “*German Monetary Unification*”, European Economic Review, 36, pp. 445-453

DE GRAUWE P. (2013), “*Economia dell’Unione Monetaria*”, Il Mulino

DE GRAUWE P. e MONGELLI F.P. (2005), “*Endogeneities of Optimum Currency Areas. What Brings Countries Sharing a Single Currency Closer Together*”, European Central Bank Working Paper Series, no. 468, pp 22-25

*Dichiarazione Schuman*, 9 Maggio 1950

DRAGHI M. (2012), “*Speech at the Global Investment Conference in London*”

Eur-Lex, “*Access to European Union Law*”, <https://www.eur-lex.europa.eu/legal-content>

FELDSTEIN M. (2010), “*Why Greece Will Default*”, Project Syndicate,  
<http://www.project-syndicate.org/commentary/why-greece-will-default>

FERRULLI S. (2009), *“L’Italia e l’ingresso nello Sme: vincoli e opportunità di una scelta difficile”*, Il Ponte

FRANKEL J. e ROSE A. (1997), *“The endogeneity of the optimum currency area criteria,”* Economic Journal

HORVATH R. e KOMAREK L.(2002), *“Optimum Currency Area Theory: An Approach for Thinking About Monetary Integration”*, Warwick Economic Research Papers, no. 647, p 12

J. E. MEADE (1957), *“The Balance of Payments Problems of a Free Trade Area”*, Economic Journal, no. 67, pp 379-96

KALDOR N. (1971), *The Dynamic Effects Of The Common Market*, New Statesman

KENEN P.B. (1969), *“The Optimum Currency Area: An Eclectic View”*, Monetary Problems of the International Economy, Chicago: University of Chicago Press

KRUGMAN P.R.,OBSTFELD M.,MELITZ M.J. (2012), *“International Economics: Theory & Policy”*, Ninth Edition, Pearson

MCKINNON R.I. (1963), *“Optimum Currency Areas”*, The American Economic Review, vol. 53, no. 4, pp. 718-725

MONGELLI F.P. (2002), *““New” Views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling us?”*, European Central Bank Working Paper Series, no. 138, pp 7-25

MUNDELL R.A. (1961), *“A Theory of Optimum Currency Areas, The American Economic Review”*, vol. 51, no. 4, pp. 657-665

OCSE (1994), *“The OECD Jobs Study: Facts, Analysis, Strategies”*

OCSE (2015), "Employment Outlook", <http://www.oecd.org/>

PADOA-SCHIOPPA T. (2001), "Europa, forza gentile", Il Mulino, p. 46

PELLEGRINI M. (2012), "Elementi di Diritto Pubblico dell'Economia", CEDAM

STIGLITZ J.E. (2010), "Can the Euro be Saved?", Project Syndicate,  
<http://www.project-syndicate.org/commentary/can-the-euro-be-saved>

STIGLITZ J.E. (2014), "Can the Euro be Saved?", XIV Lezione Angelo Costa  
[https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/download/speeches/2014\\_Rome\\_euro\\_ppt.pdf](https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/download/speeches/2014_Rome_euro_ppt.pdf)

T. SCITOVSKY (1958), "Economic Theory and Western European Integration",  
Stanford

TAVLAS G.S. (1993), "The 'New' Theory of Optimum Currency Areas", The World  
Economy, 16, pp. 663-685

TOWER, E. e WILLET T.(1976), "The Theory of Optimum Currency Areas and  
Exchange Rate Flexibility: A More General Framework", Special Papers in  
International Economics, 11, Princeton University

TSOUKALA P. (2013), "Euro Zone Crisis Management and the New Social Europe",  
Georgetown University Law Center, pp. 45-55

TSOUKALA P. (2013), "Narratives of the European Crisis and the Future of (Social)  
Europe", Texas International Law Journal, Vol. 48, pp. 241-266

[www.blia.it/debitopubblico/](http://www.blia.it/debitopubblico/)