



Dipartimento di Scienze Politiche

Cattedra di Politica Economica

Unioni monetarie:

Eurozona e Stati Uniti a confronto

RELATORE

Prof. Alfredo Macchiati

CANDIDATO

Valeria Scisciò

072522

ANNO ACCADEMICO

2015/2016

INDICE

Introduzione	4
I. <u>Le unioni monetarie e la AVO</u>	6
1. La teoria delle aree valutarie ottimali – Introduzione	6
2. La AVO tradizionale	6
a) Friedman	6
b) Mundell	7
c) McKinnon	9
d) Kenen	9
3. Gli ulteriori sviluppi della AVO	10
a) Altre possibili caratteristiche	10
b) L'efficacia della politica monetaria e del tasso di cambio come strumento di stabilizzazione economica	11
c) La questione dell'endogeneità	12
d) L'integrazione fiscale	13
4. I benefici dell'integrazione monetaria	14
Conclusioni	15
II. <u>Confronto UEM – Stati Uniti</u>	17
1. Confronto dell'evoluzione storica	17
a) Breve storia dell'Unione economica e monetaria dell'Unione Europea (UEM)	17
b) Breve storia dell'unione monetaria negli Stati Uniti	18
Conclusioni	19
2. Paragone delle strutture istituzionali	21
a) Assetto istituzionale	21
b) Gli organi istituzionali	22
c) Mandati e altri compiti	24
d) Strumenti di politica monetaria	26
e) Indipendenza, <i>accountability</i> e trasparenza	27
Conclusioni	28
3. Confronto USA – UEM come aree valutarie ottimali	30
a) Sincronizzazione e convergenza regionale	30
b) Meccanismi di aggiustamento	31
c) Politica fiscale	37
Conclusioni	40
III. <u>Considerazioni conclusive</u>	43
1. Sono gli Stati Uniti e l'Eurozona delle AVO?	43

2. Riscontro dei benefici derivanti dall'essere un'unione monetaria	44
3. Proposte per l'evoluzione futura dell'Eurozona	45
4. In sintesi	48
Bibliografia	49
Sitografia	50
Summary (english)	51

Grafici e tabelle

Figura 1: Modello di Mundell – shock della domanda aggregata	8
Figura 2: The Federal Reserve System	22
Figura 3: Indicator of labour market flexibility	32
Figura 4: Unemployment rates in Germany and the Euro area	33
Figura 5: Unemployment rates in the Euro area and the United States	34
Figura 6: Consumption Smoothing Europe, OECD, United States. 1981-1990	36
Figura 7: Overall Risk Sharing 1998-2005	36

INTRODUZIONE

L'obiettivo principale di questo elaborato, è quello di confrontare le caratteristiche degli Stati Uniti, intesi come unione monetaria, e l'Unione economica e monetaria (UEM) dell'Unione Europea.

Tale confronto e valutazione tra le due aree monetarie saranno effettuati alla luce della cosiddetta “teoria delle aree valutarie ottimali (AVO) ”.

Appartenere ad un'unione monetaria implica, ovviamente, la perdita dell'utilizzo della politica monetaria e di quella del tasso di cambio come strumenti di stabilizzazione dell'economia nazionale. L'AVO identifica, quindi, una serie di caratteristiche necessarie affinché stati o regioni possano aderire ad un'unione monetaria, e quindi rinunciare ai suddetti strumenti di aggiustamento, senza affrontare eccessivi costi.

L'ipotesi che nel corso dell'esposizione si vedrà confermata, è che **gli Stati Uniti presentano più dell'UEM le caratteristiche di un'area monetaria ottimale; l'UEM, infatti, non può essere considerata tale.** Tuttavia, l'integrazione economica in Europa non è un progetto da abbandonare, bensì da intensificare, per avvicinare l'UEM agli standard di un'area monetaria ottimale. In conclusione, quindi, verranno anche delineati eventuali sviluppi futuri dell'Eurozona alla luce delle carenze evidenziate e sottolineate proprio dal confronto con gli USA.

Nel primo capitolo sarà esposta la AVO, dalla sua forma embrionale in Friedman, attraverso il nucleo tradizionale della teoria rappresentato da Mundell, McKinnon e Kenen, fino ai suoi più recenti sviluppi forniti attraverso ampliamenti e critiche di varia natura. Considerando che la AVO si concentra essenzialmente sui costi legati alla perdita dell'utilizzo di una politica monetaria e del tasso di cambio indipendente, per fornire un quadro più completo, saranno analizzati anche i benefici che possono derivare dall'appartenenza ad un'unione monetaria.

Una volta poste le basi teoriche nel primo capitolo, nel secondo saranno messi a confronto diversi aspetti delle due unioni monetarie in questione. Innanzitutto verrà fatto un breve *excursus* storico che sottolinei la diversa natura e origine delle due unioni monetarie. Ci soffermeremo, in secondo luogo, su aspetti istituzionali, per capire in che termini si differenziano la Fed e la BCE, gli organi rispettivamente preposti alla politica monetaria. Il nucleo del confronto però, consiste nella terza sezione del capitolo che comparerà i dati atti a valutare la “qualità” delle due aree monetarie. Si valuterà la sincronizzazione dei cicli economici e i processi di convergenza, così come la presenza dei meccanismi di aggiustamento richiesti dalla AVO e, infine, si confronterà la diversa organizzazione della politica fiscale, che risulterà essere un aspetto chiave, fino a giungere alla conclusione dell'insostenibilità dell'UEM senza una maggiore integrazione politica ed economica.

Nel terzo capitolo, integrando le basi teoriche esposte nel primo capitolo e le conclusioni raggiunte dal confronto sviluppato nel secondo, si confermerà l'ipotesi dell'elaborato, secondo la quale, gli Stati Uniti

sono più vicini all'essere un'area valutaria ottimale rispetto all'UEM, che non può essere considerata tale. Altre brevi considerazioni conclusive saranno esposte in merito ai benefici derivanti dall'essere un'area valutaria evidenziati dalle due zone. Infine, saranno delineate alcune proposte per il miglioramento futuro dell'UEM attraverso un percorso di più profonda integrazione politica ed economica, in parte sulla base dell'esempio statunitense, nella convinzione che esso sia un progetto nel quale aver fiducia.

I. LE UNIONI MONETARIE E LA AVO

1. La teoria delle aree valutarie ottimali - Introduzione

La “teoria delle aree valutarie ottimali” (teoria AVO) emerge negli anni '60 dal dibattito circa i tassi di cambio fissi e flessibili. Avanzata da Mundell (1961), in parte per confutare il lavoro di Friedman dei primi anni '50 sull'integrazione monetaria, viene approfondita da McKinnon (1963) e Kenen (1969). Essa perde velocemente l'interesse del mondo accademico e non fino agli anni '90, in cui rifiorisce con nuovi apporti intellettuali.

Nel dibattito sulle condizioni necessarie per un passaggio ottimale ad un'unione valutaria o monetaria, senza subire disequilibri interni o esterni, la AVO si concentra essenzialmente sui costi dell'adesione. Per una nazione, aderire ad un'unione monetaria implica perdere il controllo sul tasso di cambio, sul tasso di interesse e, quindi, sul livello dei prezzi. In sintesi, la teoria delle aree valutarie ottimali si prefigge di individuare le caratteristiche necessarie che i membri potenziali di un'unione monetaria debbono possedere per poter rinunciare ad una politica monetaria e del tasso di cambio indipendente, come strumento di stabilizzazione dell'economia nazionale.

Prima di entrare nel merito della AVO, è necessario chiarire cosa s'intende con “area valutaria”. Mundell definisce “area valutaria” una zona composta da entità regionali o nazionali all'interno della quale i tassi di cambio sono permanentemente fissi. Le unioni monetarie prevedono, invece, l'adozione di una moneta unica. Nella teoria tradizionale non si fa una distinzione fra i due concetti e le considerazioni si possono ritenere valide sia per le aree valutarie sia per quelle monetarie. Nel seguito, quindi, i termini saranno usati in maniera tendenzialmente ambivalente.

2. La AVO tradizionale

a) Friedman

Mundell, nel formulare la sua teoria, sembra rifiutare la posizione di Friedman a favore dei tassi di cambio fluttuanti esposta in “The Case for Flexible Exchange Rates” (1953 b).

La posizione di Friedman si basa su tre considerazioni fondamentali. Innanzitutto, in un mondo reale caratterizzato da rigidità di prezzi e salari, un sistema di tassi di cambio flessibili rappresenta uno strumento che può garantire l'equilibrio della bilancia dei pagamenti. In secondo luogo, i tassi di cambio fluttuanti proteggono il paese dal venir danneggiato da errori di politica monetaria dei paesi partner. Infine, un sistema di tassi di cambio flessibili conduce, secondo Friedman, all'eliminazione dei controlli sui movimenti di beni e capitali, il che promuove il commercio internazionale.

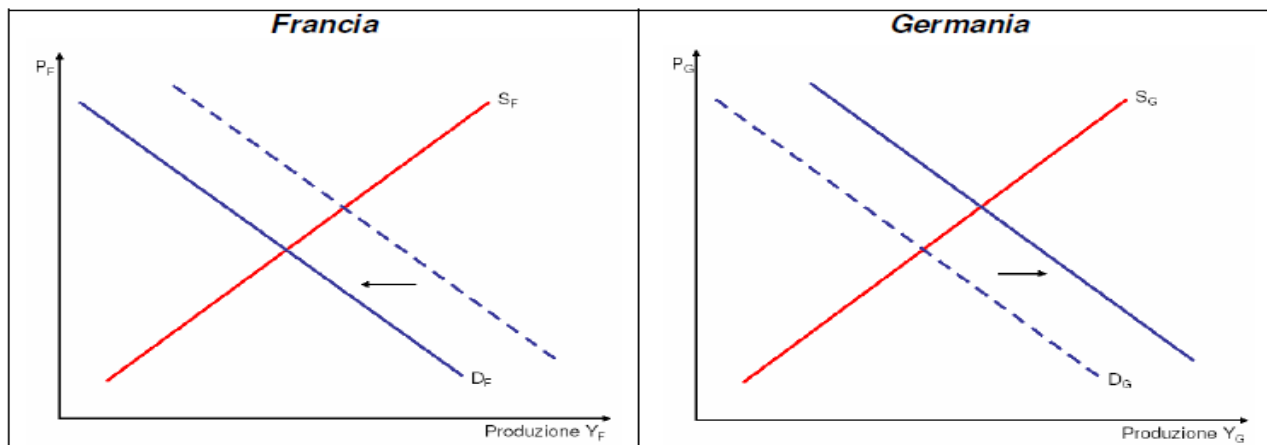
Prendendo in esame il caso della sterlina, Friedman sembra presagire le condizioni identificate da Mundell per l'instaurazione di un'area valutaria: la presenza di un'efficiente autorità fiscale e monetaria **centralizzata** e la **libera circolazione di beni, persone e capitali** fra i membri. Solo a queste condizioni, secondo Friedman, è possibile instaurare una tale unione. Questa specifica considerazione di Friedman non ha, ai tempi, ricevuto particolare attenzione, probabilmente perché essa non è stata sviluppata sistematicamente e si andava a confondere con altre questioni affrontate nella stessa opera. Mundell, riprendendo forse queste valutazioni, sembra voler dimostrare, invece, che rinunciare al tasso di cambio flessibile non è così costoso come sembra suggerire Friedman.

b) Mundell (1961)

Mundell elabora un modello per mostrare che un'unione monetaria fra più paesi è ottimale se vi è sufficiente **flessibilità salariale** o sufficiente **mobilità del lavoro**, in quanto queste caratteristiche non rendono necessari aggiustamenti attraverso il tasso di cambio per garantire stabilità interna (bassa inflazione e massimo impiego) ed esterna (bilancia dei pagamenti sostenibile). La conclusione dell'analisi di Mundell prevede che, in assenza dei due fattori chiave, il criterio per valutare l'opportunità di un'unione valutaria dovrebbe essere il livello d'incidenza di shock asimmetrici.

Per arrivare a queste conclusioni, Mundell elabora il seguente modello.

Suppone che due regioni o nazioni, A e B, vivano uno shock asimmetrico permanente della domanda aggregata. Nel paese A essa si riduce, nel paese B essa aumenta. Ad esempio, possiamo immaginare che il paese A sia la Francia e il paese B la Germania. Per qualche motivo, i consumatori modificano le loro preferenze, a vantaggio dei prodotti tedeschi. Questo, ovviamente, provoca una riduzione della produzione in Francia e un conseguente aumento della disoccupazione. Al contrario, in Germania aumenta la produzione e si riduce la disoccupazione. Come mostrato dal grafico, la riduzione della domanda aggregata è rappresentata da uno spostamento verso il basso della curva di domanda aggregata ($D = \text{demand}$) francese, mentre l'aumento della domanda aggregata tedesca è rappresentato da uno spostamento verso l'alto della curva D .



A seguito dello shock asimmetrico si possono verificare due diversi scenari. Nello scenario in cui i due paesi non hanno aderito ad un'unione monetaria, essi possono ricorrere agli strumenti di politica monetaria. In questo caso, la Francia potrebbe abbassare il tasso di interesse per stimolare la domanda aggregata e deprezzare la sua moneta, per rendere i suoi prodotti più economici rispetto a quelli tedeschi e quindi aumentare la loro competitività. In questo modo la curva di domanda si risposta verso l'alto, evitando al paese i problemi di disoccupazione. Il contrario farebbe la Germania: aumenterebbe il tasso di interesse per contrarre la domanda aggregata, il marco si apprezzerrebbe rispetto al franco e le pressioni inflazionistiche verrebbero evitate. Se invece i due paesi formassero un'unione monetaria, la banca centrale di entrambi, riducendo i tassi di interesse per alleviare il problema della disoccupazione in Francia, aumenterebbe la pressione inflazionistica in Germania. Aumentando invece i tassi di interesse, favorirebbe la stabilizzazione in Germania a discapito della Francia. Considerando poi i dati aggregati dell'unione, i prezzi e le quantità prodotte non risultano variati, quindi la banca centrale non ha motivo di cambiare le politiche adottate, e, pertanto, non agisce. In caso di shock asimmetrici, quindi, entrare a far parte di un'unione monetaria è costoso, in quanto la Germania dovrebbe accettare un'inflazione superiore a quella desiderata e la Francia vivrebbe una situazione di maggiore disoccupazione.

Per far sì che i due paesi non debbano affrontare tali costi e per ristabilire l'equilibrio in assenza di politica monetaria indipendente, secondo Mundell, è necessaria la flessibilità salariale o la mobilità del lavoro. Se i salari sono flessibili, a causa dell'alto tasso di disoccupazione, in Francia i lavoratori riducono le loro pretese salariali. Con i salari più bassi, anche i prezzi scendono e i beni diventano più competitivi rispetto a quelli tedeschi, riassorbendo così l'eccesso di offerta di forza lavoro. A contrario, in Germania i salari aumentano, i prodotti tedeschi, relativamente più costosi, vengono acquistati meno, per cui la curva di domanda aggregata si sposta verso il basso. L'insistenza di Mundell sulla flessibilità salariale si basa sulla convinzione che la preferenza verso il tasso di cambio fluttuante si basa sull'esistenza dell'illusione monetaria, nel senso che i lavoratori accettano più facilmente una riduzione del loro salario attraverso una variazione del tasso di cambio piuttosto che attraverso una riduzione salariale nominale o un aumento del livello dei prezzi. Ma questa appunto è un'illusione, quindi non dovrebbe essere necessario avere a disposizione il tasso di cambio come strumento di aggiustamento del salario reale.

In ogni caso, anche se non vi fosse flessibilità salariale, ma solo la mobilità del lavoro, l'equilibrio verrebbe nuovamente raggiunto attraverso il trasferimento dei lavoratori francesi disoccupati in Germania. In questo modo si allevia il problema della disoccupazione in Francia e quello della pressione inflazionistica in Germania. Diversi autori contestano che il sistema di aggiustamento attraverso la mobilità del lavoro sia lento ed eccessivamente costoso in termini sociali e che proprio questi costi sociali la politica economica dovrebbe andare ad attutire.

c) McKinnon (1963)

McKinnon afferma che la caratteristica ottimale di un'area monetaria dovrebbe essere **l'apertura dell'economia**.

Partendo da una divisione della produzione in beni tradeable e non-tradeable, maggiore è la presenza di beni tradeable, quindi più è aperto un paese al commercio, minore è l'efficacia del tasso di cambio come strumento di stabilizzazione. Una svalutazione del tasso di cambio, infatti, renderebbe relativamente più costosi i beni importati, accrescendo così il livello dei prezzi. Per abbassare realmente il livello dei prezzi, sarebbe necessaria una notevole contrazione della domanda dei beni non-tradeable. In linea di massima, i paesi più piccoli sono più aperti e quindi traggono maggiore vantaggio dall'entrare a far parte di un'unione valutaria.

McKinnon, in breve, afferma che il criterio di valutazione per definire un'area valutaria ottimale è l'apertura commerciale delle economie che ne entrano a far parte. Questo perché un'economia più aperta importa più beni che hanno un prezzo relativo più alto a seguito di una svalutazione; ciò fa aumentare maggiormente l'indice dei prezzi al consumo e, quindi, dei salari, determinando così una spirale prezzi-salari più rapida che se si fosse in un'economia chiusa. Il vantaggio competitivo ottenuto da una svalutazione viene quindi velocemente neutralizzato. Per questo motivo, per un'economia relativamente aperta è meno costoso perdere lo strumento delle politiche monetarie nazionali ed entrare a far parte di un'unione monetaria. Tutto questo ragionamento ha alla base l'idea che la condizione Marshall-Lerner, ovvero che una svalutazione comporta un miglioramento della bilancia commerciale, non risulti valida. Infatti McKinnon è dell'idea che le svalutazioni del tasso di cambio in economie aperte non comportino grandi miglioramenti in termini di competitività, in quanto gli effetti benefici vengono velocemente controbilanciati da aumenti salariali e del livello dei prezzi. Della Posta (2003) aggiunge all'analisi di McKinnon un'interessante considerazione: più del grado di apertura, andrebbe considerata l'elasticità rispetto al prezzo dei prodotti importati. Solamente se la domanda di beni importati è rigida, una svalutazione porta ad un aumento dell'inflazione.

d) Kenen (1969)

Secondo Kenen, un buon candidato ad un'unione monetaria, deve avere **un'economia diversificata** e poco specializzata al suo interno. In questo modo gli effetti di uno shock specifico di un settore sono limitati e non

è necessario ricorrere al tasso di cambio per stabilizzare l'economia. Aggiunge anche un secondo elemento: più le **economie** di due paesi sono **simili**, più verranno colpite da shock analoghi e quindi possono formare un'unione monetaria. Economie estremamente specializzate, invece, e quindi diverse fra loro, sono più soggette a shock settoriali che rendono costosa la rinuncia all'indipendenza monetaria. Inoltre Kenen, come aveva già anticipato Friedman, riconosce l'importanza dell'integrazione fiscale da affiancare assolutamente all'unione monetaria. Questo argomento verrà affrontato più dettagliatamente in seguito.

3. Gli ulteriori sviluppi della AVO

Come accennato, fra gli anni '70 e '90 ci fu una perdita di interesse per le aree valutarie e la teoria non si ampliò particolarmente. A far rinascere entusiasmo per la materia sono state le contingenze reali: lo sviluppo dell'integrazione monetaria europea rilanciò gli studi sulle unioni monetarie..

a) Altre possibili caratteristiche

Riprendendo le ipotesi di Mundell, Ingram (1959), invece della mobilità del lavoro, prende in considerazione quella dei capitali. Un'elevata mobilità dei capitali, ovvero mercati finanziari ben integrati, permette un efficiente funzionamento del mercato del credito attraverso cui le regioni che hanno subito shock possono prendere in prestito da chi non ne ha subiti. È quindi **l'integrazione finanziaria**, secondo Ingram, a determinare un'area valutaria ottimale, in quanto rende aggiustamenti del tasso di cambio fra partner commerciali non necessari. Fleming (1971) critica la visione di Ingram, sostenendo che il calo dell'attività in un determinato paese, invece di stimolare l'afflusso di capitali, contrae ulteriormente gli investimenti. Empiricamente però risulta essere prevalente l'effetto esposto da Ingram. Inoltre, l'integrazione finanziaria fa sì che l'effetto di uno shock sui residenti di un paese venga mitigato. Ad esempio, se le aziende di un paese devono fronteggiare uno shock negativo e il prezzo dei loro titoli diminuisce, saranno anche i cittadini di altri paesi a farsi carico di questa perdita, in quanto posseggono titoli delle imprese che hanno sofferto lo shock.

Secondo Magnifico (1971), invece, un gruppo di regioni o nazioni dovrebbero formare un'unione valutaria se hanno una **propensione all'inflazione simile**, considerando il trade-off esistente fra inflazione e disoccupazione illustrato dalla curva di Phillips. Analogamente, Fleming (1971) sottolinea l'importanza di questa condizione, in quanto paesi con preferenze inflazionistiche simili hanno tendenzialmente anche una struttura produttiva e istituzionale simile, per cui in futuro non avranno esigenze monetarie differenti. Questo porta alla considerazione che differenze nelle **istituzioni del mercato del lavoro** rendono un'unione monetaria molto difficile, per cui sarebbe opportuno che esse fossero simili fra i paesi membri. Alcuni paesi hanno sindacati dei lavoratori estremamente centralizzati (es. Germania), altri decentralizzati (es. Regno Unito). Questo influisce molto sugli effetti di shock dell'offerta (es. aumento del prezzo del petrolio). Nei paesi dove i sindacati sono centralizzati, essi sanno che richieste eccessive di aumenti salariali portano a maggiore inflazione e quindi a nessun aumento reale. Quando i sindacati sono decentralizzati, essi sanno che

le loro pretese salariali non avranno grandi effetti sul livello generale dei prezzi, in quanto rappresentano, comunque, solo una piccola parte della forza lavoro. Quindi agiranno da “free rider” cercando di ottenere un aumento dei salari dei loro iscritti. D'altra parte, realtà dove i sindacati sono estremamente decentralizzati, quindi a livello di impresa, essi sanno che un aumento salariale comporta una perdita di competitività della loro impresa e quindi potenzialmente di posti di lavoro. Per questo motivo i paesi con sistemi sindacali estremamente decentralizzati o molto centralizzati, sono quelli che a seguito di uno shock dell'offerta vivranno meno inflazione e disoccupazione. Viste le ripercussioni di queste caratteristiche del mercato del lavoro sulle variabili della curva di Phillips, è necessario tenerle in considerazione quando si valuta l'opportunità di un'unione monetaria.

b) L'efficacia della politica monetaria e del tasso di cambio come strumento di stabilizzazione economica

Invece di ricercare quali caratteristiche un'economia dovrebbe avere per fronteggiare shock asimmetrici in mancanza dello strumento del tasso di cambio e della politica monetaria indipendente, la “nuova” teoria delle aree valutarie ottimali di Tavlas (1993), ovvero la **teoria della credibilità**, parte da un presupposto completamente diverso: la politica monetaria indipendente è inefficace e quindi non è costoso formare un'unione monetaria.

Questo perché l'inflazione in un paese è il risultato delle aspettative del settore privato; quindi, per ottenere un tasso d'inflazione di equilibrio basso, è preferibile adottare regole fisse e abbandonare la discrezionalità della politica monetaria nazionale. Essa, infatti, modifica costantemente le aspettative e porta ad un tasso di inflazione più alto, senza però modificare il livello di produzione reale. Questa analisi va ovviamente contestualizzata nella letteratura più recente, che vede come compito principale di una banca centrale il mantenimento di una bassa inflazione e, in secondo luogo, l'attenuazione delle oscillazioni del ciclo economico. Attraverso regole fisse, quindi attraverso aree valutarie, si rimuoverebbe il problema dell'incoerenza temporale e si otterrebbe un livello di inflazione inferiore. Il problema dell'incoerenza temporale si risolve in quanto, con un organo monetario centralizzato, i governi non possono monetizzare il debito, non possono stimolare artificialmente l'economia e non possono portare la disoccupazione sotto il suo livello d'equilibrio con uno shock inflazionistico.

D'altra parte, però, bisogna considerare che esistono ragioni strutturali e istituzionali per cui l'inflazione risulta differente da paese a paese e quindi è bene che possa essere più alta in alcuni casi. Shock uguali, infatti, possono avere effetti molto diversi su un'economia in base al tipo di contrattazione salariale, centralizzata, decentralizzata o di forme intermedie, come abbiamo visto. Anche nella finanza pubblica, in realtà, dove prelevare le imposte è molto costoso, è più frequente utilizzare il signoraggio (ovvero l'emissione di moneta) e quindi l'inflazione, piuttosto che la pressione fiscale, per ripagare il debito pubblico. È, quindi, sì vero che la fissazione di regole riduce la distorsione inflazionistica, ma è anche vero che non permette l'aggiustamento di oscillazioni del reddito dovute a shock dell'offerta.

Per analizzare l'efficacia del tasso di cambio come strumento di stabilizzazione della domanda aggregata, riprendiamo invece l'esempio precedente dello shock negativo in Francia. Un deprezzamento del franco per guadagnare competitività provoca anche un aumento relativo di prezzi degli altri beni. Essendo questi nel paniere dei cittadini francesi, si riduce il loro potere d'acquisto ed essi spingeranno per un aumento salariale nominale. Quest'ultimo aumenta i costi di produzione e quindi il livello dei prezzi, il che provoca ulteriori rivendicazioni salariali e così via, fino al ritorno alla competitività iniziale. Questo circolo vizioso è lo stesso che porta McKinnon a riconoscere nell'apertura dell'economia il criterio chiave. In poche parole, quindi, i deprezzamenti nominali del tasso di cambio provocano deprezzamenti reali solo temporanei, ma non nel lungo periodo.

Si possono, infine, riportare alcune ulteriori, brevi considerazioni. In primo luogo, il tasso di cambio non può essere utilizzato sistematicamente per contrastare shock negativi, in quanto così facendo il settore privato adeguerebbe le sue aspettative rendendolo inefficace. Inoltre, il tasso di cambio ha effetto con un notevole lag temporale, il che lo rende forse poco utile a contrastare shock asimmetrici temporanei. Bisogna anche considerare che in un mondo incerto è probabile che i tassi di cambio siano una fonte di shock invece che di aggiustamento, come vedremo in seguito parlando dei benefici di un'unione monetaria. A quanto detto si somma l'assunto che la politica monetaria e del tasso di cambio si basi su informazioni complete e sia ottimale, cioè che massimizzi l'utilità, cosa non necessariamente vera. Per questo motivo, c'è chi sostiene che questi strumenti in mano al potere politico non solo siano inefficaci, ma addirittura potenzialmente dannosi.

c) La questione dell'endogeneità

A quanto detto, è importante aggiungere considerazione di tipo dinamico: è possibile che sia proprio l'integrazione monetaria a far sì che i criteri della AVO siano realizzati.

L'unione monetaria potrebbe agevolare la mobilità dei fattori lavoro e capitale, ridurre la concentrazione industriale e l'incidenza di shock asimmetrici. Ciò che non risultava ottimale ex-ante potrebbe, quindi, risultare tale ex-post. Secondo la Commissione europea (One Market, One Money, 1990), per quanto riguarda il caso europeo, ad esempio, essendo il commercio intraindustriale - ovvero relativo allo scambio delle stesse categorie di prodotti - l'eliminazione delle barriere commerciali incentiverebbe gli scambi e gli shock diventerebbero sempre più simmetrici. Esiste poi una relazione positiva fra integrazione commerciale e correlazione di output; nel senso che maggiori scambi commerciali portano a cicli economici più simili, in quanto shock negativi tendono a ricadere anche sui partner commerciali. In poche parole, al crescere del grado di integrazione economica, *diminuisce* la frequenza degli shock asimmetrici. A contrastare questa visione c'è Paul Krugman (1991) che sostiene che l'integrazione economica permette di sfruttare meglio le economie di scala, il che porterebbe le regioni a specializzarsi sempre più in un determinato settore

produttivo, diventando così esposte ad un numero maggiore di shock asimmetrici. Quindi, lo shock di uno specifico settore diventerebbe lo shock di un paese. Questo significa che all'aumentare dell'integrazione economica, *aumenta* la frequenza degli shock asimmetrici. È però da tenere a mente che essendo i confini nazionali sempre meno rilevanti in una realtà unificata, è possibile che le regioni di attività industriale si sviluppino a cavallo dei paesi, facendo sì che uno shock settoriale riguardi più paesi. Empiricamente, comunque, il fatto che un'unione monetaria favorisca il commercio fra i membri e che questo riduca gli shock asimmetrici è dimostrato, ma approfondiremo i dati in seguito. Inoltre, va presa in considerazione l'ipotesi per cui, anche se non ottimale a livello economico, l'unione monetaria sia desiderata e desiderabile a livello politico. Volendo poi far coincidere le due realtà, si potrebbe sostenere che le ragioni politiche siano semplicemente i benefici economici analizzati dinamicamente in una prospettiva di lungo periodo.

d) L'integrazione fiscale

La perdita dell'indipendenza monetaria comporta un cambiamento radicale nella capacità dei governi di finanziare il loro debito pubblico, in quanto essi emettono i loro strumenti di debito in una valuta che non controllano.

Riprendiamo l'esempio precedente in cui la Francia vive uno shock negativo. Esso comporta un calo delle entrate tributarie e un aumento della spesa pubblica a causa dell'aumento della disoccupazione, per cui il deficit di bilancio francese aumenta. Se questo aumenta considerevolmente, gli investitori potrebbero perdere la fiducia nella solvibilità dello stato francese e vendere i suoi titoli di stato, causando un aumento del tasso di interesse a lungo termine sui titoli di stato e una crisi di liquidità. Dovendo ripagare tassi di interesse più alti e aumentando sempre più la sfiducia nella solvibilità francese, si crea un circolo vizioso che porta ad una crisi debitoria e, nel peggiore dei casi, ad un'insolvenza forzata. Il più alto tasso d'interesse, ovviamente, comporta anche un'ulteriore riduzione della domanda aggregata. Dall'altra parte, invece, in Germania la domanda aggregata aumenta e il tasso di interesse diminuisce, in quanto si suppone che gli investitori, non investendo più in titoli francesi, acquistano quelli tedeschi. In uno scenario privo di un'unione monetaria fra questi due paesi, per comprare titoli di stato tedeschi gli investitori vendono i franchi francesi, determinando così il loro deprezzamento, e acquistano il marco, che conseguentemente si apprezza. In questo caso, il tasso di cambio ha un importante effetto stabilizzatore. In un'unione monetaria, però, non è presente il tasso di cambio come stabilizzatore automatico. Quindi, è necessaria, secondo molti autori, un'unione di bilancio che (i) funzioni da sistema assicurativo per trasferimenti di reddito da paesi prosperi a paesi che attraversano shock negativi e che (ii) consolidi deficit e bilanci pubblici. Con un'unione di bilancio nello scenario precedente, il gettito fiscale si riduce in Francia, ma aumenta in Germania e i sussidi di disoccupazione aumentano in Francia, ma si riducono in Germania. Quindi, un governo centrale può redistribuire il reddito dalla Germania, dove la produzione è aumentata, alla Francia,

dove la produzione è diminuita. Un bilancio centralizzato consente ai paesi colpiti da shock di usufruire di trasferimenti automatici, riducendo i costi sociali di un'unione monetaria.

Ci sono però preoccupazioni legate all'unione di bilancio, ovvero che essa possa incentivare l'azzardo morale. La garanzia implicita di "salvataggio" che gli altri membri dell'unione potrebbero concedere nei confronti dei paesi più indebitati o più gracili economicamente, fornisce un incentivo ad emettere una quantità di debito insostenibile. Inoltre, l'esistenza di trasferimenti automatici riduce la pressione che sente il paese che li riceve ad attuare riforme strutturali, rischiando quindi che i trasferimenti diventino permanenti. In questa prospettiva, paesi tendenzialmente più prosperi sono riluttanti ad entrare a far parte di unioni di bilancio. In opposizione a questo punto di vista, altri sostengono che un'unione monetaria, non avendo i singoli stati la possibilità di finanziare i disavanzi di bilancio attraverso la creazione di moneta, porti a non generare disavanzi eccessivi. Nella pratica, l'effetto della mancata creazione di moneta sembra prevalere rispetto a quello dell'azzardo morale.

4. I benefici dell'integrazione monetaria

Mentre la AVO tradizionale si concentra essenzialmente sui costi di un'unione monetaria, è importante valutarne anche i benefici.

Un primo beneficio è **la soppressione del rischio associato alla volatilità e all'incertezza data da movimenti inattesi del tasso di cambio**. L'effetto positivo dell'incertezza dei prezzi che può portare a profitti maggiori per le imprese esportatrici, deve assolutamente essere confrontato con la maggiore incertezza dei profitti stessi. La questione più rilevante, però, è che inattese variazioni molto ampie del tasso di cambio possono portare il prezzo di alcuni prodotti sotto la curva del costo marginale, costringendo le imprese a chiudere. Le incertezze sul tasso di cambio, secondo la Commissione europea (One Market, One Money, 1990), impediscono un'allocazione ottimale delle risorse, mentre la loro assenza influenzerebbe positivamente i movimenti di capitale e il commercio e, quindi, maggiore **efficienza del mercato**. Inoltre, c'è chi sostiene che l'eliminazione del rischio di cambio conduca ad una **maggiore crescita economica**. Non essendoci tale rischio, gli investitori richiederebbero un tasso di rischio inferiore e, quindi, il tasso di interesse rimane più basso favorendo maggiori investimenti, maggiore accumulazione di capitale e quindi un più alto tasso di crescita.

Un altro beneficio è la **maggiore trasparenza dei prezzi**, che permette ai consumatori di confrontarli meglio. Questo favorisce la concorrenza e il conseguente abbassamento dei prezzi e quindi avvantaggia i consumatori stessi.

L'eliminazione delle commissioni per il cambio delle valute è un altro vantaggio da considerare. L'assenza di incertezza sui tassi di cambio e di costi di transazione, inoltre, favorirebbe il **commercio** fra stati membri. Molti dei benefici elencati aumentano in base al grado di apertura dell'economia. Ad esempio,

l'eliminazione dei costi di transizione risulta particolarmente importante per le economie che commerciano molto con l'estero.

Un altro aspetto, come accennato precedentemente, è che un paese con una cattiva reputazione inflazionistica, può trarre vantaggio da un'unione monetaria in quanto la banca centrale comune tende a tenere **l'inflazione sotto controllo**, purché sia un istituzione indipendente e credibile.

Un ultimo aspetto interessante da considerare è che la moneta di un'unione monetaria, probabilmente, assume un **peso nel sistema monetario internazionale maggiore** e può avere un ruolo nei pagamenti internazionali. In questo caso, le banche interne, i mercati azionari e obbligazionari, attraggono un maggior volume d'affari. Questo a sua volta crea know-how e posti di lavoro. Il fatto poi che la moneta sia detenuta da banche estere come riserva, generalmente sotto forma di titoli del Tesoro, è un metodo facile di finanziamento dei deficit di bilancio, come dimostra l'esperienza degli Stati Uniti.

Conclusioni

Quando si diventa stato membro di un'unione monetaria, si sopportano diversi costi legati alla perdita dell'indipendenza monetaria.

Innanzitutto, perdere l'indipendenza monetaria significa non poter utilizzare il tasso di interesse e il tasso di cambio come strumenti di stabilizzazione del ciclo economico. Questo significa per i governi non avere il signoraggio come strumento di riduzione del debito. Perdendo il controllo sull'emissione di moneta, e quindi sull'inflazione, gli stati membri sono portati ad accettare combinazioni di disoccupazione e inflazione che non sono le preferite.

Visti i costi delle unioni valutarie, la AVO si prefigge di individuare le caratteristiche necessarie dell'unione affinché non sia oneroso per un potenziale membro entrare a far parte di essa. Secondo la teoria tradizionale, tali caratteristiche sono le seguenti:

- Friedman: efficiente autorità fiscale, autorità monetaria centralizzata e libera circolazione di beni, persone e capitali fra i membri;
- Mundell: flessibilità salariale e/o mobilità della forza lavoro, in secondo luogo, grado di incidenza di shock asimmetrici;
- McKinnon: grado di apertura dell'economia e, conseguentemente, grandezza dell'area geografica.
- Kenen: grado di diversificazione dell'economia, similitudine fra le economie dei diversi paesi e livello di integrazione fiscale.

In seguito si sono aggiunti alla lista l'integrazione finanziaria, la propensione all'inflazione e la similitudine tra le istituzioni del mercato del lavoro.

Altri importanti apporti alla AVO sono stati quelli che hanno messo radicalmente in discussione l'efficienza del tasso di interesse e del tasso di cambio come strumenti di stabilizzazione.

Altri autori ricordano, invece, che nel valutare l'adesione ad un'area valutaria bisogna considerare gli effetti endogeni. Grazie all'intensificazione dei rapporti commerciali dovuti all'integrazione monetaria, è possibile che quella che non sembrava essere un'area ottimale ex-ante, lo diventi ex-post. Inoltre, una vastissima letteratura affronta la questione delle unioni di bilancio all'interno delle unioni monetarie.

Per quanto riguarda i benefici, molti derivano dall'eliminazione del rischio di cambio, dalla maggiore trasparenza dei prezzi e dall'assenza dei costi di transazione. Questi elementi potrebbero portare a maggiori scambi commerciali, all'efficienza dei mercati e ad una maggiore crescita economica. L'adesione ad un'unione monetaria, quindi, risulta particolarmente vantaggiosa per i paesi economicamente molto aperti e per quelli con una cattiva reputazione inflazionistica. Nel seguito di questa analisi andremo a vedere in che termini gli elementi sopra descritti siano presenti all'interno dell'UEM e degli Stati Uniti, attraverso un confronto delle due unioni monetarie.

II. CONFRONTO UEM – STATI UNITI

1. Confronto dell'evoluzione storica

a) Breve storia dell'Unione economica e monetaria dell'Unione Europea (UEM)

Le radici del processo di integrazione economica e monetaria dell'Unione europea affondano molto più indietro nel tempo rispetto al **Trattato di Maastricht** del 1991 che viene considerato il Trattato alla base dell'integrazione monetaria.

Già nel 1957, sei stati (Belgio, Francia, Germania, Italia, Lussemburgo e Paesi Bassi) firmano il Trattato di Roma dando vita alla **Comunità economica europea (CEE)**. Un aspetto fondamentale del Trattato di Roma è la creazione di un'unione doganale fra i firmatari. Per garantire il buon funzionamento dell'unione doganale, il coordinamento fra stati avveniva attraverso i ministri dell'Economia e delle Finanze dei rispettivi paesi.

Nel 1964 viene istituito il **Comitato dei governatori delle Banche centrali** come forum di scambio di informazioni fra gli stati membri in ambito di politica monetaria. Successivamente, vengono istituiti due comitati incaricati di elaborare un progetto di unione economica e monetaria, il primo nel 1970 e il secondo nel 1988, a seguito della fine senza concreti risultati del primo.

Nel 1979 nasce il **Sistema monetario europeo (SME)** che crea un sistema di cambi fissi fra gli Stati membri. Con l'approvazione dell'Atto unico europeo nel 1987 che emenda il Trattato di Roma, si stabilisce la creazione, entro il 1993, di un mercato unico all'interno del quale viga la libera circolazione di beni, servizi e capitali. Quattro anni dopo, nel 1991, viene finalmente firmato dai capi di stato dei paesi europei il Trattato di Maastricht che, modificando ulteriormente il Trattato di Roma, costituisce le fondamenta dell'integrazione monetaria europea. L'integrazione monetaria, come si evince dal Trattato, deve avvenire in base a due principi: deve trattarsi di un processo graduale e, in secondo luogo, l'ingresso nell'unione monetaria è subordinato al conseguimento di specifici criteri di convergenza.

I criteri di convergenza che un paese deve rispettare per poter entrare a far parte dell'UEM sono:

1. Il suo tasso di inflazione a lungo termine non deve superare di più del 1,5% la media dei tre tassi di inflazione più bassi degli stati membri.
2. Il suo tasso di interesse a lungo termine non deve superare di più del 2% la media osservata nei tre paesi con la minore inflazione.
3. Ha aderito al Meccanismo del tasso di cambio (Exchange Rate Mechanism, ERM) e non ha subito una svalutazione durante i due anni precedenti all'entrata nell'unione.

4. Il suo disavanzo di bilancio pubblico non supera il 3% del PIL. Le deviazioni da tale norma “dovranno avere carattere eccezionale e temporaneo, e rimanere comunque vicine al valore di riferimento” (art.104 C(a)).
5. Il suo debito pubblico non deve superare il 60% del PIL. In caso contrario, dovrebbe “diminuire sufficientemente fino al valore di riferimento, con una soddisfacente rapidità” (art. 104 C(b)).

Nel maggio 1998, 11 paesi dell'UE ottemperavano ai criteri di convergenza: Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna. La Grecia viene ammessa solo nel 2001 per via del mancato raggiungimento degli obiettivi di convergenza, seguita poi dalla Slovenia nel 2007, da Cipro e Malta nel 2008, dalla Slovacchia nel 2009, dall'Estonia nel 2011, dalla Lettonia nel 2014 e dalla Lituania nel 2015, per un totale di 19 attuali membri dell'UEM. Da un punto di vista tecnico, l'UEM ha avuto inizio il 1° gennaio 1999 con l'assunzione di potere della BCE sulle banche centrali nazionali e la nascita dell'euro. Tuttavia, l'euro viene messo in circolazione e va a sostituire le valute nazionali solo più tardi, il 1° gennaio 2002.

b) Breve storia dell'unione monetaria negli Stati Uniti

L'unione monetaria negli Stati Uniti nasce con la ratifica della Costituzione nel 1788. Essa infatti attribuisce al Congresso il potere di coniare moneta e di stabilirne il valore e lo sottrae contemporaneamente ai singoli stati.

Secondo Hamilton, che diventerà il primo Segretario al Tesoro, la prima questione che si presenta all'unione statunitense è quella di dimostrare credibilità finanziaria e fiscale per ottenere accesso vantaggioso al credito. Per questo motivo propone la cosiddetta “Assumption”: Lo Stato federale si assume il debito degli stati scambiandolo con delle obbligazioni federali. Nonostante forti controversie in merito, l'Assumption entra in vigore nel 1790. Come conseguenza, lo Stato federale acquisisce autorità in materia finanziaria, credibilità creditizia e quindi l'accesso al credito sui mercati nazionali e internazionali. Raggiunta la credibilità fiscale, Hamilton si impegna per l'istituzione di una banca centrale che viene istituita nel 1791, la *First Bank of the United States*. Le sue politiche di sorveglianza limitano il proliferare delle banche e la sua politica monetaria limita la creazione di credito, più di quanto non desiderino gli stati in più rapida espansione, specialmente quelli di frontiera, che vorrebbero potersi indebitare per investire nelle infrastrutture delle nuove regioni. A questo gruppo si oppone quello presente nei centri industriali urbani più stabili, il gruppo di creditori e conservatori fiscali. Dopo vent'anni dalla sua istituzione, infatti, il Congresso non rinnova il mandato alla First Bank ed essa cessa così di esistere. L'assenza di una banca centrale nella guerra del 1812-1815 contro la Gran Bretagna si fa sentire: lo stato federale ha grandi difficoltà a finanziare lo sforzo bellico. Nel 1816 viene infatti istituita una nuova banca centrale, la *Second Bank of the United States*. Le differenze macroeconomiche che avevano portato all'estinzione della prima banca centrale si ripresentano e portano a quella che nella storia americana è conosciuta come la “Bank War”, la guerra fra i sostenitori della Second Bank e i suoi oppositori che vogliono politiche più favorevoli per i debitori, ovvero

un più facile accesso al credito e una politica monetaria più espansiva. Questo contrasto fa sì che anche alla seconda banca centrale non venga rinnovato il mandato. Con la sua estinzione viene a mancare un organo capace di garantire un'efficace sorveglianza bancaria e politica monetaria. Segue un periodo di “free banking”, in cui gli stati in rapida espansione istituiscono banche con poche restrizioni sull'emissione di banconote e credito. Gli stati conservatori invece mantengono un controllo più rigido sulle loro banche. Inizia un periodo di fortissimo indebitamento da parte degli stati in espansione, tanto che nel 1837 otto stati e un territorio, la Florida, vanno in default o sono costretti a ristrutturare il loro debito. Gli altri dodici stati questa volta però non intervengono per un “bailout”. Passano 77 anni prima che gli Stati Uniti istituiscano nuovamente una banca centrale, l'attuale *Federal Reserve System*. Questo significa che per lungo tempo è stata presente un'unica moneta, che poteva essere coniata da molte banche, ma non una banca centrale. Durante la Guerra Civile però, fra il 1861 e il 1865, la nazione si divide in tre aree monetarie. Gli stati del sud introducono il dollaro confederato, ancorato al cotone, gli Stati del Pacifico continuano ad utilizzare il sistema aureo per la loro moneta, e il nord-est adotta il greenback, una moneta emessa dal governo ma non più ancorata al sistema aureo per permettere un più facile finanziamento della guerra. Sconfitti, i Confederati adottano il greenback, ma gli Stati del Pacifico continuano a mantenere lo standard aureo. Solamente nel 1879 gli Stati Uniti tornano ad avere una moneta unica, quando anche il greenback viene riancorato al sistema aureo. Il sistema aureo però non è abbastanza rapido e flessibile per iniettare liquidità in caso di crisi bancarie o del mercato azionario. Per questo motivo, viene firmato il **Federal Reserve Act** nel 1913, che dà vita alla Fed, perché possa garantire stabilità al sistema bancario e finanziario. I compiti e il ruolo della Fed mutano fortemente nel corso del tempo attraverso diversi atti legislativi: nel 1920, ad esempio, inizia a condurre operazioni di mercato aperto. In seguito alla Grande Depressione, gli anni '30 vedono importanti riforme istituzionali in campo bancario e monetario. Ad esempio, vengono introdotti trasferimenti fiscali interregionali da parte del governo federale, come l'assicurazione per la disoccupazione e il supporto ai prezzi agricoli. Viene inoltre introdotta un'assicurazione sui depositi bancari per superare il problema degli shock bancari regionali. Secondo Rockoff, solamente dopo gli anni 1930 tutte le regioni statunitensi erano sufficientemente integrate da formare un'area valutaria ottimale. Nel 1935 viene fondato il **Federal Open Market Committee (FOMC)**, con il compito di intraprendere le operazioni di mercato aperto e di controllare l'offerta di moneta. Una svolta avviene nel 1951, quando viene firmato il Treasury-Federal Reserve Accord che rompe l'obbligo della Fed di supportare con la politica monetaria gli obiettivi fiscali del governo, ovvero di finanziare lo sforzo bellico. Quest'atto sancisce l'indipendenza della Fed, libera di stabilire da quel momento in poi i suoi obiettivi di politica monetaria.

Conclusioni

È sufficiente un colpo d'occhio per notare l'enorme differenza di longevità fra le due unioni monetarie. Questa osservazione banale ha però importanti implicazioni per l'analisi successiva. Innanzitutto, proprio per la loro longevità, gli Stati Uniti hanno avuto tempo di sperimentare diverse soluzioni alle problematiche

legate ad un'unione monetaria. Il successo dell'unione monetaria statunitense è il risultato di un processo estremamente lungo, la Fed è stata istituita nel 1913, la spesa pubblica a livello federale diventò operativa solo negli anni '30, a seguito della Grande Depressione che comportò un grande balzo in avanti in termini di integrazione monetaria, e non raggiunse la sua completezza prima degli anni '70. Questo suggerisce che ci possono volere più di 150 anni perché un'unione monetaria e fiscale si completi e questo implicando comunque problemi di natura politica e non. Ad esempio la situazione statunitense che si è delineata in seguito all'estinzione della Second Bank, ha dei paralleli con la recente esperienza europea. Gli stati erano profondamente divergenti per quanto riguarda le condizioni fiscali e monetarie e le preferenze di spesa pubblica; alcuni si trovarono di fronte al default a causa di crisi bancarie e di debito, mentre altri, più conservatori, avevano finanze molto più solide. La prima lezione che si può trarre dalla storia statunitense è che è impossibile per i policy maker accontentare tutti contemporaneamente, troppe sono le diverse opinioni, gli interessi e le esigenze in materia fiscale e monetaria. Alcuni trarrebbero vantaggio da un più semplice accesso al credito e una moneta più debole, altri, la classe dei creditori, preferiscono una moneta forte e un basso tasso di inflazione. È importante, quindi, nel giudizio sull'UEM, considerare il fatto che sia un'istituzione relativamente recente e che quindi abbia avuto meno tempo di consolidamento e perfezionamento. Per questo giudizi sulla sua riuscita o il suo fallimento, attualmente, risultano essere affrettati. Banalmente, poi, il fatto che l'UEM sia così recente, significa che sono ancora presenti meno dati statistici validi per valutarne la sua completa riuscita.

Un altro elemento interessante, è la presenza dei criteri di convergenza nell'UEM, ma non negli Stati Uniti. Perché gli estensori del Trattato di Maastricht hanno sentito la necessità di imporre dei criteri di convergenza? La teoria AVO, come abbiamo visto, non sembra richiedere particolari criteri macroeconomici; e anche gli Stati Uniti o la riunificazione della Germania, sono esempi del fatto che non siano necessari criteri di convergenza per il successo di un'unione monetaria. Il primo criterio di convergenza si spiega considerando che unendo paesi con tassi di inflazione diversi, quelli con un tasso più basso avrebbero vissuto una perdita di benessere e sarebbero nate tensioni inflazionistiche. Un paese con un elevato rapporto debito/PIL è incentivato a creare inflazione inattesa per erodere il valore del suo debito. Per evitare che si creassero poi pressioni inflazionistiche o di salvataggio sulla BCE, sono stati introdotti i limiti di deficit e debito pubblico. La ragione che ha dato vita al vincolo di non svalutazione nei due anni precedenti all'entrata nell'UEM, è quella di evitare che i paesi manipolassero il tasso di cambio per conseguire l'ammissione con un tasso più favorevole per essere più competitivi. A giustificare la convergenza dei tassi di interesse, sarebbe invece il rischio che differenziali eccessivi nel periodo precedente alla data finale, avrebbero potuto portare a forti guadagni/perdite in conto capitale. Evidentemente, quindi, le economie che si sono andate ad unire nell'UEM, mostravano differenze tali da far ritenere opportuno l'imposizione di criteri di convergenza.

Un'ultima riflessione interessante che risulta dalla storia e che poi andremo a riprendere nelle conclusioni dell'analisi successiva, riguarda la volontà politica di un'unione monetaria. A parte il periodo della Guerra

Civile, gli Stati Uniti hanno dimostrato una forte volontà a mantenere un'unione sia politica che monetaria, cosa che difficilmente si può affermare dell'Unione Europea visti i recenti sviluppi. Perché un'unione monetaria abbia successo, è necessario che gli Stati membri e i cittadini siano convinti che le istituzioni dell'unione siano capaci di affrontare e risolvere problemi meglio di come potrebbero fare gli stati singolarmente.

Nel prossimo paragrafo vedremo a quali caratteristiche delle rispettive istituzioni monetarie hanno portato i due percorsi storici delineati.

2. Paragone delle strutture istituzionali

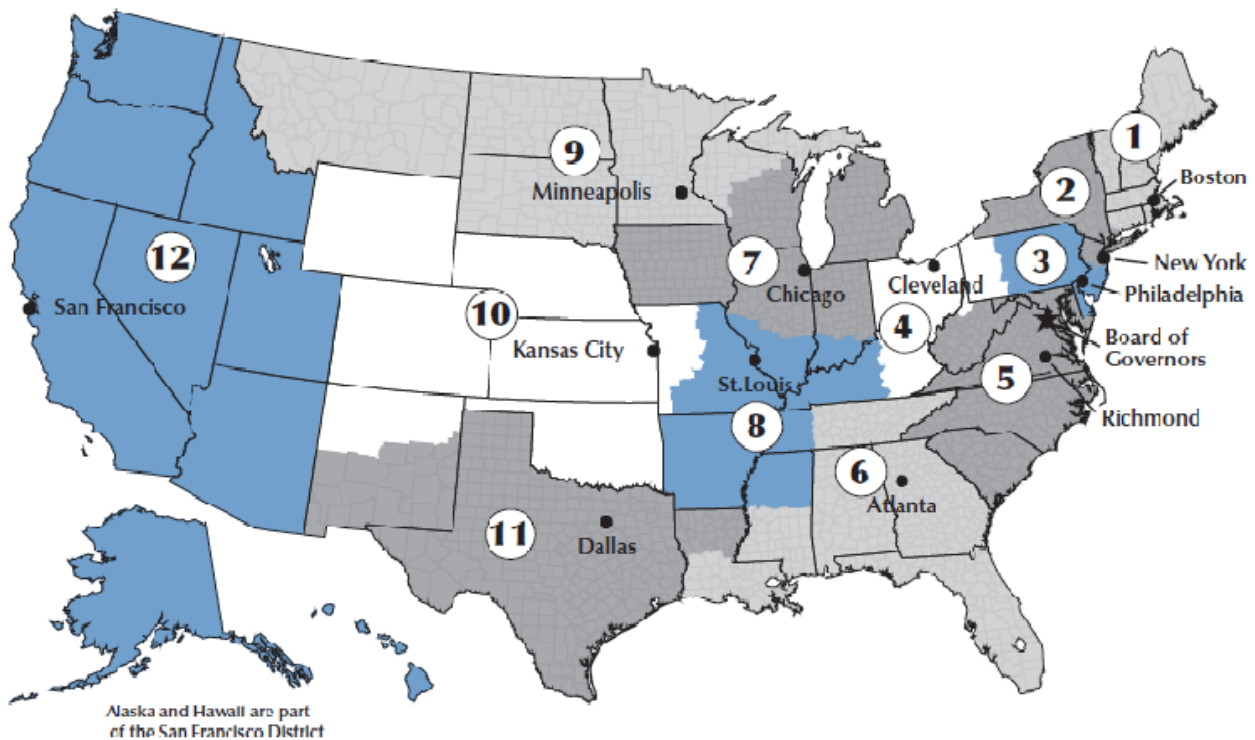
Come abbiamo visto, il tempo che separa la nascita della Fed e della BCE risulta minimo, se paragonato al tempo che invece separa la nascita delle due rispettive unioni monetarie.

La **Federal Reserve (Fed)** viene creata nel 1913, la **Banca Centrale Europea (BCE)** vede la luce il primo giugno 1998. Sei mesi dopo quest'ultima assume la responsabilità della politica monetaria degli undici paesi membri dell'Unione europea. La Fed, invece, non nasce immediatamente come istituto di politica monetaria, ma con il ruolo primario di garantire stabilità al sistema bancario e finanziario. Solo nel 1933 viene fondato il **FOMC, il Federal Open Market Committee** (it. Comitato federale del mercato aperto), il gruppo che all'interno della Fed si occupa di politica monetaria. Le principali differenze che caratterizzano le due istituzioni monetarie sono di seguito analizzate.

a) Assetto istituzionale

Il **Federal Reserve Act** è l'atto che definisce il sistema di banche centrali negli Stati Uniti. Esso prevede l'istituzione di minimo otto e massimo dodici distretti attorno ad altrettante Federal Reserve cities. Questi distretti non seguono i confini degli Stati, ma devono invece comprendere similitudini di natura economica e proprio per questo è prevista la possibilità che si possano ridefinire nel tempo. Come si può vedere nella figura seguente, ad esempio, il settimo distretto, legato alla città di Chicago include l'intero Iowa ma solo parte del Wisconsin, dell'Illinois, del Michigan e dell'Ohio. Si è deciso di istituire dodici distretti, ognuno dei quali, quindi, ha una **Federal Reserve Bank**. Inoltre, il Federal Reserve Act prevede l'istituzione di un consiglio d'amministrazione, quello che sarà poi rinominato con il nome attuale di **Board of Governors of the Federal Reserve System** (in seguito Board of Governors).

The Federal Reserve System



Per quanto riguarda la politica monetaria in seno all'UEM, i poteri sono attribuiti quasi esclusivamente alla BCE e al **Sistema europeo di banche centrali** (SEBC), composto dalle 19 banche centrali nazionali dei paesi dell'area euro e dalla BCE. Le loro competenze e i loro poteri sono regolamentati dal Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE) e dallo Statuto contenuto nel Protocollo n.4. Quindi, già considerando solo il sistema delle banche centrali, è possibile notare una differenza tra le due organizzazioni: i distretti del Federal Reserve System non corrispondono ad entità politiche, nel SEBC, invece, ogni Stato è rappresentato in seno agli organi decisionali dal governatore della propria banca centrale nazionale.

b) Gli organi istituzionali

Come abbiamo visto, l'organo decisionale principale all'interno della Fed è il Board of Governors che è composto da sette membri e ha sede a Washington DC. I suoi membri sono nominati dal Presidente degli Stati Uniti e confermati dal Senato americano e fra i quali, poi, il Presidente nomina e il Senato conferma un presidente e un vicepresidente. I membri del Board of Governors hanno un mandato di 14 anni senza possibilità di rielezione; il presidente e il vicepresidente hanno invece un mandato di quattro anni, ma possono essere rieletti ad oltranza fino allo scadere del loro mandato di 14 anni da membri del Board of Governors stesso. Per quanto riguarda le qualifiche dei membri del Board of Governors, il Federal Reserve Act specifica che non è possibile eleggere più di un membro proveniente da uno stesso distretto e che i membri nel loro insieme devono rappresentare equamente gli interessi finanziari, agrari, industriali e commerciali delle diverse aree geografiche del paese (Sezione 10.1). I presidenti delle singole Federal Reserve Banks vengono nominati dal consiglio d'amministrazione della banca, ma tale nomina deve poi

essere approvata dal Board of Governors. Il mandato di tutti i presidenti delle Federal Reserve Banks finisce l'ultimo giorno di febbraio degli anni che finiscono con 1 o con 6, ma è possibile la rielezione ad oltranza, limitata solamente da determinati limiti di pensionamento. È importante sottolineare che tutti questi elementi confluiscono nel FOMC, l'organo decisionale in ambito monetario, che è infatti composto dal Board of Governors e dai governatori delle varie Federal Reserve Banks.

Gli organi decisionali della BCE invece sono il **Comitato esecutivo**, composto dal Presidente, dal vicepresidente e altri quattro membri e il **Consiglio direttivo**, l'organo decisionale più importante, che include i membri del Comitato esecutivo e i governatori delle banche centrali nazionali dell'eurozona. Infine, il **Consiglio generale** composto dal Presidente e dal vicepresidente della BCE e da tutti i governatori delle banche centrali nazionali di tutti gli Stati membri dell'Unione europea, che continuerà quindi ad esistere finché continueranno ad esserci stati membri dell'UE che non fanno parte dell'eurozona. La nomina del Comitato esecutivo della BCE prevede la raccomandazione del **Consiglio Economia e Finanza (ECOFIN)** che, essendo composto dai Ministri delle finanze dei paesi dell'area euro, garantisce il consenso dei rispettivi governi, previa consultazione del Parlamento Europeo e del Consiglio direttivo della BCE. La raccomandazione viene votata dal Consiglio europeo con maggioranza qualificata e il mandato ha una durata di otto anni senza possibilità di rielezione. Il Trattato di Maastricht impone che i membri del Comitato esecutivo siano cittadini di uno stato membro e che siano persone di riconosciuta levatura ed esperienza professionale nel settore monetario o bancario (art.112). Nell'area euro la nomina dei governatori delle singole banche centrali è regolamentata da ogni stato membro individualmente. Il Trattato di Maastricht richiede solamente che il mandato abbia una durata minima di cinque anni.

Il sistema di votazione all'interno del FOMC è abbastanza complesso: tutti i sette membri del Board of Governors hanno un diritto di voto permanente, così come lo ha il governatore della Fed di New York. I governatori delle banche centrali di Chicago e Cleveland si alternano al voto. Gli altri governatori invece, per quanto partecipino in ogni caso alle riunioni e alle discussioni, hanno tre voti in tutto di cui dispongono a rotazione. Il Federal Reserve Act prevede che il FOMC si riunisca almeno quattro volte l'anno, ma dal 1981 esso ha sempre fissato otto incontri l'anno. Gli incontri del FOMC si concludono con una votazione su una direttiva che rispecchia il punto di vista del comitato e quanto discusso.

Dal 1 gennaio 2015, con l'ingresso della Lituania nell'eurozona e quindi il raggiungimento di 19 membri, come previsto dai trattati anche il Consiglio direttivo della BCE ha adottato un sistema di votazione a rotazione per garantire un equo ed efficiente processo decisionale. I paesi sono stati divisi in base alla grandezza della loro economia e ai loro settori finanziari. I primi cinque, ovvero la Germania, la Francia, l'Italia, la Spagna e i Paesi Bassi, si dividono quattro voti, gli altri 14 governatori invece dispongono complessivamente di 11 voti che condividono sulla base di una rotazione mensile. È previsto che il Consiglio direttivo si riunisca come minimo 10 volte l'anno, ma abitualmente vengono fissate due riunioni al mese, solo una delle quali dedicata alla politica monetaria, per evitare eccessive speculazioni del mercato

finanziario. L'altra riunione si concentra sugli altri compiti della BCE. È, infine, interessante notare che le decisioni in seno al Consiglio direttivo non vengono prese attraverso una votazione formale, ma solo attraverso il consensus.

c) Mandati e altri compiti

L'articolo 105 del Trattato di Maastricht definisce chiaramente gli obiettivi del SEBC: "L'obiettivo principale del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali della Comunità [...]." È quindi chiaro che qualsiasi obiettivo è secondario alla stabilità dei prezzi. Inoltre, la BCE ha dato la seguente definizione quantitativa di stabilità dei prezzi: essa è "un tasso di incremento annuo dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (HICP) per l'Eurozona inferiore al 2%". Inoltre, ha specificato che l'obiettivo è quello di mantenere l'inflazione vicina, ma lievemente inferiore, al 2% nel medio periodo.

La Fed ha, invece, tre obiettivi prefissati dal Federal Reserve Act: "maximum employment, stable prices and moderate long-term interest rates" (Section 2A), la piena occupazione, la stabilità dei prezzi e un tasso d'interesse moderato nel lungo periodo. La Fed stessa si è imposta un'inflazione di lungo periodo orientativamente intorno al 2%. In questo caso, però, la stabilità dei prezzi non risulta essere una priorità. D'altra parte la Fed deve comunque, almeno implicitamente, definire una scala di priorità fra i suoi obiettivi, in quanto, almeno nel breve termine, essi non sono sempre compatibili.

Sia la Fed che la BCE sono le uniche istituzioni, nelle rispettive aree, a poter battere moneta, sono quindi gli organi predisposti a fornire liquidità. Nell'area euro questo avviene all'interno dei singoli paesi dietro indicazione della BCE. Negli Stati Uniti, invece, il dollaro viene stampato, sempre in base alle direttive del Board of Governors, dal Bureau of Engraving and Printing che fa parte del Tesoro.

Né la Fed né la BCE hanno potere decisivo sulla politica del tasso di cambio. Decisioni in merito spettano all'ECOFIN per quanto riguarda l'area euro e al Treasury Department negli Stati Uniti. Nel primo caso, però, il trattato di Maastricht (Articolo 111) sottolinea che decisioni in materia non possono collidere con l'obiettivo di stabilità dei prezzi della BCE, per cui quest'ultima va sempre consultata in merito.

Entrambe le banche centrali forniscono anche un servizio fiscale ai rispettivi governi. Negli USA questo compito lo assolve un'unica banca, la Federal Reserve Bank di St. Louis, mentre nella zona euro ogni banca centrale nazionale provvede per il rispettivo governo. In entrambi i casi esistono limiti normativi per evitare che i governi possano sfruttare questa funzione per finanziare i loro deficit. Né la Fed né la BCE, infatti, possono fare prestiti direttamente al governo o acquistare direttamente titoli di Stato sul mercato primario.

La Fed, assieme ad altre agenzie federali e statali, ha anche un ruolo di supervisione e regolamentazione del sistema bancario. Essa quindi impone standard in ambito di operazioni e attività bancarie e implementa leggi di tutela del consumatore per quanto riguarda crediti e transazioni finanziarie. Anche il SEBC è stato

recentemente dotato di un sistema di supervisione bancaria centralizzato. Basandosi sull'art. 127 TFUE, il 15 ottobre 2013 il Consiglio ha approvato un regolamento che ha conferito alla BCE poteri in materia di supervisione di istituti di credito e altre istituzioni finanziarie, ma non di compagnie assicurative. Così è stato istituito il **Single Supervisory Mechanism (SSM)**, gestito dalla BCE in collaborazione con le autorità nazionali di vigilanza bancaria, comprese quelle di stati non membri dell'Eurozona che decidono di aderirvi. Nell'ambito del SSM, la BCE sorveglia le 129 maggiori banche degli stati aderenti, che complessivamente posseggono l'82% delle azioni bancarie dell'Eurozona, mentre le autorità nazionali vigilano sulle altre banche. La BCE conduce controlli sulla solidità delle banche, concede e revoca licenze bancarie, verifica la conformità alle regole bancarie imposte dall'UE e può imporre riserve bancarie più elevate. Tutto questo con lo scopo di garantire una supervisione continua e basata su criteri comuni, per assicurare la solidità bancaria nell'Eurozona, soprattutto a seguito della scarsa efficienza dei sistemi di vigilanza bancaria nazionali, dimostratasi nell'ultima crisi.

Un ruolo fondamentale che la Fed possiede, e che, invece, la BCE non ha la facoltà di esercitare, è quello del **lender of last resort**. La Fed, infatti, può utilizzare la cosiddetta "discount window" per fare prestiti a banche che sono temporaneamente illiquide, ma solventi. Il fatto che la BCE non possa svolgere questa funzione, è stato spesso criticato. Nell'eurozona un ruolo analogo al lender of last resort lo possono svolgere le banche centrali nazionali attraverso il sistema di Emergency Liquidity Assistance (ELA). In caso di crisi di liquidità di banche illiquide ma non insolventi, le banche centrali nazionali possono fornire liquidità facendosi direttamente carico delle eventuali perdite che ne derivano.

Per quanto riguarda il ruolo di prestatore di ultima istanza nel mercato dei titoli di stato, la Fed ha questo potere, mentre la BCE no. Le passività di uno stato sono tendenzialmente liquide, mentre le attività sono illiquide. Quindi, se i detentori di titoli improvvisamente iniziano a vendere, è possibile che lo stato non sia in grado di rimborsare i detentori di titoli alla scadenza, a causa di insufficiente montante, per questo è necessario un *lender of last resort* che fornisca tutta la moneta necessaria. Secondo De Grauwe (2013) questa carenza della BCE ha costretto le istituzioni europee a dei sistemi surrogati del prestatore di ultima istanza: il **European Stability Mechanism (ESM)**, che deriva dall'**European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM)** e dal **European Financial Stability Mechanism (EFSF)**. L'idea alla base è quella di avere un fondo capace di fornire assistenza finanziaria agli stati che non riescono più a finanziarsi sul mercato dei capitali. L'EFSM è un sistema che ha permesso alla Commissione di sostenere finanziariamente l'Irlanda e il Portogallo dal 2011 al 2014 e la Grecia nel 2015. L'EFSF è un sistema analogo, la sostanziale differenza è la grandezza del fondo e quindi dei prestiti stanziabili: 60 miliardi di euro dell'EFSM contro 440 dell'EFSF. Questi sistemi di salvataggio temporanei sono stati tramutati nel 2013 in un sistema permanente, l'ESM. I titoli che l'ESM emette sono garantiti da un versamento in conto capitale di 80 miliardi di euro e da un capitale richiamabile pari a 620 miliardi di euro, versati dagli Stati membri, che permettono prestiti per un totale di 1.000 miliardi. Questi prestiti sono condizionati alla realizzazione di un programma di riduzione dei

deficit e del debito pubblico. La sostanziale differenza fra questi meccanismi e il prestatore di ultima istanza è che questi non possono garantire che sarà sempre disponibile sufficiente contante per rimborsare i detentori del debito sovrano, ad esempio nel caso di una seria crisi del debito di un paese come l'Italia. Inoltre questi sistemi sono uno strumento politico che non ricadono all'interno dell'indipendenza della BCE, in quanto all'interno del MES, ogni stato membro ha il diritto di veto, il che comporterà la messa in discussione delle decisioni in base ad interessi politici locali.

d) Strumenti di politica monetaria

Gli strumenti di politica economica che la Fed e la BCE hanno a disposizione sono simili. Entrambi gli istituti svolgono **Operazioni di mercato aperto** (Open market operations) e impongono delle **Riserve minime obbligatorie**. La differenza, per quanto il loro utilizzo sia simile, è nell'uso della **Discount window** da parte della Fed e delle **Standing facilities** da parte della BCE.

Le operazioni di mercato aperto consistono nella compravendita di titoli allo scopo di aumentare o ridurre la base monetaria e quindi controllare il tasso di interesse. Spesso le operazioni di mercato aperto sono svolte sia dalla BCE che dalla Fed come **pronti contro termine** (repurchase agreements), in cui la banca centrale fornisce liquidità alle istituzioni finanziarie in cambio di titoli negoziabili come garanzia. Per la BCE queste sono le "operazioni di rifinanziamento principali" e vengono eseguite una volta la settimana, mentre la Fed, invece, opera giornalmente. Un'altra differenza sta nel fatto che la BCE accetta come collaterale un ampio spettro di titoli, mentre la Fed opera solamente attraverso titoli di stato: essa acquista e vende titoli di stato statunitensi sul mercato secondario immettendo o ritirando così liquidità dal mercato. L'ultima differenza da notare è nella decentralizzazione delle operazioni della BCE, in quanto sono le singole banche centrali nazionali, coordinate dalla BCE, a svolgere le operazioni con gli istituti finanziari della loro area, mentre negli USA è direttamente la Fed a gestire le operazioni di mercato aperto.

La differenza più sostanziale è tuttavia nei **prestiti overnight** agli istituti finanziari, che influenzano il tasso d'interesse interbancario. Negli Stati Uniti, il Board of Directors di ogni banca Fed fissa un tasso d'interesse overnight che viene sottoposto al Board of Governors per l'approvazione. Generalmente la Fed scoraggia i prestiti nell'ambito della discount window. Anche lo sportello di **refinanziamento marginale** della BCE offre prestiti overnight a istituti finanziari su loro richiesta, contrariamente a come avviene nelle operazioni di rifinanziamento principali. Il **tasso di finanziamento marginale** è il tasso d'interesse al quale gli istituti finanziari possono prendere in prestito overnight dalle banche centrali: esso è fissato dal Consiglio direttivo e solitamente supera dell'1% il tasso d'interesse utilizzato nelle operazioni di rifinanziamento principali. Inoltre, la BCE offre un tasso d'interesse sui depositi presso di essa, il **tasso di deposito marginale**. Il tasso di finanziamento marginale e il tasso di deposito marginale costituiscono rispettivamente il limite massimo e il limite minimo di un intervallo chiamato **EONIA**, ovvero il tasso d'interesse overnight medio. Anche la Fed fissa il suo **discount rate** leggermente superiore alla federal funds rate delle operazioni di

rifinanziamento principale e permette di depositare presso di essa somme superiori rispetto alla riserva obbligatoria, ma su di esse non viene pagato però alcun interesse.

Le riserve minime obbligatorie rappresentano quella percentuale dei depositi che le banche devono trattenere senza poterle usare per prestiti o altre attività bancarie. Il Trattato di Maastricht dà al Consiglio direttivo la possibilità, ma non l'obbligo, di introdurle, mentre il Federal Reserve Act impone alla Fed di stabilire un deposito obbligatorio minimo. Entrambi gli istituti prevedono, quindi, delle riserve obbligatorie, ma queste si possono difficilmente considerare uno strumento di politica monetaria vista la rarità degli aggiustamenti, per quanto, in linea teorica, un aumento degli obblighi rende più scarsa la liquidità e, quindi, la quantità di moneta in circolazione.

e) Indipendenza, *accountability* e trasparenza

Quando il Federal Reserve Act venne approvato nel 1913, la questione dell'**indipendenza** della politica monetaria dagli organi di governo era una problematica meno sentita. Solamente nel 1951, quando viene approvato il Federal-Reserve-Treasury Accord, si viene a creare una vera indipendenza della politica monetaria. In quanto istituto molto più recente, invece, il SEBC nasce con in seno la preoccupazione per l'indipendenza degli organi di politica monetaria da qualsiasi pressione proveniente dai governi degli stati membri. Per questo motivo, l'art. 104 del Trattato di Maastricht sottolinea che "è vietata la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia, da parte della BCE o da parte delle banche centrali degli stati membri [...], a istituzioni o organi della Comunità, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici [...], così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli da parte della BCE o delle banche centrali nazionali". Queste restrizioni nascono dalla convinzione che l'indipendenza politica sia necessaria per garantire la stabilità dei prezzi. Se questa venisse meno, la BCE verrebbe forzata a stampare moneta per finanziare i debiti pubblici, il che porterebbe a una più elevata inflazione. L'indipendenza politica delle banche centrali risulta essere una caratteristica desiderabile in base a diversi studi empirici che dimostrano che le banche centrali indipendenti generano meno inflazione senza comportare nel lungo periodo un maggior tasso di disoccupazione o un minor tasso di crescita (De Grauwe, 2013).

Le rispettive istituzioni monetarie sono ritenute responsabili dell'ottemperanza del proprio mandato (*accountability*).

La BCE, come detto, deve garantire la stabilità del livello dei prezzi. Valutare il risultato in questo ambito è piuttosto semplice, considerando che è previsto anche l'obiettivo quantitativo del 2% di inflazione nel medio periodo. D'altra parte, però, è anche vero che il Trattato di Maastricht è estremamente vago su quali siano gli altri obiettivi della BCE, tanto che essa ha fornito la propria interpretazione su di essi nel documento "Strategia di politica monetaria", riducendo le proprie responsabilità alla sola stabilità dei prezzi. Per quanto riguarda la Fed, invece, abbiamo visto che il mandato prevede tre grandi obiettivi, la stabilità dei prezzi, il

massimo impiego e il mantenimento di tassi d'interesse moderati nel lungo periodo. In questo caso una valutazione di quanto la Fed abbia adempito ai suoi obblighi può risultare più difficile, in quanto i tre obiettivi sono sottoposti a dei trade-off, almeno nel breve periodo. Quanto più è precisa la formulazione degli obiettivi, tanto più è facile monitorare una banca centrale. Di tutto questo la Fed è responsabile di fronte al Congresso. Innanzitutto, esso rappresenta democraticamente il popolo americano, in secondo luogo ha il potere di modificare il mandato della Fed modificando il Federal Reserve Act. Inoltre, è stato il Congresso a delegare il suo potere costituzionale di coniare moneta e di determinarne il suo valore alla Fed. La sezione 2B del Federal Reserve Act, quindi, prevede che il presidente del Board of Governors riferisca davanti al Congresso due volte l'anno e che il Board of Governors rediga un rapporto che contenga un resoconto della politica monetaria, degli sviluppi economici del paese e delle prospettive future. Nel caso della BCE, è più difficile stabilire nei confronti di chi essa sia tenuta a rispondere. Il Parlamento europeo è sì eletto dal popolo europeo, ma ha ben poco potere sulla BCE. Esso può richiedere che i membri del Comitato esecutivo riferiscano davanti ai suoi comitati, ma non ha nessun potere sui governatori delle banche centrali nazionali. Il Parlamento viene consultato nel processo di nomina del Comitato esecutivo, ma non ha nessun potere di veto, al contrario del Senato americano. Inoltre, cambiare il mandato della BCE significherebbe modificare i Trattati attraverso una procedura aggravata che fra l'altro richiede l'approvazione di tutti gli stati membri, inclusi quelli che non fanno parte dell'unione monetaria. Il Trattato di Maastricht prevede che la BCE riferisca annualmente in merito alla politica monetaria dell'anno precedente e corrente al Parlamento Europeo, alla Commissione, all'ECOFIN e al Consiglio Europeo. Il fatto che la BCE debba riportare a diversi organi dimostra l'assenza di un'unica istituzione che abbia il controllo sul suo mandato.

Per rendere responsabile (*accountable*) un'istituzione è in ogni caso necessaria la **trasparenza**. Per quanto riguarda la trasparenza in merito agli obiettivi, abbiamo visto come i rispettivi mandati chiariscano quali essi siano per i relativi istituti. Per quanto riguarda, invece, la trasparenza sulle decisioni e sulle previsioni dell'andamento economico futuro, dopo ogni riunione del Consiglio direttivo, la BCE rilascia un comunicato stampa che informa delle decisioni in merito ai tassi d'interesse e il presidente presenzia una conferenza stampa in cui spiega e motiva le decisioni prese. Inoltre, mensilmente viene pubblicato il "Bollettino mensile" che spiega le politiche seguite. Anche il FOMC rilascia un comunicato stampa dopo ogni riunione ma non convoca una conferenza stampa, ed è questo il motivo per cui, esso è più dettagliato di quello rilasciato dalla BCE. Inoltre, il FOMC pubblica il verbale delle proprie riunioni e il resoconto delle votazioni, cosa che la BCE non fa perché ritiene che ciò potrebbe inibire il libero scambio di idee fra i partecipanti e sottoporre i governatori delle banche centrali nazionali alla pressione politica.

Conclusioni

Volendo fare un paragone in termini strutturali, si potrebbe assimilare il ruolo della BCE a quello del Board of Governors della Fed e quello delle banche centrali nazionali a quello delle 12 banche distrettuali. Bisogna però tenere a mente che mentre il numero delle banche centrali nazionali in seno alla BCE aumenta con

l'aumentare dei membri dell'eurozona, il numero delle banche distrettuali non può aumentare oltre le 12 unità.

Per quanto riguarda gli organi delle due istituzioni monetarie, il FOMC, in base alla sua costituzione e al suo ruolo decisionale in ambito monetario, può essere considerato analogo al Consiglio direttivo della BCE.

Infine, entrambi i sistemi di voto in seno agli organi decisionali prevedono che i governatori votino a rotazione, mentre il Comitato esecutivo e il Board of Governors, hanno un diritto di voto permanente.

In conclusione, quindi, basandosi sull'organizzazione istituzionale, non sono riscontrabili sostanziali differenze.

Quella forse più significativa, è la rappresentanza delle entità politiche in seno al SEBC rispetto alla divisione in distretti che rappresentano comunanze economiche, più che politiche, in seno alla Fed, come accennato precedentemente. La politica monetaria statunitense, inoltre, è gestita in maniera più accentrata rispetto a quanto avviene nel SEBC, dove le banche centrali nazionali hanno maggiori poteri. Ad esempio, la nomina dei governatori delle banche centrali non avviene secondo un criterio uniforme, come invece è il caso negli USA, e le operazioni di mercato aperto vengono gestite centralmente negli Stati Uniti, mentre nazionalmente, sotto indicazioni della BCE, nell'eurozona.

Anche il sistema di sorveglianza bancaria è centralizzato negli USA. Nell'UEM dal 2013 è stato introdotto un sistema di vigilanza bancaria gestito centralmente dalla BCE, considerato il primo passo verso una più stabile unione bancaria.

Un'altra differenza sostanziale si riscontra nell'ampiezza del mandato. La Fed ha obiettivi più vasti rispetto alla sola stabilità del livello dei prezzi, il che la rende un'istituzione di portata più ampia. D'altra parte, però, come accennato, il Trattato di Maastricht non specifica esattamente gli "altri obiettivi" della BCE. Essa stessa, se così vogliamo, si è deresponsabilizzata limitando il suo mandato alla sola stabilità dei prezzi. Inoltre, la Fed ha un ruolo maggiore, in quanto può agire come "lender of last resort".

Per quanto riguarda gli strumenti di politica monetaria, per quanto siano presenti differenze, non le si possono considerare sostanziali.

Valutare indipendenza, accountability e trasparenza è molto difficile. Bini Smaghi e Gros (2000) arrivano a concludere che la BCE è la banca centrale più indipendente, seguita dalla Bundesbank tedesca e solo dopo dalla Federal Reserve. Contemporaneamente, però, essa risulta meno sindacabile (*accountable*) rispetto alla Fed e, quindi, controllabile. D'altra parte, però, la limpidezza degli obiettivi della BCE rende il suo operato facilmente giudicabile. In termini di trasparenza, la BCE è spesso stata criticata proprio per il suo rifiuto, diversamente dalla Fed, di pubblicare il verbale delle riunioni.

In ultima istanza, confrontando le due istituzioni, non si può non considerare la diversa longevità. La BCE nasce recentemente e con l'allargamento dell'eurozona è costantemente sottoposta ad aggiustamenti e a cambiamenti della realtà economica che deve gestire.

3. Confronto USA – UEM come aree valutarie ottimali

Gli Stati Uniti sono generalmente considerati l'esempio per eccellenza di un'unione monetaria di successo, viste le buone performance economiche che hanno prodotto nei decenni passati. Per via della loro potenza economica, quindi, l'esperienza degli USA risulta particolarmente rilevante. Abbiamo allora selezionato le principali caratteristiche e i diversi aspetti dell'unione monetaria USA e di quella UEM per effettuare un confronto di esse alla luce della AVO e dei suoi sviluppi.

a) Sincronizzazione e convergenza regionale

Abbiamo visto precedentemente che le regioni o le nazioni all'interno di un'area monetaria possono vivere shock asimmetrici che portano a divergenze nei cicli economici. Tali cicli economici sono generalmente la conseguenza dell'esistenza di strutture produttive differenti all'interno delle diverse regioni o nazioni. In secondo luogo anche la loro apertura e integrazione commerciale hanno un ruolo importante. In ogni caso, come abbiamo visto, maggiore è l'incidenza di shock asimmetrici, più difficile è applicare un'unica politica monetaria e del tasso di cambio per tutte le regioni.

Bayoumi e Eichengreen (1993) sono stati fra i primi ad analizzare gli shock regionali della domanda e dell'offerta all'interno degli USA. Analizzando il periodo fra il 1965 e il 1986, giungono alla conclusione che le regioni statunitensi sono abbastanza ben correlate, ovvero che gli shock sono in linea di massima shock comuni, mentre la correlazione fra gli allora 12 stati membri dell'UE risulta essere inferiore. Ricontrano però, più specificamente, che alcune regioni sono meglio correlate, mentre altre hanno uno sviluppo differente. Wynne e Koo (2000) paragonano i cicli economici degli allora 15 membri dell'Unione europea e degli USA per il periodo 1963-1992 e osservano che la correlazione dell'output gap in un paragone a coppie è sensibilmente più alta negli USA che in Europa. A un risultato analogo giungono più recentemente Ferreira-Lopes e Pina (2009). Montoya e de Haan (2008), studiando l'evoluzione della sincronizzazione dei cicli economici in Europa dal 1975 al 2005, notano complessivamente un incremento della sincronizzazione, con un'eccezione alla fine degli anni '80 e all'inizio degli anni '90, anni in cui essa sembra essere diminuita. Da questo risultato, ovvero un incremento della sincronizzazione dei paesi europei nel corso del tempo, deriva un'importante considerazione.

Dando credito alla teoria esposta precedentemente, secondo la quale le unioni monetarie porterebbero ad una convergenza endogena, non si può paragonare la convergenza e la sincronizzazione delle regioni europee, non ancora integrate economicamente, con quelle statunitensi, già invece da lungo tempo unite in un'unione monetaria. Ex-ante, gli shock che ha vissuto l'Europa possono essere stati asimmetrici, ma non è detto che a seguito dell'istituzione di un'unione monetaria queste asimmetrie non si siano ridotte grazie alla

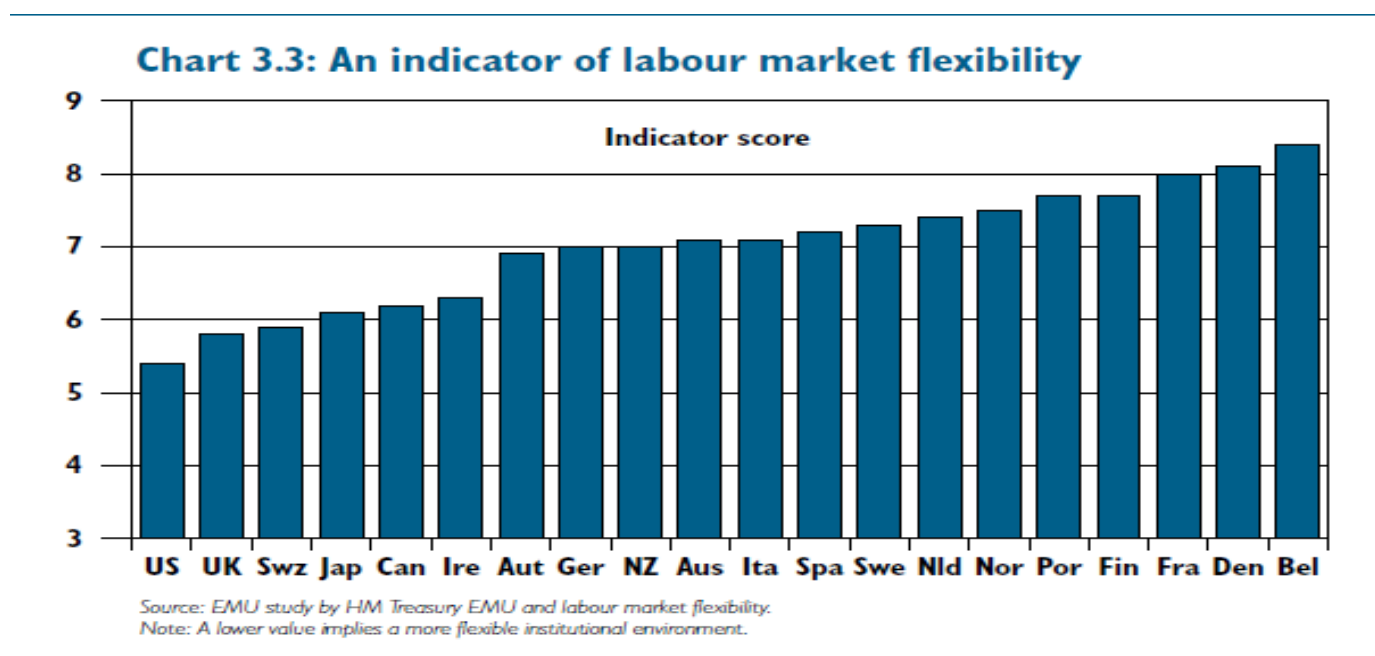
convergenza endogena. Ad esempio, Artis e Zhang (1997) sostengono che i cicli economici delle economie europee risultano più correlati a partire dall'introduzione degli Accordi europei di cambio, specialmente perché essi sono passati dall'essere fortemente influenzati dai cicli economici statunitensi all'essere più legati a quelli tedeschi. Anche Angeloni e Dedola (1999) e Perez et al. (2007), molti anni dopo, confermano il trend di una crescente correlazione fra i cicli economici dei paesi dell'UEM e quelli della Germania. Non si può però ignorare l'esistenza di studi che sembrano smentire questi risultati. Ad esempio, Inklaar e De Haan (2001) riscontrano un decremento della sincronizzazione dei cicli economici dei paesi SME con quelli tedeschi a partire dagli anni '70. Anche Mink et al. (2007) non riscontrano una maggiore sincronizzazione del ciclo economico all'interno dell'area euro nel periodo 1970-2005. Volendo, invece, dare uno sguardo agli USA in termini di evoluzione nel tempo della convergenza, si può considerare che dal 1976 la differenza dei tassi di crescita fra le varie regioni statunitensi si è ridotta, così come anche quella fra il tasso di crescita del reddito pro capite e quella fra i redditi pro capite stessi (HM Treasury, 2003). Indipendentemente dalla presenza di convergenza o meno, sia in Europa che negli USA, bisogna tuttavia tenere a mente che anche nel caso in cui essa fosse presente, non necessariamente è conseguenza dell'unione monetaria. In sostanza, la convergenza non è necessariamente solo dovuta agli effetti positivi dell'unione monetaria, bensì può essere legata anche a cambiamenti strutturali dell'industria, come il declino di settori particolarmente sensibili a cambiamenti ciclici, ad esempio del settore manifatturiero e agricolo. Altri fattori che possono facilitare la convergenza sono la crescita del settore terziario e l'aumento del risk sharing fra regioni.

Bayoumi e Eichengreen (1993) e anche Kouparitas (2001) più recentemente, come abbiamo detto in precedenza, giungono alla conclusione che le regioni statunitensi non hanno un ciclo economico perfettamente sincronizzato, bensì è possibile identificare un nucleo ben correlato e una periferia mal correlata con il resto dell'economia dell'unione. Nell'identificare esattamente quali aree facciano parte del nucleo e quali della periferia, c'è discordanza fra studi diversi a seconda della metodologia di analisi utilizzata. In linea di massima si riscontra una maggioranza di risultati che identificano nel New England, nel Midwest, nei Great Lakes e nel Far West il nucleo ben correlato, mentre le Rocky Mountains e le regioni del sud fanno parte della periferia (HM Treasury, 2003). Artis e Zhang (2001) identificano anche in Europa un nucleo di paesi meglio sincronizzati economicamente. Questi sono la Francia, il Belgio, l'Austria e i Paesi Bassi che sono ben correlati al ciclo economico della Germania. Sono presenti poi due gruppi periferici, uno di paesi del nord e uno di paesi del sud. Ferreira-Lopes e Pina (2009) concludono che, complessivamente, gli originari 12 e poi 15 paesi dell'Unione europea non mostrano una dicotomia fra nucleo correlato e periferia più accentuata rispetto alle regioni statunitensi. Anzi, dagli anni 2000, questa distinzione sembra essere diventata sempre meno netta in Europa e la composizione del nucleo ben sincronizzato varia a seconda dei dati rilevati.

b) Meccanismi di aggiustamento

Nella precedente esposizione della teoria delle aree valutarie ottimali, abbiamo visto che in assenza di una politica monetaria e del tasso di cambio indipendenti, sono necessari altri meccanismi di aggiustamento. Sono particolarmente importanti la flessibilità salariale e la mobilità del lavoro, il livello dei prezzi, l'integrazione dei mercati finanziari e, idealmente, la presenza di una politica fiscale comune. Quest'ultima, data la sua importanza, verrà presa in considerazione successivamente in una sezione dedicata.

La flessibilità salariale permette di mantenere la competitività dei prodotti. Essa sembra essere un meccanismo di aggiustamento più rilevante negli USA che in Europa. McMorrow (1996) riscontra fra il 1980 e il 1987 un aumento della differenza fra il tasso di disoccupazione delle regioni statunitensi con un basso e un alto tasso di disoccupazione. Contemporaneamente, i salari si sono ridotti nelle regioni con performance peggiori per permettere un aggiustamento, contrariamente a quanto avvenuto in Germania e in Italia dove i salari non hanno reagito ad un divario nel tasso di disoccupazione crescente. Dati empirici rivelano che i salari variano fortemente all'interno degli Stati Uniti, il che può segnalare che rappresentino uno strumento di stabilizzazione, ma anche riflettere semplicemente differenze nella produttività regionale (HM Treasury 2003). Gli Stati Uniti, rispetto a molti stati europei, hanno istituzioni del mercato del lavoro che ne preservano un'alta flessibilità, ad esempio la legislazione a tutela dell'occupazione è molto limitata, facilitando l'assunzione e il licenziamento. Uno studio del HM Treasury mette insieme diversi fattori per creare un indicatore della flessibilità del mercato del lavoro. Per quanto l'indicatore possa essere solo una rozza guida, mostra che il mercato del lavoro USA è veloce e flessibile a reagire ai cambiamenti delle condizioni economiche.

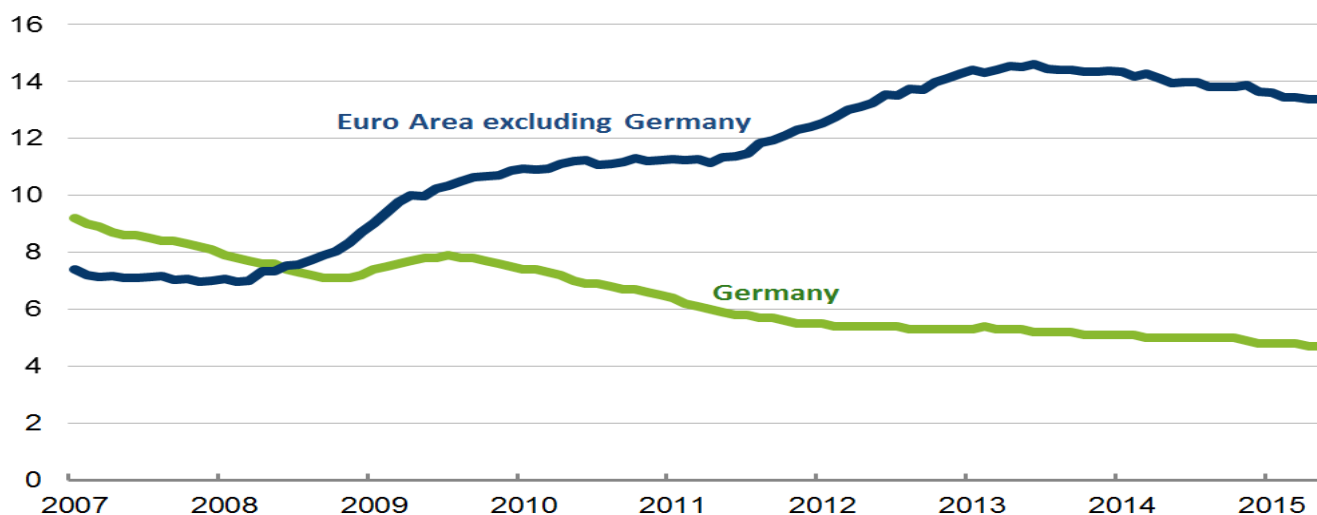


Per quanto la flessibilità del mercato del lavoro sembri funzionare come sistema di aggiustamento, Blanchard e Katz (1992), così come molti altri, affermano che negli Stati Uniti è la mobilità del lavoro a rappresentare il più rilevante meccanismo di aggiustamento a shock regionali; anche perché l'aggiustamento del salario reale è più lento. Contrariamente agli USA, in Europa, la mobilità della forza lavoro è molto più

limitata a causa di barriere linguistiche e culturali (HM Treasury, 2003). Fra il 2005 e il 2006 solamente lo 0,14% della popolazione europea in età da lavoro si è trasferita da uno stato membro all'altro. Mentre negli USA questa percentuale è stata del 2% (Gakova and Dijkstra, 2008).

A dare una misura dell'incidenza della flessibilità salariale e della mobilità del lavoro come strumenti di stabilizzazione, può essere utile prendere in considerazione il tasso di disoccupazione. L'alta flessibilità salariale, infatti, in fasi recessive permette che la disoccupazione che ne deriva, venga, almeno in parte, riassorbita. Alti tassi di disoccupazione quindi possono, ma non devono, indicare rigidità salariali. Similmente, una grande differenza fra i tassi di disoccupazione delle varie regioni di un'unione monetaria, può indicare che non ci sia particolare mobilità della forza lavoro. Se la mobilità fosse alta, infatti, la forza lavoro si riverserebbe nelle zone più produttive, riducendo così il divario fra tassi di disoccupazione. Estrada et al. (2013) riscontrano un trend di convergenza dei tassi di disoccupazione fra gli stati dell'UEM dal 1985 al 2007; con l'avvento della crisi economica, però, non solo il processo di convergenza si è arrestato, ma si è addirittura invertito, come mostra il grafico seguente. Esso dimostra la diversità in termini di performance economica a seguito della crisi in diversi stati dell'eurozona, paragonando il tasso di disoccupazione della Germania, che rappresenta il 30% dell'economia dell'area euro, e quello di tutti gli altri stati. Mentre fino a metà 2008 si è verificato un processo di convergenza, a seguire i tassi di disoccupazione si sono allontanati sensibilmente. Nel 2013 i tassi di disoccupazione variavano dal 4,8% in Austria al 26,9% in Grecia, con una differenza quindi superiore al 20% (Estrada et al 2013).

Figure 2: Unemployment Rates in Germany and the Euro area (%)



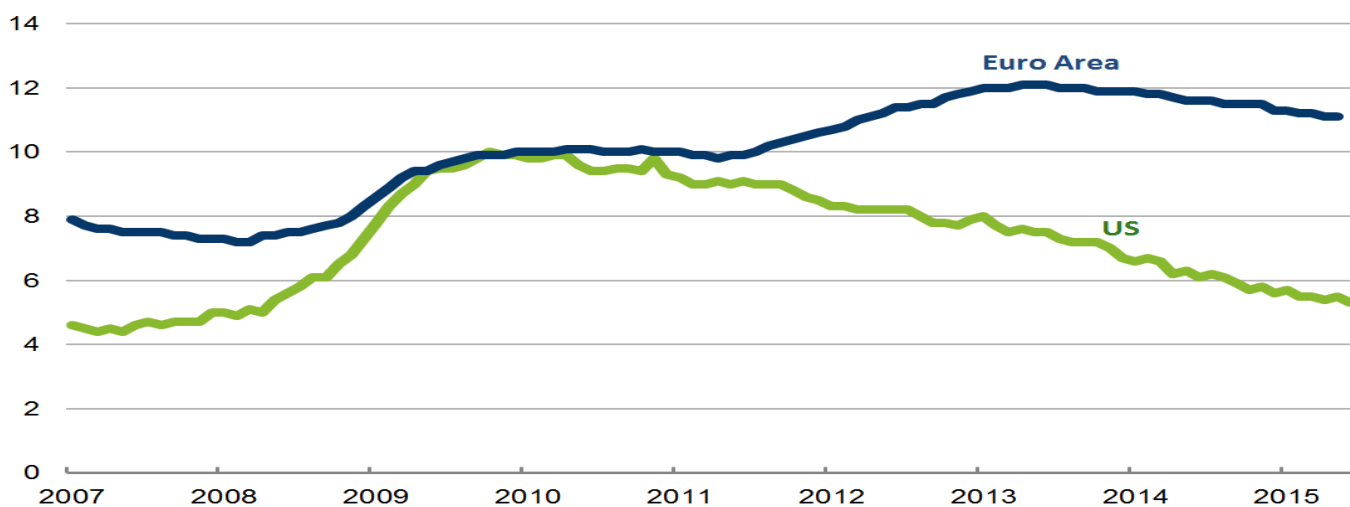
Source: Calculations based on Eurostat data

BROOKINGS

A giugno dello stesso anno, del 2013, la disoccupazione negli USA variava dal 3,1% in North Dakota al 9,6% nel Nevada. La differenza rispetto al grande divario che separa il tasso di disoccupazione nell'UEM è sostanziale. Inoltre nel 2007, come mostra il grafico seguente, il tasso di disoccupazione in Europa e Stati Uniti era più o meno uguale, intorno al 10%, nel 2015 invece era al 5,3% negli USA e intorno all'11%

nell'Eurozona. Secondo Bernake (2015) questa differenza però non è data dalle rigidità di cui sopra, ma dal fallimento della politica economica europea.

Figure 1: Unemployment Rates (%)



Sources: BLS and Eurostat

BROOKINGS

Per quanto riguarda la convergenza endogena, dai dati non risulta che l'UEM abbia dato una spinta particolare alla convergenza dei tassi di disoccupazione, il processo di convergenza nell'Eurozona, infatti, è in atto già dal 1985 e riguarda comunque molte delle maggiori economie avanzate mondiali. Inoltre, l'UEM non ha impedito una forte divergenza a seguito della recente crisi, anzi, l'eurozona ha vissuto una divergenza maggiore rispetto ad altre economie industrializzate. Forse proprio a causa dell'unione monetaria che, unita all' assenza di altri fattori stabilizzanti, ha reso impossibile stabilizzare il ciclo economico a seguito della crisi.

Un abbassamento del livello dei prezzi in una regione comporta che i prodotti di quella regione diventano più competitivi: in sostanza avviene una svalutazione del tasso di cambio, con la differenza che essa è una svalutazione relativa di una regione rispetto alle altre. D'altra parte, però, un abbassamento del livello dei prezzi, dato un tasso di interesse nominale, fa aumentare il tasso di interesse reale che porta ad una riduzione dell'output. Quindi, affinché il livello dei prezzi possa funzionare come strumento di aggiustamento, l'effetto della variazione del tasso di cambio relativo deve essere più forte della variazione sul tasso di interesse reale.

Sfortunatamente non è presente una forte evidenza empirica che dimostri come negli USA l'aggiustamento del livello dei prezzi sia un importante strumento di aggiustamento, perché sono disponibili pochi dati sui prezzi a livello regionale. Blanchard e Katz (1992) notano che i prezzi al consumo rispondono lentamente a variazioni dell'occupazione. A fronte di una riduzione dell'1% dell'occupazione in una regione, i prezzi al consumo scendono dello 0,38% dopo sei anni. Il prezzo degli immobili, invece, reagisce con una riduzione del 2%. In uno studio del 2000, Cecchetti et al. notano variazioni di inflazione in 19 grandi città americane.

Questi differenziali possono sia indicare che il livello dei prezzi viene usato come meccanismo di aggiustamento, che essere sintomo dei diversi costi di trasporto o della presenza di beni *non-tradeable*.

Per quanto riguarda la funzione del livello dei prezzi come strumento di aggiustamento nella realtà europea, possono essere interessanti i seguenti dati. Per il 2012, attraverso un confronto del deflatore del PIL di diversi paesi dell'area euro, vediamo come il differenziale tra il livello dei prezzi più alto, in Finlandia, a quello più basso, in Portogallo, sia del 40%. In sostanza, la convergenza dei prezzi nell'UEM inizia precedentemente alla sua nascita e ha poi continuato a persistere. Particolarmente bassa, rispetto ad altri paesi, è la divergenza per quanto riguarda i beni *tradeable*. Nell'area euro l'inflazione è da lungo tempo (1999-2012) stabile intorno al 2%, ma, nonostante questo, sono presenti nel periodo differenze regionali che variano dal limite più basso della Germania, con un'inflazione media all'1,6%, alla Grecia con un'inflazione media del 3%. Precedentemente alla nascita dell'UEM, fino cioè al 1999, i paesi hanno vissuto una fortissima convergenza nominale dell'inflazione. La forte riduzione del tasso di inflazione però è riscontrabile in molti dei paesi più avanzati. Questo trend generale, probabilmente, è dovuto alla diffusione di banche centrali indipendenti e all'esistenza di un esplicito *inflation targeting*. D'altra parte, è anche vero che non possiamo sapere se tutti i paesi dell'Eurozona sarebbero stati in grado di ridurre l'inflazione senza l'entrata in vigore dell'UEM.

Un terzo strumento di stabilizzazione in caso di shock asimmetrici è la ripartizione del rischio (*risk sharing*), facilitato fortemente dall'integrazione dei mercati finanziari. Il *risk sharing* avviene, come abbiamo visto precedentemente, attraverso due canali. Il primo è attraverso un efficiente mercato del credito, che permette alle regioni colpite da shock asimmetrici di chiedere prestiti; il secondo, è grazie alla mitigazione degli effetti negativi di uno shock, in quanto anche cittadini di altre regioni, possedendo titoli di imprese affette dallo shock, si fanno carico della perdita. Un terzo canale che non verrà approfondito in questa sede, in quanto profondamente legato alla questione dell'unione fiscale, affrontata successivamente, è quello dei trasferimenti da parte del governo centrale. Negli Stati Uniti il canale del mercato dei capitali è molto più rilevante che fra economie nazionali (HM Treasury, 2003), perché i rischi legati al tasso di cambio e la difficoltà a reperire informazioni sulle realtà finanziarie estere, limitano il *risk sharing*. Nell'Eurozona, però, l'introduzione della moneta unica ha accelerato il processo di integrazione finanziaria europea, soprattutto grazie all'eliminazione del rischio di cambio. Nonostante questo, l'Eurozona rimane molto indietro in materia di ripartizione del rischio rispetto agli USA. Come mostra la tabella seguente, la realtà descritta era un dato di fatto già negli anni '80.

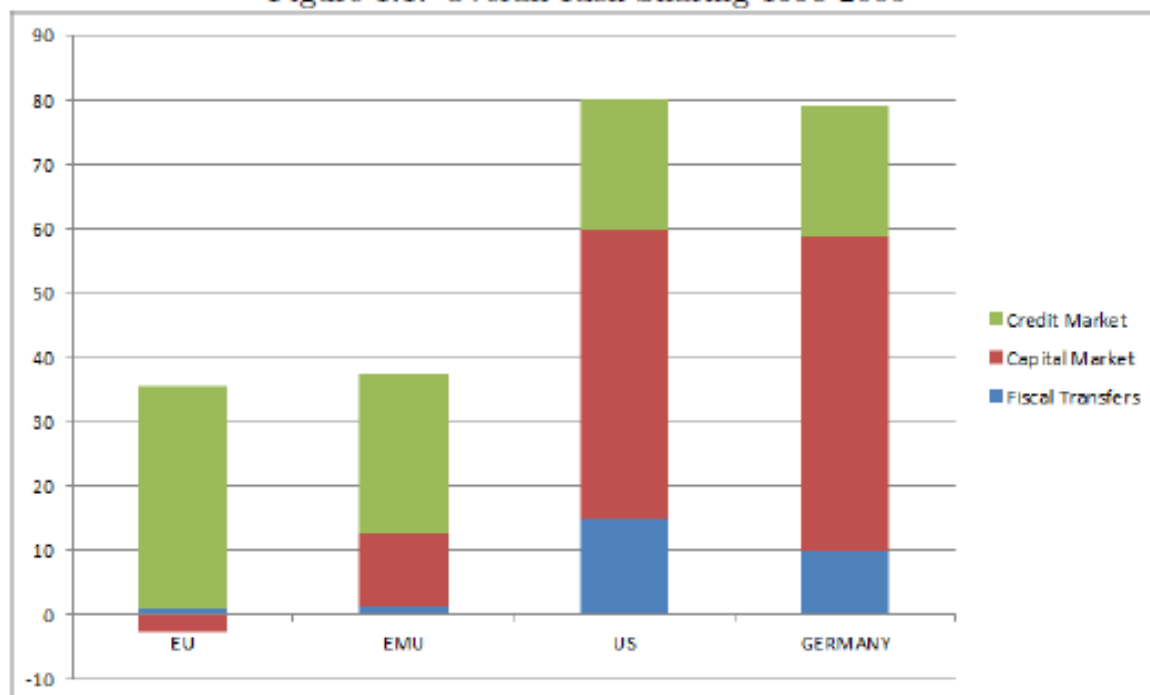
Table 1.1: Consumption Smoothing Europe, OECD, United States. 1981-1990

	EC8	USA
Capital Markets	8	48
Central Government	7	14
Credit Market	3	19
Not Smoothed	82	19

Source: Sorensen Yosha (1997)

Il trend mostrato, è stato poi riconfermato da studi più recenti. Marinheiro (2002) valuta che i mercati dei capitali americani ridistribuiscono il 48% degli shock asimmetrici sull'output, contro il 15% per gli shock asimmetrici sui PIL nazionali nell'UE. Ad esempio, quando la produzione del Massachusetts diminuisce del 10% rispetto a quella di altre regioni, il mercato dei capitali statunitense gliene restituisce il 5%. Quando invece è il PIL italiano a diminuire del 10% rispetto agli altri paesi europei, i mercati finanziari europei, ridistribuiscono all'Italia solo l'1,5%. Considerando la scarsità di dati perfettamente comparabili, D'Imperio propone un quadro d'insieme con i dati più recenti per ogni regione.

Figure 1.1: Overall Risk Sharing 1998-2005



Source: Hepp and Von Hagen (2012) for Germany; Sorensen and Yosha (1998) for US; Afonso and Furceri (2008) for EMU and UE

Questa panoramica in primo luogo riprova l'importanza del risk sharing attraverso il mercato finanziario negli USA. In secondo luogo, è interessante notare che oltre il 60% degli shock nell'UEM non vengono bilanciati, mentre negli USA la percentuale ammonta solamente al 20%. Risulta quindi evidente che i mercati finanziari sono ancora di scarso aiuto nella gestione del rischio legato agli shock asimmetrici che colpiscono singole nazioni dell'UEM.

c) Politica fiscale

La politica fiscale può avere sia un ruolo di stabilizzazione in senso anti-ciclico per proteggere regioni che hanno subito uno shock asimmetrico, che una funzione redistributiva dalle regioni più prospere a quelle più povere, garantendo quindi complessivamente un sistema di ripartizione del rischio. La politica fiscale può esercitare tali ruoli sia all'interno di una nazione, che all'interno di una più vasta unione fiscale.

È innanzitutto necessario specificare cosa si intenda con “unione fiscale”. L'esperienza internazionale mostra che le unioni fiscali che condividono una moneta unica, presentano le seguenti caratteristiche: hanno dei principi di disciplina fiscale comuni, all'interno di questi principi le singole unità hanno un variabile grado di autonomia e, infine, hanno un governo centrale provvisto di un consistente budget basato sull'imposizione fiscale e un Tesoro che emette titoli di debito comuni. Vista tale definizione, è evidente che gli Stati Uniti non siano solo un'unione monetaria, ma anche, appunto, fiscale, mentre non si può dire lo stesso dell'UEM che manca della terza, essenziale caratteristica. Questa carenza, come vedremo in seguito, rappresenta la più grande critica mossa all'unione monetaria in Europa.

Vediamo in primo luogo qual è la disciplina fiscale che caratterizza la realtà statunitense e quella dell'eurozona. Dal 1840, quando il Congresso rifiutò di farsi carico del debito pubblico di otto stati e della Florida, a suo tempo un territorio, che quindi andarono in default, negli USA vige la norma di “no bailout”. Questa norma non è né parte della Costituzione americana né è una legge federale, ma dal 1840 il governo federale non si è mai fatto carico del debito pubblico di uno stato, tranne in un'unica occasione, nel 1990, in cui intervenne per il Distretto di Columbia, per il quale vige comunque una regolamentazione speciale. In questo modo venne anche in qualche modo definita la sovranità fiscale dei singoli stati che negli anni a seguire introdussero nelle loro costituzioni o come legge statale disposizioni di pareggio di bilancio. Negli anni che seguirono la Guerra Civile, inoltre, gli stati introdussero nelle loro costituzioni norme che vietassero il bailout delle loro provincie e città. Attualmente tutti gli stati, tranne il Vermont, hanno nella loro legislazione una clausola di pareggio di bilancio. Vista l'adozione spontanea di limiti alla politica di bilancio da parte dei singoli stati, il concetto di “pareggio di bilancio” viene inteso in maniera differente nei vari stati. 44 di essi prevedono che il governatore presenti un bilancio in pareggio, il che, come unica condizione, non dà particolari garanzie, in quanto è sufficiente basarsi su previsioni economiche ottimistiche per andare poi in deficit. Inoltre, 41 stati dispongono che la legislatura approvi solamente un bilancio in pareggio, 37 stati impongono che il governatore firmi solo un bilancio che sia in pareggio e, infine, 43 stati proibiscono che venga riportato un deficit al bilancio successivo, annuale o biennale, il che rappresenta una garanzia più sostanziale. Diversi elementi, però, influenzano il comportamento fiscale degli stati. In alcuni, ad esempio, è necessaria una procedura aggravata per aumentare le tasse, il che porta il mercato finanziario a richiedere un tasso di interesse sui titoli più alto. Limitazioni alla spesa, invece, tendono a facilitare tassi di interesse più bassi. Inoltre, molti stati mettono da parte risorse nei “rainy day funds” quando il ciclo economico è positivo, in modo da poter mantenere stabile la politica fiscale durante eventuali congiunture economiche negative.

Ovviamente queste regole di bilancio, per quanto facciano in linea di massima sì che i debiti degli stati siano moderatamente contenuti, non impediscono che alcuni stati si trovino in difficoltà fiscali. Questo perché l'accumulazione o meno di debito pubblico, oltre che dalle regole, dipende anche dalla cultura politica, dall'interazione con i mercati dei capitali e dagli strumenti giuridici per far rispettare le regole di pareggio di bilancio. In sintesi, quindi, le regole di bilancio degli stati sono state autoimposte e non è avvenuta alcuna pressione affinché venissero adottati standard uniformi a livello federale. Il budget delle realtà locali rappresenta circa il 40% della spesa pubblica totale, mentre quello federale, che non è sottoposto a vincoli di pareggio di bilancio, rappresenta il 60% della spesa pubblica, e garantisce, come vedremo meglio in seguito, grazie alla sua autonomia, il ruolo di stabilizzatore economico.

Per quanto riguarda l'UEM, invece, la politica di bilancio è un argomento estremamente complesso. Attraverso diversi trattati susseguitisi nel tempo, essa si è imposta principi comuni di disciplina fiscale, ma, per quanto siano disposizioni vincolanti, è bene ricordare che gli stati membri restano sovrani della loro politica fiscale. In ogni caso, come visto precedentemente, il **Trattato di Maastricht** prevedeva già dall'origine dell'unione monetaria che gli Stati membri evitassero disavanzi eccessivi. Infatti, imponeva ad essi un limite del disavanzo pubblico al 3% del PIL e un limite del debito pubblico al 60%. Nel 1997 il **Patto di stabilità e crescita** ha rinforzato questa disposizione del Trattato, facendo rinnovare l'impegno degli Stati membri di rispettare l'obiettivo a medio termine di un **saldo di bilancio vicino al pareggio o attivo** e introducendo, a livello procedurale, un meccanismo preventivo ed uno correttivo sulla disciplina di bilancio. Il meccanismo preventivo fissa per ogni stato membro un *obiettivo di bilancio a medio termine* e prevede che gli Stati membri dell'area euro presentino ogni anno alla Commissione europea e al Consiglio i loro *programmi di stabilità* con i quali intendono raggiungere il loro obiettivo di medio termine. La Commissione può rivolgere un avvertimento ad uno stato che rischia di non ottemperare ai suoi obblighi. In tal caso si attiva il meccanismo correttivo, che impone un termine ultimo per correggere il disavanzo, una sorveglianza e, nel caso in cui il disavanzo non dovesse venir corretto, eventuali sanzioni finanziarie. Nel 2005 viene modificato il Patto di stabilità e crescita perché permettesse una maggiore discrezionalità nella fissazione degli obiettivi di medio termine e perché aumentasse la discrezionalità dell'attivazione del meccanismo correttivo. Nel 2011 il Patto di stabilità e crescita viene modificato nuovamente dalle disposizioni note come "**six-pack**", e nel 2013 dal "**two-pack**". Nel "**six-pack**" si stabilisce che gli stati membri debbano **convergere verso il pareggio di bilancio** con un miglioramento annuale dei saldi, pari ad almeno lo 0,5% e che i **paesi il cui debito supera il 60% del PIL** debbano ridurre l'eccedenza di **almeno 1/20 dell'eccedenza stessa** rispetto alla soglia del 60%. Inoltre, viene introdotta la maggioranza qualificata inversa, secondo la quale una raccomandazione della Commissione è considerata adottata a meno che il Consiglio non decida a maggioranza qualificata di respingerla. Questo rende il meccanismo sanzionatorio quasi automatico. Il "**two-pack**", invece, rafforza le misure di sorveglianza per stati che rischiano gravi squilibri fiscali ed economici e impone un calendario per l'approvazione dei progetti di bilancio per garantirne una valutazione in sede europea. L'ultimo elemento essenziale è il cosiddetto "**Fiscal compact**", parte del **Trattato sulla**

stabilità, il coordinamento e la *governance* nell'Unione economica e monetaria approvato nel 2012 che va a integrare nuovamente il Patto di stabilità e crescita. Il punto chiave del fiscal compact è l'impegno di tutti gli stati membri dell'UE (ad eccezione di regno Unito e Repubblica ceca) ad introdurre ed applicare, con norme costituzionali o di rango equivalente, la "regola aurea" per cui il bilancio dello Stato deve essere in pareggio o in attivo. In sintesi, quindi, vediamo come l'Unione imponga agli stati membri il pareggio di bilancio oltre ad altri vari vincoli. Questi limiti vengono verificati attraverso un sistema preventivo, gestito in primo luogo attraverso la Commissione europea e, nel caso in cui dovessero essere violati tali limiti, è previsto il meccanismo sanzionatorio. Mentre nel caso degli USA è necessario specificare che il governo federale non è sottoposto a vincoli di bilancio particolari, nel caso dell'UEM questo risulta superfluo, in quanto essa non dispone di un budget proprio, se non le esigue Risorse proprie dell'Unione europea basate sui contributi degli stati membri proporzionali ai rispettivi PIL. Per quanto riguarda la clausola di "no bailout", abbiamo visto precedentemente come il Trattato di Maastricht vieti in qualche modo il *bailout* degli stati membri.

Per quanto riguarda il secondo punto accennato, il grado di autonomia, abbiamo visto che gli stati americani godono di una politica fiscale indipendente che gestisce circa il 40% delle spese pubbliche totali e che le regole statali di politica di bilancio sono autoimposte e non omogenee. Nonostante questo, gli USA sono un'unione fiscale con un governo federale che gestisce la maggior parte della spesa pubblica. Nell'UEM invece la spesa pubblica è gestita interamente dagli stati membri. In sintesi, negli USA la politica fiscale è gestita tendenzialmente in maniera accentrata, mentre in Europa la politica fiscale è decentrata, in quanto affidata ai singoli stati.

La terza caratteristica, la più essenziale nel definire un'unione fiscale, è la presenza di un governo centrale provvisto di un consistente budget basato sull'imposizione fiscale e di un Tesoro che emetta titoli comuni. L'importanza di un budget centrale è data dal fatto che esso permette sia trasferimenti volti a stabilizzare l'economia in senso anti-ciclico che trasferimenti atti a distribuire il reddito dalle regioni più prospere a quelle più povere. Negli USA è previsto un sistema di redistribuzione dalle zone più ricche a quelle più povere, ma non è di entità maggiore rispetto a quello che opera all'interno di alcuni stati membri dell'UE. È però sicuramente più sostanziale rispetto ai trasferimenti a favore degli stati membri che avvengono grazie al budget dell'Unione europea. Gli stati contribuiscono alla realizzazione del budget comune per un ammontare pari allo 0,8-0,9% del loro PIL e ricevono contributi per un ammontare che va dallo 0,5 al 3,5%. È evidente che la funzione di redistribuzione sia nettamente più marcata negli USA attraverso il governo federale, per quanto negli USA si riscontri una minor partecipazione del settore pubblico nell'economia, rispetto a ciò che avviene nella tradizione economica europea. Ed è da tenere a mente che gli stati americani non utilizzano molto la politica fiscale per stabilizzare il ciclo economico perché, come abbiamo visto, agiscono altri strumenti di stabilizzazione.

Riprendendo infine le considerazioni fatte in merito alle regole comuni di disciplina fiscale, consideriamo gli effetti di regole di pareggio di bilancio sulla funzione di stabilizzazione della politica fiscale. Mantenere il bilancio in pareggio, significa aumentare la pressione fiscale o tagliare le spese durante le recessioni, il che porta la politica fiscale ad essere pro-ciclica, cosa che avviene negli stati americani. Questa dinamica non risulta particolarmente dannosa perché il 60% circa della spesa pubblica totale spetta al governo federale, che, non essendo costretto da regole di pareggio di bilancio, può intervenire in senso anti-ciclico per neutralizzare l'effetto pro-ciclico dato dalla politica dei singoli stati. Il ruolo di stabilizzazione del ciclo economico, quindi, resta nelle mani del governo federale e la rigidità data dalle regole di pareggio di bilancio è possibile solo grazie alla flessibilità del bilancio federale. È anche da considerare che una risposta centralizzata agli shock negativi non rischia problemi di scarso coordinamento come è avvenuto in Europa a seguito dell'ultima crisi. Nell'UEM, invece, esistono vincoli di pareggio di bilancio, ma non è presente un'entità superiore che possa intervenire in maniera anti-ciclica durante le congiunture economiche negative.

Per quanto riguarda infine l'emissione di titoli, negli USA i titoli del Tesoro vengono considerati un investimento sicuro che però non esclude l'emissione di titoli da parte dei singoli stati, attraverso i quali essi finanziano le proprie spese. Nell'UEM, invece, esistono attualmente solo i titoli di stato emessi dalle singole nazioni, mentre i cosiddetti Eurobond, titoli sovra-nazionali garantiti da tutti i paesi dell'eurozona, sono attualmente ancora solo un'ipotesi.

Conclusioni

Nella prima parte ci si è posti l'obiettivo di valutare l'incidenza di shock asimmetrici negli USA e all'interno dell'UEM, vista l'assenza di strumenti indipendenti per fronteggiare tali shock negativi. Per quanto riguarda la sincronizzazione dei cicli economici e i processi di convergenza nelle unioni monetarie, dagli studi presi in considerazione risulta molto difficile giungere a conclusioni certe. Non tutti gli studi, infatti, mostrano le stesse tendenze, essenzialmente perché usano dati e metodi di analisi differenti. Volendo comunque giungere ad un punto fermo, si può riassumere quanto descritto affermando che la maggioranza degli studi nota una maggiore sincronizzazione dei cicli economici fra le regioni USA che fra quelle europee, per quanto anche le prime non siano perfettamente sincronizzate. La presenza di tali asimmetrie all'interno delle unioni monetarie, fa sì che il tasso di interesse e di cambio non siano mai ideali per tutta l'unione. L'effetto di convergenza endogena delle unioni monetarie, inoltre, non è facilmente dimostrabile, in quanto non è possibile isolare le variabili che incentivano la convergenza. Molti studi comunque segnalano un processo di convergenza sia negli USA che in Europa. In ogni caso, anche se non è univoco che le unioni monetarie inducano la convergenza, che può dipendere anche da altri fattori, non sussistono sufficienti prove empiriche per asserire che esse determinano una maggiore divergenza come sostiene Krugman, precedentemente citato. Le regioni statunitensi, così come le nazioni europee, seppur meno marcatamente, si possono dividere in un nucleo ben correlato e un gruppo periferico che vive dinamiche più

asimmetriche. A spiegare l'origine delle asimmetrie possono essere diversi fattori, il più importante dei quali è sicuramente la variabilità della struttura produttiva da regione a regione.

Considerando i canali di aggiustamento che abbiamo preso in considerazione nella seconda parte, è difficile stabilire quale sia il più rilevante nel fungere da contrappeso agli shock asimmetrici negativi. Ciò è dovuto in parte a difficoltà metodologiche nella misurazione e in parte perché gli strumenti di aggiustamento sono spesso volte complementari: per esempio, laddove c'è forte mobilità della forza lavoro, saranno meno necessari interventi fiscali per stabilizzare l'economia. In linea generale comunque abbiamo visto che la flessibilità salariale è maggiore negli USA. È importante, in questo contesto, tenere a mente le differenze fra le istituzioni del mercato del lavoro, che in Europa comportano più rigidità. Complessivamente, però, la grande differenza che sembra rendere gli Stati Uniti un'unione monetaria più efficiente è data dalla mobilità della forza lavoro, sensibilmente più elevata negli USA. Anche il più basso differenziale fra i tassi di disoccupazione nelle diverse regioni sembrerebbe indicare una maggiore flessibilità e mobilità del fattore lavoro negli USA. Per quanto riguarda il livello dei prezzi come strumento di aggiustamento in grado di regolare la competitività delle regioni, è difficile giungere a conclusioni importanti. In linea di massima si può concludere dicendo che sono presenti differenze del livello dei prezzi sia negli USA che nell'UEM, ma difficilmente queste sono di entità sufficiente da poterle considerare un importante meccanismo di aggiustamento. Valutando l'importanza della ripartizione del rischio attraverso i mercati finanziari integrati, è evidente come questa sia nettamente più marcata negli USA; tanto che Sorensen e Yosha (1996) stimano l'importanza di tale ripartizione, da un punto di vista quantitativo, pari al doppio di quella, qualitativamente analoga, offerta dal bilancio federale. Complessivamente, quindi, gli Stati Uniti sembrano essere un'unione monetaria più vicina al modello ottimale, in quanto meglio dotati di meccanismi di aggiustamento.

Paragonando la politica fiscale, uno dei più importanti meccanismi di stabilizzazione, il primo essenziale punto saldo è che gli Stati Uniti sono un'unione fiscale, l'UEM no. Per quanto riguarda le differenze in merito alla regolamentazione della disciplina fiscale, è interessante notare il fatto che negli USA non è stato lo stato federale a imporre, né a promuovere, l'introduzione di regole di bilancio e, dall'altra parte, gli stati non hanno fatto pressione perché venissero adottati standard uniformi a livello federale. Nell'UEM, invece, sono sia gli stati membri dominanti che le istituzioni stesse a premere per una maggiore regolamentazione dei bilanci nazionali. Perché questa sia sostenibile nel tempo, però, è necessaria una forte volontà degli stati membri. Infatti, la regolamentazione autoimposta tende ad essere più credibile, specialmente se associata ad una clausola di "no-bailout" grazie al segnale di preferenze politiche che manda, rispetto ad una regolamentazione imposta dall'alto come nel caso dell'UEM, dove una serie di trattati che si modificano e integrano vicendevolmente creano un quadro legislativo estremamente complesso e scarsamente trasparente. È comunque essenziale notare un punto chiave: sia gli stati americani che gli stati membri dell'UEM sono vincolati al pareggio di bilancio. Imporre però delle limitazioni di bilancio o addirittura delle regole di pareggio di bilancio agli stati dell'Eurozona senza introdurre anche una forza che possa agire in senso anti-

ciclico, come agisce il governo federale statunitense, è un problema considerevole, in quanto priva gli stati dell'Eurozona della flessibilità necessaria per reagire a shock negativi. D'altra parte, l'istituzione di un simile potere centrale richiede una coesione politica che attualmente nell'eurozona non è riscontrabile. Abbiamo visto, però, come nel caso americano, le crisi abbiano dato la spinta giusta per rinnovare il sistema fiscale. È stato proprio un periodo di crisi economica a portare all'introduzione di normative limitative di deficit e debiti pubblici, così come nell'UEM la recente crisi ha portato a l'implementazione delle disposizioni precedentemente in vigore. Ed è stato a seguito della Grande Depressione che si è verificata l'ascesa del governo federale rispetto ai singoli stati in quanto a percentuale di spesa pubblica. Bisogna fare anche presente che nell'eurozona il peso dato ad una politica fiscale sostenibile è maggiore, perché il rischio di contagio da un membro all'altro è maggiore rispetto a quello che vivono gli stati americani, tendenzialmente ben isolati (HM Treasury 2003). Questo fenomeno è dovuto al fatto che in Europa le banche trasmettono maggiormente gli shock agli stati rispetto a ciò che avviene negli USA. Il motivo è che le banche commerciali statunitensi hanno nel loro portafogli una percentuale di titoli governativi nettamente inferiore rispetto alla percentuale di titoli di stato presenti nei portafogli delle banche commerciali europee. Negli Stati Uniti sono i cittadini, non le banche, a finanziare principalmente il debito pubblico. Per quanto riguarda l'influenza delle banche sulla politica fiscale, bisogna sottolineare che la regolamentazione e la supervisione bancaria negli Stati Uniti è gestita a livello federale, quindi l'eventuale salvataggio di banche non va ad inficiare il pareggio di bilancio statale. In Europa, invece, il salvataggio bancario è a carico dello stato membro e quindi rischia di collidere con le limitazioni di bilancio imposte. Una soluzione sarebbe l'introduzione di un fondo per il salvataggio, la ristrutturazione e la ricapitalizzazione delle banche a livello europeo.

Un'ultima questione a cui la nostra analisi ha cercato una risposta è se le unioni monetarie incentivino la disciplina fiscale o meno. Chi sostiene che le unioni monetarie abbiano influenza negativa sulla disciplina fiscale, si riferisce all'azzardo morale: non intervenendo in caso di default di un membro, si metterebbe a rischio la credibilità dell'intera unione, per cui uno stato, cullandosi su questa garanzia, è incentivato a contrarre debiti sempre più alti. Chi, invece, esalta l'influenza benefica dell'essere parte di un'unione monetaria sulla disciplina fiscale, sottolinea il fatto che i singoli stati membri non hanno il potere di monetizzare il debito. Inoltre, all'interno di un'unione monetaria sono presenti regole e sistemi di controllo che non permettono eccessivi deficit. Arestis (2002) riscontra che durante il primo periodo degli Accordi europei di cambio (Exchange Rate Mechanism ERM), ovvero fra il 1979 e il 1992, gli stati europei hanno vissuto un aumento del loro deficit. Fra il 1993 e il 1999, però, gli stati europei riducono i loro deficit che iniziano a convergere fino a raggiungere tutti, nel 1998, il limite del 3% imposto dal Trattato di Maastricht. I risultati della prima fase, quindi, sono opposti a quelli della seconda, per cui, è difficile giungere ad una conclusione per quanto riguarda la minore o maggiore disciplina fiscale.

III. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Come anticipato nell'introduzione, l'obiettivo di questo elaborato è quello di valutare gli Stati Uniti e l'Eurozona in quanto unioni monetarie alla luce della AVO. Sono quindi gli USA e l'UEM delle aree valutarie ottimali? Per rispondere a questa domanda ritorneremo su quanto visto nel corso dell'analisi precedente. In una seconda fase cercheremo di valutare in che termini le due aree valutarie hanno vissuto perdite e benefici derivanti dall'appartenenza ad un'area valutaria. Infine, alla luce dell'esperienza degli Stati Uniti, vedremo quali sono le principali proposte per uno sviluppo futuro dell'UEM.

1. Sono gli Stati Uniti e l'Eurozona delle AVO?

Riprendendo l'essenziale apporto di Mundell alla AVO, vediamo come in base ai criteri di flessibilità salariale e mobilità della forza lavoro, gli Stati Uniti siano molto più vicini all'essere un'area monetaria ottimale rispetto all'UEM. In particolare, la mobilità del lavoro viene considerata da molti studiosi l'elemento chiave del successo dell'unione monetaria statunitense. Mundell ha poi sottolineato l'importanza dell'incidenza di shock asimmetrici e quindi della sincronizzazione dei cicli economici per valutare l'opportunità di entrare a far parte di un'unione monetaria o meno. Anche in base a questo criterio, gli Stati Uniti risultano più vicini all'essere un'unione monetaria ottimale: per quanto non perfettamente sincronizzati, i cicli economici statunitensi sono più simili fra loro rispetto a quelli europei.

Per quanto riguarda il criterio dell'apertura commerciale proposto da McKinnon, si possono fare le seguenti osservazioni. Il grado di apertura fra i vari paesi dell'UE varia fortemente. Nel 2007 le esportazioni intracomunitarie dei paesi UE variavano dal 68,7% del PIL nel Benelux, al 4,7% a Cipro e il 4,9% in Grecia (European Commission). Per i primi della graduatoria, per i paesi cioè con una maggiore apertura economica nei confronti degli altri membri, ovvero il Benelux, la Slovacchia, la Repubblica ceca, i Paesi Bassi e l'Ungheria, formare un'unione monetaria, secondo il criterio di McKinnon, risulta vantaggioso. Per paesi come Cipro, la Grecia, il Regno Unito e la Spagna, che commerciano poco con gli altri stati membri, è meno chiaro se rientrano in un'AVO con il resto dell'UE (De Grauwe). Valutare l'apertura commerciale degli stati americani non è possibile a causa di una carenza di dati sufficienti, completi e recenti sul commercio interno fra stati.

Per quel che concerne il grado di diversificazione dell'economia, caratteristica chiave per determinare un'area valutaria ottimale secondo Kenen, le regioni statunitensi risultano più specializzate rispetto agli stati europei e sembrano quindi sfruttare meglio le economie di scala. Ad esempio, il 51,8% dell'impiego nell'industria dell'acciaio per gli USA è situato nel Midwest, mentre la Germania, che impiega il maggior numero di persone nel settore in questione rispetto agli altri stati membri, impiega solo il 20,2% del totale (HM Treasury, 2003). Un altro esempio è riportato da Krugman (1991), secondo il quale la produzione automobilistica e quella di numerosi altri settori industriali è più concentrata regionalmente negli USA che nell'UE. Considerando i risultati dell'economia americana nel loro complesso, sembra che nonostante la

specializzazione regionale, essa non soffre maggiormente di shock asimmetrici. Probabilmente questo è dovuto dalla forte presenza degli altri sistemi di aggiustamento come il mercato finanziario ben integrato e la mobilità del lavoro.

Nel primo capitolo abbiamo visto come, in aggiunta a questo nucleo tradizionale della AVO, si siano identificati altri elementi ritenuti importanti nella valutazione di un'area monetaria. Innanzitutto è stata sottolineata l'importanza del *risk sharing*. Questo, come analizzato precedentemente, è un sistema di assicurazione e di stabilizzazione nettamente più sviluppato negli USA, dove i mercati finanziari sono più integrati. Per quanto riguarda la propensione all'inflazione, l'analisi precedente ha rivelato che il differenziale del livello dei prezzi è più elevato fra gli stati membri dell'Eurozona che fra gli stati americani. Mentre le istituzioni del mercato del lavoro sono sicuramente più simili all'interno degli USA che all'interno dell'Unione europea, dove la regolamentazione del mercato del lavoro, i sistemi di welfare e i sindacati non sono armonizzati. A causa di risultati non univoci prodotti da diversi studi e a causa dell'impossibilità di isolare le diverse variabili, non si può confermare con sicurezza che l'essere parte di un'unione monetaria incentivi la convergenza dell'output. In linea di massima, comunque, sia Stati Uniti che UEM hanno mostrato negli anni trend di convergenza. Per quanto riguarda l'importanza di affiancare ad un'unione monetaria anche un'unione fiscale, visto quanto già detto, è da sottolineare che l'assenza di un'unione fiscale nell'Unione europea viene considerata una delle più grandi carenze dell'UE. Infine, è importante ricordare che, per quanto un gruppo di paesi non presenti le caratteristiche delineate dalla AVO, può ritenere comunque vantaggioso formare un'unione monetaria o entrare a farne parte. Ad esempio, tenendo in considerazione quanto detto nel primo capitolo in merito alla relazione fra credibilità e unioni monetarie, risulta comprensibile come paesi tradizionalmente ad elevata inflazione possano ritenere vantaggioso aderire ad un'unione monetaria.

Come abbiamo visto nel secondo capitolo, **relazionando la AVO ai dati empirici disponibili su Stati Uniti e UEM, è evidente che gli USA si avvicinano di più al concetto di area valutaria ottimale**, per quanto non necessariamente lo siano. Per quanto riguarda la simmetria, intesa come correlazione del tasso di crescita della produzione e dell'occupazione, gli USA non differiscono molto dai paesi UE. La principale differenza risiede nel grado di flessibilità dei rispettivi mercati del lavoro. Fra gli economisti che hanno tentato di valutare empiricamente l'UE in termini di AVO, prevale l'opinione che né l'UE-15 (15 statati membri precedentemente al 2004), né tantomeno l'UE 25 (senza Croazia, Bulgaria e Romania), sia un'area valutaria ottimale. Così come **i 19 stati membri dell'Eurozona, non costituiscono un'area valutaria ottimale**. Gli economisti però sono altrettanto convinti che esista un sottoinsieme di paesi dell'UE che costituiscono un'area valutaria ottimale. Questa sarebbe così formata dalla Germania, dai paesi del Benelux, dall'Austria e dalla Francia (De Grauwe, 2013).

2. Riscontro dei benefici derivanti dall'essere un'unione monetaria

Nel mettere a confronto costi e benefici per valutare l'opportunità di entrare a far parte di un'unione monetaria, sono diversi gli aspetti da considerare. La valutazione dei costi di un'unione monetaria dipende fortemente dall'opinione che si ha riguardo all'efficacia del tasso di cambio come strumento di stabilizzazione economica. Abbiamo visto nel primo capitolo, infatti, che una critica mossa alla AVO deriva proprio dal mettere in discussione l'utilità della politica del tasso di cambio. Da un lato c'è la versione "monetarista" secondo la quale il tasso di cambio è uno strumento inefficiente per controbilanciare shock negativi. Dall'altro lato, c'è l'opinione cosiddetta "keynesiana" che, viste le molte rigidità esistenti, ad esempio di prezzi e salari, sostiene l'importanza del tasso di cambio come strumento di aggiustamento.

Nel primo capitolo si è accennato ai vantaggi che deriverebbero dall'appartenenza ad un'unione monetaria. Abbiamo visto come l'eliminazione del rischio di cambio, la maggiore trasparenza dei prezzi e l'assenza dei costi di transizione, portino a maggiori scambi commerciali, ad un'elevata efficienza dei mercati e ad una maggiore crescita economica. Sfortunatamente, dimostrare empiricamente se gli USA e l'UEM hanno realmente beneficiato di questi vantaggi è estremamente difficile, in quanto non esiste un contro fattuale. Non è possibile sapere, cioè, quale sarebbe stato lo sviluppo di queste economie se non si fossero organizzate in un'unione monetaria. La competitività del mercato americano è però effettivamente impressionante. Produttività e occupazione sono alte rispetto alla realtà internazionale. Tuttavia è **difficile verificare quanto questo sia frutto dell'unione monetaria**. Tendenzialmente, comunque, si può affermare che il livello di commercio fra gli stati USA è più alto di quello che sarebbe se non ci fosse una valuta comune. I prezzi, inoltre, sono più bassi negli USA rispetto ad altre economie maggiori, grazie al più alto livello di competitività che scaturisce dal mercato dei beni integrato. I mercati finanziari statunitensi sono altamente integrati, il che promuove una più efficiente allocazione del capitale e riduce i costi di finanziamento per le imprese. Complessivamente, quindi, si può affermare che l'unione monetaria, grazie alla valuta unica al mercato unico e a ciò che ne deriva, ha imposto una tale pressione competitiva da far crescere fortemente l'economia statunitense. È ancora da appurare se nell'Eurozona si stiano verificando gli stessi benefici legati all'istituzione dell'unione monetaria.

3. Proposte per l'evoluzione futura dell'Eurozona

Per quanto l'UEM non possa essere considerata un'area monetaria ottimale in base alla AVO e per quanto sia ancora troppo presto per valutare i benefici che l'UEM possa trarre dalla moneta comune, non è detto che in futuro gli assetti istituzionali alla base dell'Eurozona non mutino e non la rendano più sostenibile. Dando uno sguardo all'evoluzione storica delle due unioni monetarie, abbiamo visto che molti sono stati i cambiamenti delle istituzioni monetarie e fiscali nel corso della storia statunitense, specialmente in seguito a crisi economiche. Mankiw (2010), ad esempio, ci ricorda che gli USA nel diciannovesimo secolo avevano sì una moneta comune, ma non un'autorità fiscale centrale. Il governo federale aveva un ruolo molto più ridotto rispetto a quello che ha attualmente. Allora gli Stati Uniti si trovavano, quindi, all'incirca allo stesso

livello di integrazione al quale si trova l'UEM oggi. Visto il processo di miglioramento delle istituzioni statunitensi nel tempo, è importante accordare anche alle istituzioni europee sufficiente fiducia, perché possano evolvere e migliorare. Si potrebbe rivelare la differenza chiave fra successo e insuccesso, il fatto che l'UEM non sembra essere accompagnata dalla volontà diffusa di andare verso una maggiore **integrazione politica ed economica**. De Grauwe (2013) definisce l'assenza di un sentimento collettivo di appartenenza alla stessa nazione, unita da un fine comune, come l'assenza di una "variabile profonda". Questa variabile, però, è essenziale per progredire verso l'unione politica in Europa che è a sua volta necessaria per attuare una serie di cambiamenti istituzionali indispensabili perché l'Eurozona abbia successo nel lungo periodo. Gli stati sono composti da persone che hanno preferenze in materia fiscale e monetaria molto diverse, come abbiamo detto, alcuni trarrebbero beneficio da una politica monetaria e fiscale più espansiva, altri da una più restrittiva. Questo si è verificato, e si verifica, anche negli Stati Uniti. L'essenziale quindi è che gli Stati membri e i loro cittadini siano convinti della credibilità e della competenza in termini di risoluzione dei problemi delle istituzioni dell'unione. Gli USA hanno dimostrato credibilità e competenza con l'Assumption che ha dimostrato la serietà con cui il governo centrale aveva intenzione di assumersi i suoi obblighi, ma che ha anche creato moral hazard. Non intervenendo in aiuto degli otto stati in default invece, ha mostrato la credibilità della sua politica di no-bailout. In Europa invece oggi si dubita molto delle istituzioni centrali, anche a seguito della scarsa capacità che hanno mostrato i leader europei nella gestione della crisi nell'Eurozona. La tensione è fra il ristrutturare il debito, che però rischierebbe di portare ad eccessivo moral hazard, e il non intervento che però sta danneggiando la credibilità dell'unione. Per uscire da questa paralisi e proseguire con il processo di integrazione è quindi necessario un sentimento di unione politica. Un'unione politica, infatti, rende possibile centralizzare una parte significativa dei bilanci nazionali al livello europeo, il che, fornendo sistemi di trasferimenti fiscali automatici, proteggerebbe regioni che subiscono shock asimmetrici, rendendo quindi l'appartenenza all'unione monetaria meno costosa. Inoltre, un bilancio centralizzato ridurrebbe l'insorgere di crisi di liquidità nei singoli stati. Per quanto riguarda le politiche di sviluppo economico, sarebbe opportuno un miglior coordinamento fra le politiche e le riforme nazionali. Un'unione politica, infatti, ridurrebbe shock asimmetrici di natura politica, derivanti da decisioni unilaterali sulle politiche previdenziali e salariali, o di ridurre/aumentare le imposte. Concretamente quindi, quali sono i provvedimenti principali suggeriti per rendere l'UEM sostenibile?

Innanzitutto a livello finanziario è necessario introdurre una **supervisione e regolamentazione finanziaria comune**. Andando a colmare questa lacuna, già evidenziata nel paragone fra Fed e BCE, si faciliterebbe una migliore circolazione di capitali e di investimenti internazionali. Questo, in poche parole, porterebbe ad una maggiore integrazione dei mercati finanziari e, quindi, ad un più elevato livello di *risk sharing*, meccanismo di aggiustamento che abbiamo rilevato essere carente in Europa.

Per quanto riguarda gli organi monetari, abbiamo visto che la Fed e la BCE non evidenziano particolari differenze. Parlando però di eventuali miglioramenti, secondo alcuni studiosi la BCE potrebbe essere più

trasparente e *accountable*. Soprattutto, potrebbe assumersi responsabilità legate agli “altri obiettivi” così vagamente accennati nel Trattato di Maastricht e diventare così un’ istituzione con un mandato di più ampia portata. Secondo De Grauwe, inoltre, sarebbe opportuno conferire alla BCE il potere di agire come **prestatore di ultima istanza** nel mercato dei titoli sovrani. Abbiamo visto, nel confronto fra Fed e BCE, che la prima ha questo potere, mentre la seconda no. La presenza di una banca centrale come prestatore di ultima istanza permette di evitare le crisi di liquidità, in quanto essa può essere costretta a fornire tutta la liquidità necessaria ai governi in modo da garantire che i detentori di titoli vengano rimborsati alla scadenza. Questo ridurrebbe la fragilità di un’unione monetaria considerata “incompleta” (De Grauwe 2013). Gli oppositori della BCE come prestatore di ultima istanza adducono diversi motivi. Innanzitutto, tale ruolo porterebbe ad una più alta inflazione. De Grauwe risponde a questa preoccupazione spiegando che l’aumento della base monetaria non necessariamente aumenta anche la massa monetaria, perché in caso di crisi di liquidità, le banche accumulano la liquidità fornita senza utilizzarla per erogare credito al settore bancario. Detenere contanti durante una crisi finanziaria, quindi, è solo una questione di sicurezza, mentre fornirli, semplicemente evita il degenerare in una recessione. Una seconda perplessità nei confronti del ruolo di prestatore di ultima istanza è di natura fiscale. Se il governo manca di onorare il proprio debito, la banca centrale subisce perdite che devono essere sostenute dai contribuenti. D’altra parte, anche quando la banca centrale acquista titoli in normali operazioni di mercato aperto, c’è il rischio che l’emittente dei titoli fallisca e che questo risulti in una perdita per la banca centrale. Un ultimo appunto è quello legato all’azzardo morale. Con la garanzia data dalla presenza di un prestatore di ultima istanza, i governi sono incentivati ad indebitarsi eccessivamente. Per far fronte all’azzardo morale, è necessario imporre regole che limitino l’indebitamento dei governi ed istituire un organo indipendente preposto alla vigilanza.

Infine, l’elemento chiave per rendere l’UEM sostenibile, sembra essere l’istituzione di un’ **unione fiscale** con un budget fondato sulla riscossione di tasse a livello europeo che possa stabilizzare l’economia in senso anti-ciclico e che sia appoggiata da un Tesoro che emetta **Eurobond**. L’importanza di un’unione fiscale in Europa è stata già dimostrata nella sezione precedente, ma ci sono altre considerazioni da fare. A livello politico, un’unione di bilancio non è realizzabile, in quanto trasferire a delle istituzioni europee la sovranità in materia di tassazione e spesa richiederebbe un’integrazione politica attualmente non realistica. Un piccolo passo verso questo obiettivo, secondo De Grauwe (2013), potrebbe essere l’emissione congiunta di strumenti di debito comuni, in altre parole, l’introduzione dei cosiddetti Eurobond. Emettendo euroobbligazioni, gli stati membri sono collettivamente responsabili del debito emesso, il che manderebbe un chiaro segnale ai mercati sull’impegno e la serietà che l’eurozona intende proferire nel mantenere una valuta comune. D’altro canto, da un lato gli Eurobond proteggerebbero gli stati membri da crisi di liquidità, dall’altro però essi rappresentano un problema di azzardo morale. Gli stati membri potrebbero essere incentivati ad indebitarsi eccessivamente, facendo affidamento sulla garanzia data dal fatto che tutti gli stati membri sono responsabili del debito emesso.

4. In sintesi

In conclusione, nell'evolvere dell'elaborato possiamo dire di aver confermato l'ipotesi iniziale, ovvero che gli USA sono più vicini all'essere una AVO dell'UEM e che attualmente quest'ultima non può essere considerata tale. L'obiettivo prefissato di valutare le due aree valutarie alla luce della AVO, ha portato a veder primeggiare gli Stati Uniti in termini di flessibilità salariale, mobilità del lavoro, sincronizzazione dei cicli economici, integrazione dei mercati finanziari, *risk sharing*, preferenze inflazionistiche, unione fiscale e potere dell'istituzione monetaria. Più complessa una valutazione delle altre caratteristiche quali apertura commerciale, diversificazione dell'economia e convergenza endogena. Per quanto riguarda il godere di benefici derivanti dall'appartenenza ad un'unione monetaria, abbiamo visto che le performance economiche statunitensi non possono essere ricondotte univocamente all'essere un'unione monetaria, ma fanno in ogni caso ben sperare. L'UEM in ogni caso necessita di maggiore integrazione politica, che è alla base di misure atte ad avvicinare l'UEM agli standard di un'area valutaria ottimale. Nel corso dell'analisi, attraverso il confronto con gli USA, abbiamo riscontrato la necessità di sopperire a diverse carenze. È necessario introdurre un miglior coordinamento delle politiche e riforme economiche nazionali, dotare la BCE del potere di agire come prestatore di ultima istanza ma, soprattutto, è necessario istituire un'unione fiscale affiancata dall'emissione di euroobbligazioni. La recente crisi che l'UEM ha dovuto affrontare non deve scoraggiare il processo di più profonda integrazione economica e politica, bensì essere uno spunto di miglioramento, così come, la storia ci dimostra, lo è stato in passato per gli Stati Uniti. Il fatto che per raggiungere il completamento dell'unione monetaria e fiscale gli Stati Uniti abbiano impiegato più di un secolo dovrebbe in ogni caso suggerire estrema cautela in qualsiasi giudizio, sia positivo che negativo, in merito al successo dell'Eurozona.

Bibliografia

- Arestis, Philip, Mosahid Khan, and Kul B. Luintel. 2002. Fiscal deficits in Monetary Unions: A Comparison of EMU and United States. *Eastern Economic Journal* 28 (1): 89-103.
- Bernake, Ben S. 2015. *Greece and Europe: Is Europe holding up its end of the bargain?*. Brookings.edu
- D'Imperio, Paolo. Unknown. Risk Sharing towards the European Fiscal Union. *Sapienza University of Rome*.
- Darvas, Zsolt. 2010. Fiscal federalism in crisis: Lessons for Europe from the US. *Bruegel Policy Contribution*.
- De Grauwe, Paul. 2013. *Economia dell'unione monetaria*. Nona ed. Bologna: Il Mulino
- Della Posta, Pompeo. 2003. Vecchie e nuove teorie delle aree monetarie ottimali. Discussion Papers del Dipartimento di Scienze Economiche – Università di Pisa, n.5
- Dellas, Harris, and George S. Tavlas. 2009. An optimum-currency-area odyssey. *Journal of International Money and Finance* 28 (7): 1117-37.
- Estrada, A., J. Gali, and D. Lopez-Salido. 2013. Patterns of convergence and divergence in the euro area. *Imf Economic Review* 61 (4): 601-30.
- Ferreira-Lopes, Alexandra, and Álvaro M. Pina. 2011. Business cycles, core, and periphery in monetary unions: Comparing Europe and North America. *Open Economies Review* 22 (4): 565-92.
- Frieden, Jeffry. 2016. Lessons for the euro from early American monetary and financial history. *Bruegel Essay and Lecture Series*.
- Gakova, Zuzana and Dijkstra Lewis. 2008. Labour mobility between the regions of the EU-27 and a comparison with the USA. *European Union Regional Policy* n°02/2008.
- Henning, C. Randall, Martin Kessler. 2013. Fiscal Federalism: US History for Architects of Europe's Fiscal Union. *Peterson Institute for International Economics*.
- HM Treasury, Great Britain. 2003. *The United States as a monetary union*.
- Labonte, Marc. 2016. Monetary Policy and the Federal Reserve: Current Policy and Conditions. *Congressional Research Service*.
- Micossi, Stefano. 2015. The Monetary Policy of the European Central Bank (2002-2015). *LUISS Guido Carli / School of European Political Economy*.
- Pollard, Patricia S. 2003. A look inside two central banks: The European Central Bank and the Federal reserve. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 85 (1): 11.

Rodrigues, Maria Joao. 2013, For a genuine economic and monetary union: Lessons from the international experience. *Notre Europe Jacques Delors Institute*.

Sanchis Marco, Manuel. 2014;2013;. *The Economics of the Monetary Union and the Eurozone Crisis*. 2013;1;2014; ed. Cham: Springer International.

Tache, I., and A. L. Danu. 2014. Comparison between the European Central Bank as a new monetary experiment and other major central banks - US Federal Reserve and Bank of Japan. *Bulletin of the Transilvania University of Brasov. Economic Sciences. Series V 7 (2): 295-302*.

Véron, Nicolas. 2012. Europe's single supervisory mechanism and the long journey towards banking union. *Bruegel Policy Contribution, No. 2012/16*

Sitografia

Board of Governors of the Federal Reserve System - www.federalreserve.gov

EUR Lex – www.eur-lex.europa.eu

European Central Bank – www.ecb.europa.eu

European Commission – www.ec.europa.eu

European Stability Mechanism – www.esm.europa.eu

European Union - www.europa.eu

Parlamento Italiano, XVI Legislatura – <http://leg16.camera.it/>

Single Supervisory Mechanism - <https://www.bankingsupervision.europa.eu>

The National Bureau of Economic Research - www.nber.org

Treccani – www.treccani.it

Summary

The main purpose of this essay is to compare the United States, as a monetary union, and the Economic and Monetary Union of the European Union (EMU) in the light of the Optimum Currency Area theory (OCA). It will be argued that the United States are closer to the standards of an optimum currency area, than the EMU, which cannot be regarded as such. Nevertheless, the economic integration in Europe is a project to keep pursuing. To reach the optimum currency area standards, deeper political integration is required. Therefore, at the end of this essay possible future developments for Europe's integration will be suggested, also taking into consideration the US experience. The first chapter explains OCA, starting from its original concepts, to its more recent developments. In the second section, different aspects of the two monetary unions will be compared. After an introductory description of the relevant historical development, their monetary institutions will be illustrated and at the end empirical data will help understand the "quality" of the two unions: synchronization of business cycles, convergence, adjustment mechanisms required according to OCA and fiscal policy. In the last chapter, merging the theoretical basis explained in the first chapter and the evidence of the second, the main argument of this essay will be confirmed: The US are closer to be an OCA than the EMU, which cannot be defined as such. The closing remarks will also illustrate some evidence about the benefits connected with being part of a monetary union and some suggestions for EMU's future development. The key element is to aim at a deeper political and economic integration, partly based on the US's example.

The first chapter explains the Optimum Currency Area (OCA) theory. This theory was first developed in the 1960s within the debate about flexible and fixed exchange rates. It identifies the necessary conditions to adhere to a monetary union without incurring in excessive costs, due to the loss of an independent exchange rate and a monetary policy and, consequently, also to the price level as stabilization mechanisms of the national economy. The loss of these economic tools means that governments cannot use inflation to pay off their debt and that they may be forced to accept a level of inflation and unemployment which is not the preferred one. The core of OCA was developed by Mundell (1961), McKinnon (1963) and Kenen (1969). Mundell's work mainly aimed at criticizing Friedman's positive opinion about flexible exchange rates, as presented in "The Case for Flexible Exchange Rates" (1953). Marginally, Friedman explained the conditions he considered necessary for the creation of a monetary union: an efficient fiscal authority, a centralized monetary authority and the free movement of goods, persons and capital. In his work Mundell seems to argue that being part of a monetary union is not as costly as Friedman suggests. He argues, that a currency area is an optimum if there is sufficient wage flexibility and labour mobility, since in this case no adjustments through interest rate or exchange rate, are necessary. In the absence of these two characteristics, the element to be analyzed in order to decide whether to enter a monetary union or not, should be the incidence of asymmetric shocks. According to McKinnon, however, the criterion to be considered,

evaluating the optimality of a currency union, is given by the openness of the economy. Since small economies are usually more open, also the size of the economy can be a useful indicator .

Kenen suggest a further characteristic. A good candidate to a monetary union should have a diversified economy. That way, a negative shock of a specific sector, will only have limited consequences and there will be no need to use the exchange rate as an adjustment mechanism.

Kenen's second consideration is that the economies of two countries entering a monetary union, should be similar. This makes them affected by the same negative shocks. Later developments of OCA suggest other characteristics, nations should have, in order to be successfully part of a monetary union. Ingram (1959) suggests financial integration. Thanks to financial integration and therefore to capital mobility, nations can mitigate the effects of asymmetric negative shocks by borrowing capital from their commercial partners. Magnifico (1971) argues that regions or nations should have a similar propensity to inflation in order to have a common currency, considering the trade-off between inflation and unemployment illustrated by the Phillips-curve. Fleming (1971) adds that significant differences of the institutions of the labour market may be problematic for a successful monetary union.

Other important contributions to OCA were given by theories doubting the efficiency of interest rate and exchange rate as adjustment mechanisms. Other authors added that in order to evaluate a monetary union, endogenous effects must be considered. Thanks to intensified trade between union members, what may not have been considered an OCA ex-ante, may become an OCA ex-post. Moreover, a vast literature connected with OCA analyzes the importance of fiscal unions connected with monetary ones. OCA is mainly focused on the negative consequences of monetary unions and eventually on how to avoid them, but it has to be kept in mind, that there are also benefits connected with being part of a monetary union. Essentially they stem from the reduction or suppression of risks associated with the volatility and the uncertainty of unexpected movements in the exchange rate, from increased price transparency and from the absence of transaction costs. All this benefits lead to intensified trade, higher efficiency of the market and economic growth. Entering a monetary union is therefore particularly convenient for nations with a very open economy or a bad inflation reputation.

The second section of this essay compares different aspects of the US monetary union and the monetary union in Europe, starting from their very different history. Comparing the history of the monetary union in the United States with the one of EMU, the most striking element appears to be the big difference in longevity. The Maastricht Treaty, which is regarded as the founding act of the economic integration in Europe, was signed in 1991, although many steps towards an economic integration had already been taken before. The ECB took charge of the monetary policy in 1999, the year in which the euro was born, too. However the euro started to be the circulating currency only in 2002. The US monetary union was born in 1788 together with the American Constitution. The Fed was founded in 1913, however government spending on a federal level wasn't established until 1930s after the Great Depression and did not reach its full stature

until 1970s. This suggests that it can take longer than 150 years for a monetary and fiscal union to be completed. The situation after the end of the Second Bank of the United States in 1836 shows some important similarities with the recent experience of Europe. The states had very different fiscal and monetary conditions and preferences about government spending. Some defaulted while others had very solid finances. Another interesting element, which emerges from a historical comparison, is the presence of convergence criteria in the EMU in matters such as inflation, interest rate, exchange rate, deficit and debt. OCA does not seem to express the necessity of particular macroeconomic criteria and both the United States and the German unification are examples of successful monetary unions created without convergence criteria, but apparently the economies of the future member states of the European union were so different, that convergence criteria were considered necessary.

In compliance with the Federal Reserve act, the US are divided in twelve districts, each with a Federal Reserve Bank. The districts' borders do not necessarily correspond with states' borders. The European System of Central Banks (ESCB) is composed of the European Central Bank and the 19 central banks of the euro member states. The main governing body of the Fed is the Board of Governors, made up of seven members. The decision making body in monetary policy is the FOMC, composed of the Board of Governors and the governors of the various Federal Reserve Banks. The decision making bodies of the ECB are the Executive Board, made up of six members and the Governing Council, the most important decision making body, which is composed of the members of the Executive Council and the governors of the central banks of the Euro area. The General Council is composed of the President and the vice-president of the ECB and the governors of the national central banks of every member State of the European Union. Looking at the institutional organization there are no substantial differences. The most important difference, however, is that the representation within the SEBC is political while the 12 districts represented in the Fed are economic entities. Moreover, the monetary policy in the US is led more centrally than in the EMU. For example, in the EMU central banks governors are elected according to national criteria and open market operations are carried out by the national central banks, coordinated by the ECB. On the contrary, in the US they are carried out directly by the Fed. Banking surveillance is centrally carried out by the Fed. Since 2013 also in the EMU there is a central surveillance system led by the ECB, which is considered to be the first step towards a banking union. The more substantial difference however is that the Fed has a wider mandate including "maximum employment, stable prices and moderate long-term interest rates", while the ECB is only responsible for price stability. Moreover, the Fed can act as lender of last resort. In regard to the other policy tools, the existing differences are not substantial. Both carry out Open market operations and impose minimum reserve requirements. The Fed uses the Discount window, while the ECB Standing facilities, but the difference is not substantial. The evaluation of independence, accountability and transparency is very difficult. Bini Smaghi and Gros (2000) argue that the ECB is the most independent central bank, followed first by the German Bundesbank and then by the Federal Reserve. Despite the stronger independence, the ECB is considered to be less accountable than the Fed, even if the clarity of the ECB's objectives makes it

easy to judge. About transparency, the ECB has been strongly criticized for its refusal to publish its minutes, unlike the Fed. To sum up, the different longevity has also to be kept in mind, especially considering that the ECB is constantly confronted with new circumstances to deal with, with the enlargement of the EMU.

The core of this essay is the attempt to evaluate how close the US and the EMU are to the concept of OCA. Therefore, the first empirical data analyzed concern the incidence of asymmetric shocks in the two unions. Regarding the synchronization of the business cycles and convergence, it is very difficult to reach conclusions, since different studies point to different trends as they use different data and methods. Generally speaking, however, the majority of the studies seem to find a stronger synchronization between US regions than between European nations, even if the former are not perfectly synchronized, either. Endogenous convergence in monetary unions is not easy to demonstrate, since it is not possible to isolate the different variables that lead to convergence. In other words, it is not possible to demonstrate that the convergence happening both in the US and in the EMU is given by endogenous convergence and not by other factors. Both US regions and EMU nations, have a well correlated core and a less correlated periphery, although to a different degree. There are many factors which explain this asymmetry. The most important one is the difference in the production pattern from region to region. Considering the adjustment mechanisms in absence of an independent monetary and exchange rate policy, it is difficult to assess which one is the most relevant one in each monetary union, especially because they are complementary. For example, where labour mobility is high, there will be less need for fiscal adjustments. Wage flexibility is higher in the US than in Europe, also because the labour institutions of the old continent are more rigid. Nevertheless, the most important adjustment tool for the US seems to be labour mobility. In matters of price level as an adjustment of the competitiveness between regions, there is no evidence that it is a real adjustment mechanism, even if there are differences in price levels, both between US regions and between EMU nations. Risk sharing thanks to integrated financial markets is drastically higher in the US than in the Euro area.

Fiscal policy is considered such a fundamental adjustment system, that it requires a dedicated section. A trite but essential difference is that unlike the EMU, the US are a fiscal union. In US history, the States have decided to introduce self-imposed fiscal rules. This happened without federal government's pressure, and without the States wanting homogeneous regulation over the whole union. In the EMU, the most powerful member states and the institutions themselves were determined to introduce fiscal rules. Both US States and EMU nations are tied to balanced budget rules. However, forcing the states in the Euro area to balanced budgets, without having a flexible authority that can act counter-cyclically in case of negative shocks, like the US federal government does, is highly problematic. Therefore, many authors deem a fiscal union in Europe as highly desirable. Moreover, the importance given to a sustainable fiscal policy is higher in Europe, as banks spread shocks more easily between member states than it happens in the US. This is the case because Europe's banks hold a higher percentage of government bonds in their portfolio, while in the

US citizens finance public debt and not banks. In conclusion, it is interesting to investigate if monetary unions increase or decrease fiscal discipline. Those arguing that fiscal unions have a negative impact on fiscal discipline, refer to moral hazard. The opponents underline the fact that without having the possibility to monetize debt, governments will be more responsible. It is difficult to confirm empirically who of them is right.

In conclusion, the initial hypothesis is confirmed: the United States meet the OCA criteria better than the EMU, as they have higher levels of salary flexibility, labour mobility, synchronization of business cycles, integration of financial markets, risk sharing, similarity in matters of inflation preferences, fiscal union and power of the monetary institution. The evaluation of the other characteristics, such as openness of the economy, diversification of production and endogenous convergence appears to be more complex. The EMU needs stronger political integration as a requirement for deeper economic integration, in order to reach the most important reform: the introduction of a fiscal union. Considering the long time required for the US to reach the current level of integration, any judgment about the success or failure of the Euro area must be extremely cautious.