



*DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT*

*CATTEDRA: MACROECONOMIA E POLITICA ECONOMICA*

LA TEORIA DELLE AREE VALUTARIE OTTIMALI:  
L'EUROZONA OGGI, TRA CRISI E INCOMPLETEZZA

*RELATORE*

*Prof. ALESSANDRO PANDIMIGLIO*

*CANDIDATO:*

*MARCO TARASCO*

*201031*

*ANNO ACCADEMICO*

*2017 - 2018*

# INDICE

<b>INTRODUZIONE.....</b>	<b>2</b>
<b>CAPITOLO 1 LA TEORIA AVO: COSTI E BENEFICI DI UN'UNIONE MONETARIA.....</b>	<b>4</b>
1.1 MILTON FRIEDMAN: ORIGINI DELLA TEORIA AVO.....	5
1.2 ROBERT MUNDELL: IL FONDATORE DELLA TEORIA AVO .....	6
1.3 RONALD MCKINNON .....	12
1.4 PETER KENEN.....	13
1.5 I NUOVI CONTRIBUTI TEORICI ALLA TEORIA AVO.....	15
1.6 ANALISI DEI COSTI E DEI BENEFICI DI UN'UNIONE MONETARIA .....	16
<b>CAPITOLO 2 L'UNIONE ECONOMICA E MONETARIA EUROPEA, EVIDENZE EMPIRICHE E SITUAZIONE ATTUALE.....</b>	<b>25</b>
2.1 IL PROCESSO DI FORMAZIONE DELL'EUROZONA: I PRODROMI DELL'UEM.....	26
2.2 LA SVOLTA VERSO LA CREAZIONE DELL'EURO.....	30
2.3 DUE FACCE DELLA STESSA UNIONE MONETARIA .....	34
2.4 L'UNIONE MONETARIA EUROPEA È UN'AREA VALUTARIA OTTIMALE?.....	40
2.4.1 IL CONFRONTO CON LA FEDERAL RESERVE .....	48
<b>CAPITOLO 3: VERSO UNA MAGGIORE INTEGRAZIONE E COMPLETEZZA DELL'UEM: IL FUTURO DELL'EUROZONA .....</b>	<b>53</b>
3.1 L'UNIONE MONETARIA EUROPEA, UN'UNIONE A METÀ .....	53
3.2 I PASSI NECESSARI PER UN MAGGIOR GRADO DI COMPLETEZZA .....	58
3.2.1 LA BCE NEL RUOLO DI PRESTATORE DI ULTIMA ISTANZA .....	58
3.2.2 IL CONSOLIDAMENTO DEL BILANCIO E DEL DEBITO PUBBLICO .....	63
<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>64</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>66</b>
<b>SITOGRAFIA.....</b>	<b>68</b>

## ***INTRODUZIONE***

L'Europa è una realtà che esiste, frutto di un lungo cammino nato dall'idea di padri fondatori che, all'epilogo della Seconda Guerra mondiale, avevano immaginato un'Europa dei popoli, integrata e unita per non ripetere i tristi errori del passato.

La stessa Europa si troverà tra qualche mese a un bivio: con le elezioni di marzo 2019 il progetto di statisti come De Gasperi, Adenauer e Shuman potrà avere due futuri davanti a sé: potrà vedere il riconfermarsi dopo i risultati del 2014 dell'exploit delle forze antieuro e antieuropeiste, oppure potrà affidarsi a eventuali leader che, consapevoli delle passate criticità, portino avanti il progetto Europa.

Non è infatti un mistero che l'Europa così com'è oggi non riscuota grande approvazione popolare, tanto da apparire ai più unicamente come un freddo e distaccato organismo di burocrati (o come si preferisce definirli sul web, eurocrati), che cala dall'alto vincoli e regole stringenti che mal si fondono con le necessità immediate della società.

All'interno di questo contesto si muovono ora forze politiche di diverse nazioni che, a volte in maniera populista, mettono in discussione con convinzioni e consapevolezza variabile l'esistenza stessa della moneta unica, proponendo un ritorno alla sovranità monetaria nazionale. Forti di un sostegno a volte incondizionato da parte dell'opinione pubblica, questi leader antieuropeisti guadagnano terreno e capacità decisionale all'interno degli organi di governo degli Stati e della stessa Unione Europea.

L'opposizione a queste idee politiche nel recente passato è poi venuta a mancare, mostrandosi disunita e impreparata a far fronte comune per proteggere l'integrazione economica e politica fin qui creata. Pochi sono infatti le occasioni in cui si è potuto assistere a una ferma opposizione politica delle istituzioni e delle forze definite europeiste. Esempio a noi vicino sono le vicende intercorse in Italia al seguito delle elezioni del 4 marzo 2018: in una situazione di stallo alla luce dei risultati elettorali, abbiamo assistito a una scarsa proposta di un fronte unito europeista, lasciando il via libera agli oppositori, acclarati o meno, della moneta unica.

Questi hanno dato forma a un governo che è apparso rischioso quantomeno nelle sue affermazioni (si lascia al futuro il giudizio sulle azioni) negli ambiti economici e finanziari internazionali. Affermazioni alle quali poi conseguono insormontabili ostacoli dialettici all'analisi effettiva e veritiera delle criticità della moneta unica da parte di insigni ed esperti economisti. È evidente il riferimento alla sfiorata crisi istituzionale, in occasione della proposta rivolta al Presidente della Repubblica del Professor Savona per la nomina a Ministro

dell'Economia e delle Finanze, economista critico sulle modalità con cui è stata posta in essere la moneta unica ed ora Ministro per gli Affari Europei.

Piuttosto che una discussione di merito sulle idee e le proposte, si è preferito una battaglia ideologica e propagandistica che non ha permesso, e tutt'ora non permette, ai meno addentro alle questioni economiche di costruire una propria opinione in merito alle condotte monetarie dell'Unione Europea. Da questo spunto nasce la mia volontà e il mio interesse nell'approfondire il tema tanto attuale quanto banalizzato dalla politica all'opinione pubblica, di un bilancio quanto più veritiero ed equilibrato dei risultati dell'Eurozona.

Pertanto, questo elaborato si pone l'obiettivo di riuscire a immaginare quale possano essere le necessità di cambiamento per un futuro dell'Eurozona come sperato dai padri fondatori. Per dotarmi degli strumenti analitici utili per il raggiungimento di questo obiettivo, si affronta nel primo capitolo la teoria delle Aree Valutarie Ottimali (AVO), così come elaborata dal premio Nobel R. Mundell e poi integrata grazie agli apporti fondamentali di economisti quali P. Kenen e R. McKinnon, evidenziando quali possono essere i costi e i benefici di un'unione monetaria.

Proseguendo nella seconda parte dell'elaborato, ci si occuperà di fornire una fotografia attuale dell'Eurozona, concedendo spazio al lungo processo storico di formazione dell'integrazione economica e sociale che ha portato alla formazione di un'unione monetaria, con lo scopo di elaborare una valutazione alla luce della teoria AVO.

Nell'ultimo capitolo, infine ci si occuperà, come già anticipato, di analizzare quali siano gli indispensabili bisogni che l'Eurozona ha palesato negli ultimi anni. Pertanto, verranno esposte le necessarie rivalutazioni del ruolo delle istituzioni europee, con particolare riguardo per la Banca Centrale Europea.

## **CAPITOLO 1**

### **LA TEORIA AVO: COSTI E BENEFICI DI UN'UNIONE MONETARIA**

L'Unione Economica e Monetaria Europea è uno dei tentativi, forse il più avvincente ed importante, di superare l'idea di moneta nazionale con l'obiettivo di istituire una valuta comune a più nazioni, in grado di agevolare le transazioni economiche, con il risultato di comprimere, o addirittura eliminare, i costi ad esse rivenienti.

Oltre ai contributi di osservazione empirica, che l'Eurozona ha prodotto per gli economisti, si è manifestata anche l'occasione per riconsiderare la Teoria delle Aree Valutarie Ottimali (AVO), originariamente formulata negli anni '60, che nel tempo aveva perso il centro del dibattito tra le scuole di pensiero economiche.

Infatti, è proprio negli anni '90, con la messa a punto del Sistema Euro, che la Teoria AVO, originariamente elaborata da R. Mundell (1961) e successivamente integrata da R. McKinnon (1963) e P. Kenen (1969), riacquista un ruolo centrale.

Sull'argomento è anche doveroso ricordare che già nel 1953, M. Friedman pubblicò un lavoro in tema di cambi flessibili: *"The Case for Flexible Exchange Rates"*, lavoro che può essere considerato prodromico per la già citata Teoria AVO. L'economista americano, in esito, osservò che i requisiti da soddisfare per raggiungere un'integrazione valutaria erano difficilmente applicabili in un contesto economico reale.

R. Mundell, partendo dalle conclusioni di M. Friedman, pose la sua attenzione proprio sui parametri censurati dall'economista canadese, individuando quali criteri fossero necessari affinché il passaggio ad un sistema di cambi fissi risultasse economicamente meno traumatico. Gli ideatori della Teoria hanno concentrato la loro attenzione sull'antinomia fra la rinuncia della sovranità monetaria e della politica dei cambi e le caratteristiche necessarie perché un'unione monetaria fosse benefica. Lo sviluppo della Teoria e gli apporti di R. McKinnon e P. Kenen hanno condotto H. Johnson<sup>1</sup> a definire gli studi un *"problema senza via d'uscita"*

Negli anni successivi, la discussione nel merito della Teoria in parola, come detto sopra, perde di interesse anche per la crescente fiducia che il mondo accademico concedeva alle teorie monetariste e per la scarsità di esempi pratici a cui far riferimento. Sarà grazie agli studi ripresi dai neokeynesiani e al progetto dell'Eurozona che, negli anni '90, si ridarà luce alla Teoria di R. Mundell, permettendo lo sviluppo di nuovi filoni di pensiero. Questi nuovi filoni

---

<sup>1</sup> Harry Gordon Johnson (1923-1977) è stato un'economista canadese di scuola monetarista, nonché professore all'Università di Chicago e alla *London School of Economics*. Ha concentrato i suoi studi in materia di Commercio Internazionale e Finanza Internazionale.

sposteranno l'attenzione dai costi ai benefici che un paese può ottenere aderendo a un'area valutaria.

### **1.1 MILTON FRIEDMAN: ORIGINI DELLA TEORIA AVO**

In riferimento a quanto detto nell'introduzione precedente, la Teoria AVO deve le sue origini a M. Friedman, illustre professore dell'università di Chicago nonché padre fondatore delle teorie monetariste. In particolare, in "*The Case for Flexible Exchange rates*", M. Friedman pone la sua attenzione all'analisi del sistema dei cambi ed è, infatti, possibile ritrovare diversi riferimenti alle condizioni necessarie affinché un'area valutaria comune possa funzionare in modo corretto, condizioni che, 8 anni più tardi, saranno il punto di partenza per gli studi di R. Mundell. Il pensiero dell'economista di Chicago può essere sintetizzato guardando anzitutto ai tre concetti chiave sui quali esso si basa:

1. dato per assunto che in un mondo reale i prezzi ed i salari sono vischiosi e la loro "equilibrizzazione" comporta costi, M. Friedman considera un regime di cambi flessibili come soluzione per un equilibrio esterno garantito dalle forze del mercato; infatti, a riguardo egli ritiene il sistema di cambi fissi ma aggiustabili di Bretton Woods causa delle crisi della bilancia dei pagamenti;
2. il cambio flessibile consente l'adozione da parte di un paese di una politica monetaria autonoma e indipendente da qualsivoglia scelta di governi esteri;
3. il regime a cambi flessibili permette la rimozione delle barriere sul movimento dei beni e dei capitali, promuovendo l'espansione del commercio internazionale.

Nel suo studio M. Friedman prende ad esempio la sterlina, ipotizzando un sistema di cambi fissi all'interno dell'area che adotta detta valuta e un sistema di tassi variabili con tutte le altre monete estere.

Ponendo a confronto questa situazione con gli Stati Uniti e, dunque, con l'area dollaro, il suo ragionamento porta ad evidenziare l'assoluta necessità di una politica fiscale a fianco di quella monetaria, che sia unica e comune a tutti gli stati membri dell'area valutaria. Accanto a ciò M. Friedman sottolinea la pari importanza della libertà di circolazione di beni, capitali e persone, all'interno dell'area valutaria comune di riferimento.

Pertanto, risulta indispensabile, in condizioni di cambi fissi e assenza di restrizioni commerciali, l'armonizzazione delle politiche fiscali e monetarie interne, a cui accostare la disponibilità ad apportare modifiche al contesto esterno all'area valutaria, attraverso fluttuazioni del livello dei prezzi e dei salari.

È proprio per quanto detto sopra che M. Friedman, ben consapevole delle imperfezioni del mondo reale, sostiene che i cambi flessibili si configurino piuttosto come una facilitazione agli aggiustamenti tra diverse aree valutarie e che, invece, un'unione monetaria comune troverebbe maggiori difficoltà, in considerazione della dipendenza al grado di integrazione commerciale, finanziario e fiscale.

Da queste assunzioni partirà poi lo studio di R. Mundell, che impegnerà i suoi sforzi per la costruzione della teoria AVO nel confutare il pensiero di M. Friedman e, per la dimostrazione di come sia possibile ottenere contemporaneamente l'equilibrio della bilancia dei pagamenti, un basso livello di disoccupazione e un basso livello di inflazione.

## 1.2 ROBERT MUNDELL: IL FONDATORE DELLA TEORIA AVO

R. Mundell, economista canadese insignito nel 1999 del Premio Nobel, è conosciuto come il padre fondatore della Teoria AVO ed a lui è accreditata la coniazione dell'espressione "*area valutaria ottimale*".

L'obiettivo prefissato da R. Mundell, è l'individuazione di un'area geografica all'interno della quale sia preferibile l'adozione di un'unica valuta e, quindi, in cui sia possibile conseguire simultaneamente sia obiettivi di equilibrio interni, quali bassa disoccupazione e la stabilità dei prezzi, sia obiettivi esterni, ovvero l'equilibrio della bilancia dei pagamenti.

È però importante notare il contesto storico e accademico all'interno del quale lo studio di R. Mundell si delinea: nel XX secolo, diversi economisti hanno avuto accese divergenze riguardo quale fosse il regime di tassi di cambio più efficiente e ottimale per le nazioni occidentali.

La questione posta al centro del dibattito teorico era se fosse preferibile in assoluto un sistema a cambi flessibili, un sistema a cambi fissi oppure un giusto compromesso fra i due estremi<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> A tal proposito è utile citare la classificazione del Fondo Monetario Internazionale in tema di regimi di tassi di cambio in riguardo alla flessibilità:

- **Dollarizzazione**: regime di adozione di una moneta straniera; in tal modo lo stato cosiddetto cliente perde totalmente l'autonomia della politica monetaria nazionale, affidandosi a quella portata avanti dal paese ancora. Si noti che in tale categoria rientrano le unioni monetarie, tra cui l'euro.
- **Currency Board**: Il *Currency Board* ha la facoltà di emettere una valuta a condizione che essa sia coperta da un ammontare uguale di una valuta estera alla quale ci si è ancorati. Dato questo ruolo il *Currency Board* si affianca, o prende interamente il posto, come autorità monetaria al posto della banca centrale.
- **Tasso di cambio fisso**: regime di tassi per il quale il valore della propria moneta è bloccato in relazione alle altre valute estere attraverso operazioni di mercato aperto svolte dalla banca centrale. Tuttavia, è facoltà dell'autorità monetaria di compiere azioni di rivalutazione o svalutazione della moneta, variando il valore di cambio. Ciò permette al governo di avere un buon grado di libertà nella decisione sia del cambio che del regime non essendo previsti vincoli stringenti al di fuori dell'impegno agli occhi del mercato.

In particolare, il pensiero di R. Mundell si forma all'interno del contesto delineato dagli accordi di Bretton Woods del 1944 per la determinazione dell'ordinamento monetario postbellico. Nonostante il quasi totale disaccordo di J. M. Keynes<sup>3</sup>, uno dei più autorevoli economisti dell'epoca e partecipante agli accordi come rappresentante del Regno Unito, da tali accordi scaturì, oltre l'istituzione del Fondo Monetario Internazionale, (FMI) e della Banca Internazionale per la Ricostruzione e lo Sviluppo, (ora Banca Mondiale), un nuovo sistema monetario, incentrato sul principio di stabilità, formato da cambi fissi tra le monete e dal ruolo centrale del dollaro, come valuta che manteneva la sua convertibilità con l'oro (gold exchange standard).

Il sistema non ebbe vita lunga e già negli anni '70, con la crisi petrolifera e la novità della stagflazione - non prevista dalle teorie keynesiane dominanti nell'epoca -, entrò in crisi, portando rapidamente tutti i paesi all'abbandono dei cambi fissi.

In realtà, il sistema di Bretton Woods è solo una delle soluzioni del problema dei tassi di cambio, adottate dai diversi paesi dal dopoguerra in poi, per il quale è stato possibile goderne dei particolari vantaggi e, nel contempo, sostenerne i costi. Ciò rende difficile, anche per illustri professori di economia, la formulazione di un'analisi univoca ed obbiettiva che sostenga quale sia effettivamente il sistema di cambi che offra il maggior benessere sociale e la maggior efficienza.

È all'interno di questo contesto storico che va letto "A theory of Optimum Currency Areas", pubblicato nel 1961, con il quale R. Mundell tenta di individuare quali caratteristiche risultino utili e decisive per la determinazione del sistema di cambio.

È da notare però che il tentativo dell'economista di dimostrare la maggior efficacia di un sistema a cambi fissi con una valuta comune, nel '61, era per lo più motivato da ricerche accademiche piuttosto che da obbiettivi politici reali; infatti in quegli anni si deve riconoscere

- 
- **Crawling peg**: tasso di cambio sostanzialmente fisso e ancorato a una valuta di un paese con il quale si instaurano frequenti rapporti commerciali con la peculiarità di essere aggiustato nel caso di variazione di parametri predefiniti.
  - **Tassi fluttuanti all'interno di una banda**: i tassi hanno la libertà di fluttuare all'interno di un intervallo (se assoluto si fa riferimento ad una *target zone*, contrariamente se sono relativi a parametri esterni si parla di *crawling bands*), salvo l'intervento dell'autorità monetaria nel momento in cui tali tassi siano prossimi agli estremi.
  - **Fluttuazione sporca**: qualora i cambi siano flessibili ma sia concesso all'autorità monetaria di intervenire sul mercato nel caso in cui il cambio esca da una banda di oscillazione ritenuta accettabile si definisce un regime di fluttuazione sporca. Il caso principale per cui si ritiene che un cambio non sia accettabile è qualora contrasti con le politiche economiche del paese.
  - **Tassi perfettamente flessibili**: il mercato è l'unico meccanismo autorizzato e in grado di definire il tasso di cambio fra la valuta domestica e tutte le altre valute estere.

<sup>3</sup> John Maynard Keynes (1883-1946) è stato un economista britannico, padre fondatore della Macroeconomia. Allievo di A. Marshall, è stato l'economista più influente del XX secolo. Dalle sue teorie sono derivati diversi filoni di pensiero economico relativi all'incertezza e alla necessità dell'intervento pubblico nell'economia.



che non esisteva volontà da parte di alcun paese di abbandonare la propria sovranità monetaria in favore dell'adozione di una moneta comune. È proprio per questo motivo che invece, negli anni '90, la Teoria ha assunto maggiore importanza, poiché sorretta da un contesto dove molte delle economie capitalistiche più importanti erano pronte a un ulteriore passo in avanti verso l'integrazione monetaria.

Ritornando al lavoro di R. Mundell, egli, per comprendere in quale occasione una valuta risulti ottimale all'interno di una regione geografica, muove anzitutto dalla confutazione delle idee di M. Friedman, allo scopo di elaborare delle ipotesi di fondo che rendano inefficace l'adozione di valute diverse con tassi flessibili.

In riferimento a questo sistema, R. Mundell si allinea al pensiero tradizionale accettando che, in caso di disavanzo nella bilancia dei pagamenti, un deprezzamento della valuta nazionale favorisca il crescere delle esportazioni; viceversa un apprezzamento, nel caso di avanzo nella bilancia dei pagamenti, farebbe da scudo all'aumento dei prezzi. Si pone dunque il quesito di preferenza fra la libera oscillazione dei tassi di cambio ovvero l'adozione di una valuta unica, che R. Mundell intende come una regione che adotta tassi di cambio fissi.

Se, poste alcune ipotesi, è possibile che un sistema a tassi flessibili risulti inefficace, è lecito domandarsi cosa sia meglio preferire tra la libera fluttuazione dei tassi o l'istituzione di un'area valutaria, (cambi fissi all'interno e flessibili con l'estero), al fine di perseguire gli obiettivi interni ed esteri sopracitati. Pertanto, un'area valutaria ottimale, per esser tale, dovrà possedere diverse caratteristiche che la porteranno a raggiungere questi obiettivi con efficienza ed efficacia.

Nel suo lavoro l'economista canadese sottolinea come, in termini di aggiustamento, a differenza di un'area monetaria dove opera un'unica banca centrale, in un'area con più valute la cooperazione fra le banche centrali sia indispensabile per garantire una sufficiente offerta di mezzi di pagamento, con la conseguenza di ingenti perdite di riserve e l'inevitabile spreco di risorse.

Per avvalorare la sua tesi, R. Mundell descrive le conseguenze, scaturite in tre situazioni diverse, qualora si verifichi uno shock nella domanda di beni in due regioni, definite A e B. Pertanto, si assume uno spostamento della domanda dalla seconda alla prima regione, ipotizzando l'assenza di disoccupazione, prezzi e salari nel breve periodo fissi, equilibrio nella bilancia dei pagamenti e con l'obiettivo dichiarato dell'autorità monetaria di attuare politiche atte alla stabilità dei prezzi.

Nel primo caso, le due regioni sono caratterizzate da autonomia monetaria e, dunque, coesistono due valute differenti. Qualora si verifichi lo spostamento della domanda dalla

regione B alla regione A, sarà possibile osservare un aumento della disoccupazione in B ed una contestuale spinta al rialzo dei prezzi in A. In ottemperanza all'obiettivo di prevenire l'inflazione, la regione A opterebbe per una riduzione del credito, traslando l'onere dell'aggiustamento tutto sulla regione B. Quest'ultima sarà costretta a spingere verso una riduzione dei prezzi, per contrastare la disoccupazione crescente. Allorché ciò non fosse possibile, l'unica soluzione rimasta sarebbe la contrazione della produzione interna e, dunque, del reddito, sfavorendo il tasso di occupazione. Quindi, R. Mundell dimostra come, nel caso di aree con diverse valute, uno shock della domanda, che comporti riduzione dei prezzi, si trasformi in una recessione per la regione interessata.

Il secondo caso, si basa sull'ipotesi di due regioni appartenenti allo stesso stato e, dunque, con la stessa moneta. Inoltre, si assume che lo stato persegua l'obiettivo di piena occupazione. Come in precedenza, qualora si verifichi uno shock negativo della domanda in B, esso causerebbe una spinta inflazionistica e un surplus nella bilancia dei pagamenti in A, controbilanciato da un aumento del tasso di disoccupazione in B. Supponendo che la banca centrale opti per una politica monetaria espansiva, si risolverebbe il problema della disoccupazione ma, nel contempo, si aggraverebbe la spinta inflazionistica della regione A.

A questo punto R. Mundell, mostra che, in uno scenario caratterizzato da diverse valute nazionali, il livello di occupazione dei paesi in deficit di bilancio dipenda dalla disponibilità degli altri paesi ad accettare una pressione inflazionista, mentre in un'area valutaria è determinante la volontà della banca centrale di avallare una diminuzione della disoccupazione nelle zone in disavanzo.

Perciò, il Premio Nobel, tramite l'analisi di questa situazione, dimostra l'impossibilità di ottenere il pieno impiego e al contempo la stabilità dei prezzi, nel caso di un'unione monetaria, obiettivi invece raggiungibili in caso di regime di tassi di cambio flessibili. Da ciò è possibile concludere che il mondo non rappresenti di per sé un'area valutaria ottimale e necessiti di cambi fluttuanti che regolino l'esistenza di diverse monete.

Nell'ultima situazione presa in considerazione da R. Mundell, è possibile trovare l'essenza della sua Teoria. Infatti, qui viene espressa la relazione tra area valutaria ottimale e regione economica; verificate alcune condizioni, tra cui la più importante è la libera mobilità dei fattori produttivi - con particolare attenzione al lavoro - all'interno della regione, un'area valutaria è ottimale se corrisponde a una regione economica.

Per comprendere ciò, è utile riferirsi direttamente all'esempio illustrato dall'economista che assume l'analisi di due paesi, il Canada e gli Stati Uniti, e di due regioni, la regione Est e la regione Ovest. Si ipotizza che vengano prodotti unicamente due beni, il

legname ad Ovest e le automobili ad Est e che sia vigente un regime flessibile tra le monete dei due paesi. Infine, si suppone che la crescita della produttività della regione Est provochi eccessi sul lato della domanda per il legname e sul lato dell'offerta per le automobili.

La regione in deficit (Est) subirebbe a questo punto una riduzione dell'occupazione, mentre ad Ovest si assisterebbe a una pressione inflazionistica, con conseguente deflusso delle riserve bancarie dalla regione Ovest verso Est. La banca centrale si trova dunque di fronte ad un dilemma: espandere l'offerta di moneta per contrastare la disoccupazione oppure, al contrario, contrarla per assorbire la spinta inflazionistica?

Questo dilemma non è risolto dalla presenza dei cambi flessibili tra i dollari canadesi e quelli statunitensi, mantenendo un disequilibrio tra le regioni. Quindi, in questo caso, non è possibile esprimere giudizi in merito alle preferenze tra moneta comune e cambi flessibili. Il discorso sarebbe diverso, afferma R. Mundell, qualora fossero prese in considerazione due monete distinte, in uso rispettivamente alle due regioni, ipotetici dollari dell'Est e dollari dell'Ovest. A questo punto, si potrebbe apprezzare l'effetto dei cambi flessibili che, nello shock sopracitato, causerebbe un apprezzamento del tasso di cambio per la regione Ovest favorendo l'equilibrio nella bilancia dei pagamenti. Alla luce di questo esempio, R. Mundell sostiene che *"the optimum currency area is the region"*.

Quindi, dal suo lavoro è possibile estrapolare i criteri principali, ai fini della determinazione di un'area che risulti ottimale. Sicuramente, primo per importanza tra tali criteri, è la mobilità dei fattori di produzione, con particolare attenzione per il lavoro. Ciò in quanto tale mobilità all'interno di un sistema economico permette ai lavoratori di muoversi all'interno della regione, spostando l'offerta di lavoro dall'area in disavanzo verso quella in surplus. Questo trasferimento del lavoro, riduce la necessità di utilizzare variazioni del cambio nominale, al fine di riportare l'equilibrio nella bilancia dei pagamenti.

Di seguito, il secondo criterio individuato da R. Mundell è la flessibilità dei prezzi e dei salari, che rende superflui gli aggiustamenti dei tassi di cambio. Infatti, nella terza situazione, sopra descritta, uno shock della domanda nell'Ovest provocherebbe una spinta al rialzo dei salari, con il conseguente aumento dei costi per la produzione e una contrazione dell'offerta aggregata, a cui seguirebbe un aumento dei prezzi. Sarebbe allora razionale che la domanda di beni fosse superiore nella regione Est, piuttosto che in quella Ovest, portando equilibrio nel sistema.

Come terzo ed ultimo criterio, individuato per la valutazione di area ottimale, qualora non sia presente libera circolazione dei fattori e i prezzi ed i salari fossero rigidi, R. Mundell propone l'indipendenza degli shock asimmetrici.

Proseguendo nella lettura, R. Mundell sposta l'attenzione dell'analisi sul livello microeconomico, individuando altri due parametri principali: anzitutto afferma che esiste un trade-off tra l'utilità e l'efficienza di una moneta come mezzo di pagamento e unità di conto e il numero di valute esistenti all'interno di un sistema di cambi flessibili. Ciò discende dal fatto che a un numero elevato di monete corrispondono costi elevati di transazione e di informazione per i soggetti economici.

Quindi, si notano sia crescenti difficoltà delle operazioni nei mercati dei cambi, sia maggiori ostacoli nell'attuazione delle politiche monetarie, sia nuove opportunità di guadagno per gli speculatori.

Il secondo parametro individuato, discende direttamente dal concetto di "*money illusion*", ovvero quella tendenza, all'interno di un sistema di tassi con cambi flessibili, da parte dei soggetti economici di prendere in considerazione come strumento di valutazione della propria ricchezza il reddito nominale piuttosto di quello reale e preferire, pertanto, una variazione di esso tramite una modifica del tasso di cambio piuttosto che del reddito reale.

A tal proposito, il premio Nobel aggiunge che al crescere del grado di apertura di un'economia la "*money illusion*" tende verso una rilevanza minore, per l'incremento del rapporto fra importazioni e consumi.

A questo punto, seguendo le conclusioni di R. Mundell, il problema dei cambi flessibili deve essere scomposto in due quesiti principali: è possibile che un sistema di cambi flessibili possa funzionare in maniera efficiente all'interno di un'economia occidentale moderna? R. Mundell sostiene che è impossibile dare una risposta che sia indipendente dalle caratteristiche di dette economie, essendo doveroso prendere in considerazione caratteristiche quali, a mero scopo esemplificativo: il grado di inflazione presente, l'utilizzo nella politica economica che si fa dello strumento del tasso di cambio, il grado di consapevolezza delle conseguenze derivanti da una variazione del tasso, il livello di rischio legato all'incertezza che investe creditori e debitori nell'impiego dei capitali.

Il secondo quesito, posto a conclusione del lavoro di R. Mundell, mette in risalto il problema in merito a come dovrebbe essere suddiviso il pianeta in aree valutarie. Egli risponde che la discriminante principale è il grado di mobilità dei fattori. Infatti, se il mondo fosse diviso in regioni ed ognuna di esse potesse assicurare al suo interno mobilità dei fattori ed al contrario ci fosse immobilità interregionale, allora sarebbe ottimale che ogni regione possedesse una propria valuta regolando i rapporti con le altre attraverso cambi flessibili.

Se, al contrario, non ci fosse perfetta mobilità dei fattori all'interno della regione, o invece ci fosse tra le varie regioni, la funzione dei cambi flessibili non sarebbe sufficiente a

garantire l'equilibrio del sistema, portando a un'instabilità continua del tasso di disoccupazione e del livello dei prezzi. In quest'ultimo caso, allora, sarebbe ottimale la creazione di un sistema di cambi flessibili o di un'area valutaria comune che estenda la regione a coprire quei territori dove ci sia mobilità dei fattori.

### 1.3 RONALD MCKINNON

Il secondo economista che contribuì particolarmente alla formulazione della Teoria delle Aree Valutarie Ottimali è R. McKinnon<sup>4</sup>, (1963), il quale si concentrò in particolare sull'approfondimento delle caratteristiche di area valutaria ottimale con riferimento al grado di integrazione degli scambi internazionali.

In tale ambito, il contributo di R. McKinnon, con riguardo all'utilizzo del tasso di cambio come strumento di politica monetaria, individua quali condizioni rendano la svalutazione della valuta efficace o meno per il raggiungimento degli obiettivi di pieno impiego, quindi l'equilibrio nelle bilance dei pagamenti e la stabilità dei prezzi.

Secondo R. McKinnon, il grado di apertura è determinante nella scelta tra cambi flessibili o fissi: infatti, un elevato grado di integrazione, dovrebbe portare alla convenienza per la scelta dei cambi fissi.

Nella definizione di grado di apertura, l'economista di Stanford utilizza la distinzione tra beni commerciabili e quelli non commerciabili, ovvero fra i beni esportabili e beni che, per la loro natura non possono essere esportati. Il grado di apertura risulta essere il rapporto fra essi<sup>5</sup>.

A questo punto, R. McKinnon afferma che al crescere dell'apertura cresce anche l'impatto diretto o indiretto sui prezzi interni, dovuto a oscillazione dei prezzi esteri. Pertanto, l'efficacia di una svalutazione, che verrebbe trasmessa rapidamente al costo della vita ed al livello dei prezzi dei beni commerciabili, viene meno quanto si verifichi un aumento dei prezzi delle importazioni che causi un aumento contestuale dei prezzi interni.

Da ciò, consegue un aumento inevitabile del costo dei beni esportabili, rendendo nullo l'apporto sul lato della competitività della svalutazione. È per questo motivo che al crescere

---

<sup>4</sup> Ronald McKinnon (1935-2014), nato in Canada, è stato un'economista applicato professore di economia all'università di Stanford dal 1961. I suoi studi si concentrarono in materia di economia internazionale e sviluppo economico. Noto in particolare per lo sviluppo della teoria del 1973 "Financial Repression" in collaborazione con Edward Shaw.

<sup>5</sup> "The ratio of tradable to non-tradable goods" è un'espressione che si può riferire sia alla produzione che al consumo: nel mercato in equilibrio, il valore totale dei beni commerciabili prodotti sarà uguale al valore dei beni commerciabili consumati.

dell'integrazione dei rapporti di scambio con l'estero, cresce anche la probabilità che le politiche del tasso di cambio risultino inefficaci.

Nel suo lavoro, R. McKinnon arriva a tale conclusione attraverso l'analisi di due scenari differenti, in cui prende in considerazione, prima, una piccola economia chiusa (piccola affinché i prezzi dei beni *tradables* espressi in monete estere non siano influenzati dalle variazioni del tasso di cambio interno), nella quale il rapporto tra beni commerciali e non commerciabili sia basso e, poi, una piccola economia aperta in cui tale rapporto aumenti. Da questo esempio si deduce come, nel primo scenario, una svalutazione provochi unicamente un aumento della competitività dei beni commerciabili, riducendo al minimo l'effetto sull'indice dei prezzi domestici. Al contrario, nel secondo scenario, la svalutazione comporta forti innalzamenti dei prezzi, riducendo l'efficacia della moneta come unità di conto e di riserva di valore. A questo punto l'autorità monetaria opterebbe per una politica monetaria e fiscale restrittiva, il cui peso sarà adeguato al grado di apertura.

Il contributo di R. McKinnon si estende anche in materia di integrazione finanziaria al fine di raggiungere una condivisione di rischi tra i paesi membri. Infatti, riprendendo nel 2001 un lavoro di R. Mundell del 1973, intuisce come una valuta in comune fra diversi paesi sia un utile strumento per ridurre gli effetti di shock asimmetrici, grazie alla diversificazione di portafoglio.

In aggiunta, afferma che non vi è necessità di simmetria negli shock per sostenere una moneta comune se vi è piena integrazione finanziaria. Pertanto, si evince che una valuta potrà essere estesa a paesi anche con shock asimmetrici, fintanto che essi si assicurino in maniera vicendevole attraverso i mercati finanziari privati.

#### **1.4 PETER KENEN**

Il terzo economista, considerato uno dei padri fondatori della Teoria AVO, è P. Kenen, (1969).<sup>6</sup>

Il suo contributo si esplica nell'individuazione di altre caratteristiche, ritenute necessarie, affinché si denoti un'area valutaria ottimale.

Nello specifico, l'ipotesi più rilevante è quella della diversificazione del prodotto all'interno dell'economia. Infatti, P. Kenen comprende che un'economia altamente diversificata, in un'area valutaria, è esposta in maniera minore alle conseguenze derivanti da

---

<sup>6</sup> Peter B. Kenen (1932-2012) è stato un economista statunitense nonché professore di Economia e Finanza Internazionale presso l'università di Princeton.

uno shock che interessi determinati settori, rendendo meno frequente il bisogno di rivolgersi alla variazione dei tassi di cambio per ristabilire l'equilibrio.

Ecco, dunque, che la diversificazione nel consumo e nella produzione determina una sorta di scudo a protezione dagli elementi di disturbo. Infatti, una produzione diversificata fornisce strumenti diversi per l'assorbimento di uno shock in un settore specifico: la presenza di altre industrie in fase di espansione può controbilanciare gli effetti sul reddito, evitando una fase di recessione estesa all'intera economia e senza il bisogno di una svalutazione monetaria. Ulteriormente, una crescita delle esportazioni di un bene specifico potrà essere bilanciata dalla diminuzione del volume di scambi di altri beni.

Sul tema, alcuni economisti hanno valutato questo sistema di compensazione tanto più efficace ed efficiente, tanto più la produzione prevede una moltitudine di beni esportabili: un paese con una struttura diversificata dell'economia affronta una variazione negativa minore della produzione aggregata, qualora negli altri mercati la domanda di quei beni si riducesse.

I tassi flessibili correrebbero in aiuto di quelle economie con livelli ridotti di diversificazione, proprio per la loro azione di ammortizzare gli shock esterni. Al contrario, per un paese con un'economia diversificata converrebbe optare per un sistema di cambi fissi e, dunque, anche per la realizzazione di un'area valutaria. In questo senso il grado di diversificazione è inteso come un ulteriore criterio per l'identificazione di un'area valutaria ottimale.

P. Kenen non si limita solo all'analisi della diversificazione ma aggiunge altri due criteri che ritiene essenziali perché una moneta comune sia efficiente: l'integrazione fiscale e l'integrazione politica.

Il primo criterio comporta la facoltà per l'autorità sovranazionale di poter disporre di un sistema centralizzato di redistribuzione dei fondi ai paesi membri, per contrastare gli shock asimmetrici negativi.

Il secondo criterio - l'integrazione politica - può essere inteso come un prerequisito di fondo: i paesi che volessero adottare una moneta comune, dovrebbero dimostrare in partenza una forte e incondizionata volontà politica di condividere i rischi e i costi che un'unione monetaria, in qualunque caso, comporta.

## 1.5 I NUOVI CONTRIBUTI TEORICI ALLA TEORIA AVO

Come già riportato, la Teoria AVO deve la sua formulazione ai tre economisti che ne hanno individuato i criteri generali, R. Mundell, R. McKinnon e P. Kenen. Bisogna però constatare che i loro studi erano per lo più frutto di elucubrazioni teoriche, in quanto le loro intuizioni erano scese di solide basi empiriche. È proprio per questo motivo che, dalla metà degli anni '70, la Teoria AVO è sempre più trascurata, ottenendo scarsa attenzione e scarsi successi.

Di contro, negli anni '90, la creazione dell'Eurozona contribuisce a delineare un caso pratico di applicazione della Teoria, che ha rappresentato e rappresenta tutt'oggi, un ambizioso progetto per gli economisti che, avendo evidenze empiriche su cui basarsi, hanno potuto riscoprire, approfondire e in alcuni casi criticare la Teoria ideata dai tre padri fondatori.

Invero, con il parallelo processo di sviluppo dell'UEM, diversi ricercatori riprendono gli sviluppi della teoria e fra tutti si citano in particolare: G. Tavlas<sup>7</sup> e P. De Grauwe<sup>8</sup>.

Secondo l'economista greco, la nuova riscoperta della Teoria AVO è dovuta in parte anche ai contestuali sviluppi nel campo della macroeconomia. Infatti, in *"The "New" Theory of Optimum Currency Areas"*, (1993), Tavlas afferma che *"These developments have allowed the original optimum-currency-area approach to be cast in a new light"*.

P. De Grauwe, autore del libro *Economia dell'unione monetaria*, al quale si farà particolare riferimento nel prossimo paragrafo, definisce i recenti sviluppi come la "Nuova Teoria AVO". In effetti, è possibile notare un cambiamento nell'approccio dell'analisi di tale tema; se nella teoria originaria R. Mundell, R. McKinnon e P. Kenen si erano concentrati sull'individuazione dei criteri che portassero alla definizione di un'area geografica come ottimale per l'adozione di una moneta comune, le recenti rivisitazioni della Teoria hanno puntato più sull'analisi di costi e benefici a cui un paese andrebbe incontro adottando una moneta comune ed un'altra prospettiva accademica ha ipotizzato l'endogeneità dell'area valutaria ottimale.

---

<sup>7</sup>George Tavlas è un'economista greco e membro del Consiglio delle Politiche Monetaria della *Bank of Greece*, studioso di Politica Monetaria Internazionale e Unione Monetaria

<sup>8</sup> Paul De Grauwe è un'economista belga professore di Politica Economica alla *London School of Economics and Political Science* e membro del Parlamento Federale del Belgio.



## 1.6 ANALISI DEI COSTI E DEI BENEFICI DI UN'UNIONE MONETARIA

La Nuova Teoria AVO, come accennato in precedenza, fornisce una dettagliata analisi dei costi e dei benefici che un'unione monetaria comporta. In questo paragrafo si esporrà quanto P. De Grauwe ha esaminato all'interno del suo libro *"Economia di Unione Monetaria"*, (2016), unitamente ad una rappresentazione schematica del confronto tra benefici e costi di un'unione monetaria.

Se da una parte i costi che un paese deve sostenere per adottare una moneta comune sono di natura macroeconomia dall'altra, i benefici che esso ne trae sono di tipo microeconomico ed in particolare legati all'aumento di efficienza, nel confronto con varie monete nazionali, derivante principalmente da due fonti:

- la soppressione dei costi di transazione connessi al mercato dei cambi delle monete nazionali;
- l'eliminazione, del rischio di incertezza sulle oscillazioni future dei tassi di cambio.

Dunque, la prima fonte di efficienza deriva dall'eliminazione delle commissioni applicate al cambio di valute e rappresenta sicuramente il vantaggio più evidente.

Nel caso specifico dell'Eurozona, con riferimento alle stime del 1990 dell'*European Commission*, si stima che tale guadagno si sia aggirato tra lo 0.25% e lo 0.5% /anno del PIL della Comunità Europea (in termini assoluti si tratta di una cifra compresa tra i 13 e i 20 miliardi/anno di euro), i cui maggiori beneficiari sono stati i consumatori oramai non più gravati dalle commissioni bancarie, oneri paragonabili ad una sorta di imposta in somma fissa. Viceversa, gli istituti bancari hanno dovuto rinunciare a questa forma di introiti che rappresentavano una quota vicina al 5% dei ricavi annui.

Questa perdita di ricavi però non deve sembrare un costo della moneta comune, in quanto ha comportato un miglioramento del benessere generale e le banche, dopo aver attraversato un periodo di transizione, potranno ritrovare canali di profitto diversi.

Proprio per questa ricerca di profitti alternativi, la moneta unica ha spinto gli istituti di credito verso un incremento dell'efficienza bancaria che si è presentata, ad esempio, sotto forma di un sistema di pagamento migliore. Infatti, per garantire un sistema dei pagamenti equo all'interno dei singoli paesi rispetto ai pagamenti tra i singoli paesi membri, è stato istituito nel 2008 il SEPA (*Single Euro Payments Area*) che prevede le stesse commissioni per i pagamenti mediante carta di credito ed i trasferimenti bancari e di crediti fino a €50.000, sia che avvengano entro i confini nazionali, sia che coinvolgano più paesi membri dell'Eurozona.

In tema di guadagni indiretti, derivanti dall'eliminazione dei costi di transazione, è

necessario anche menzionare la maggiore trasparenza nei prezzi che l'introduzione dell'euro ha implicato.

La possibilità, derivata dall'eliminazione delle variabili determinate dai tassi di cambio nominali, di poter confrontare direttamente i prezzi dei beni di diversi paesi europei, oggi consente ai consumatori di esprimere giudizi più consapevoli ed alle imprese di confrontarsi senza dover tenere in considerazione le percezioni, talvolta errate, dei consumatori, con indubbio beneficio anche per la concorrenza tra le imprese stesse.

Dagli studi di C. Engel e R. Rogers, è stato possibile osservare il fenomeno, qualora siano in uso le frontiere, in tema di differenziale di prezzo. Confrontando il prezzo di uno stesso bene tra città frontaliere Statunitensi e Canadesi - Detroit e Windsor - è stato osservato che tale differenziale era pari a quello rilevato tra due città distanti fino a 4.000 chilometri, come New York e Los Angeles.

Ciò dimostra come le frontiere costituiscano potenti strumenti di segmentazione e di ostacolo al mercato, anche in assenza di specifici strumenti quali i dazi.

Analizzando ora la seconda fonte di efficienza, cioè l'eliminazione del rischio sulle oscillazioni future dei tassi di cambio, i benefici sono facilmente intuibili. La presenza di tassi flessibili provoca una inevitabile incertezza da parte di soggetti economici normalmente avversi al rischio e questo comporta una perdita di benessere sociale.

Analoga considerazione vale anche per le imprese - parimenti avverse al rischio - le quali temono le oscillazioni dei tassi di cambio, in quanto queste generano effetti anche sui profitti.

Qualunque soggetto economico, seguendo infatti la concezione dell'avversità al rischio, è disposto ad accettare una maggiorazione nel livello del rischio solo se viene promesso un congruo aumento del tasso di rendimento.

Quindi, una diminuzione del rischio porta con sé anche una riduzione del tasso di rendimento atteso.

Nella Teoria dell'impresa, è possibile immaginare un'impresa *price-taker*, che esporti all'estero l'intera produzione; si ipotizzi, quindi:

- un prezzo costante espresso in valuta estera;
- un prezzo in valuta nazionale, ottenuto come il prezzo predominante sul mercato estero moltiplicato per il tasso di cambio vigente;
- una curva dei costi marginali, con l'andamento riportato nel grafico sottostante;

nel caso in cui il regime di tassi sia fisso (rif. figura 1a), l'impresa ha la certezza che il prezzo ottenuto sia  $p_1$  e che lo stesso rimarrà costante, quindi un profitto noto e privo di incertezza,

(area grigia meno l'area  $FGp_1$ ).

Supponendo, invece, un regime di tassi flessibili, (rif. figura 1b), il prezzo che, l'impresa osserva in valuta nazionale, potrà variare a seconda delle oscillazioni del tasso di cambio tra  $p_2$  e  $p_3$ . In queste condizioni, il profitto sarà mediamente maggiore rispetto ai cambi fissi in quanto, se il prezzo che prevale fosse  $p_2$ , l'area di differenza del profitto sarebbe  $p_1BCp_2$ . Invece, qualora il profitto sia maggiore, la differenza è data dall'area  $p_3BCp$ .

Ciò è dovuto al fatto che in caso di prezzi alti, l'impresa è stimolata ad aumentare la produzione, incrementando i ricavi; viceversa un prezzo minore porta l'impresa verso la contrazione della produzione, con contestuale decremento dei ricavi. Non è pertanto chiaro se il profitto mediamente maggiore, in caso di tassi flessibili, sia in grado di produrre effetti positivi maggiori di quelli che produce l'assenza di incertezza nel caso di tassi fissi.

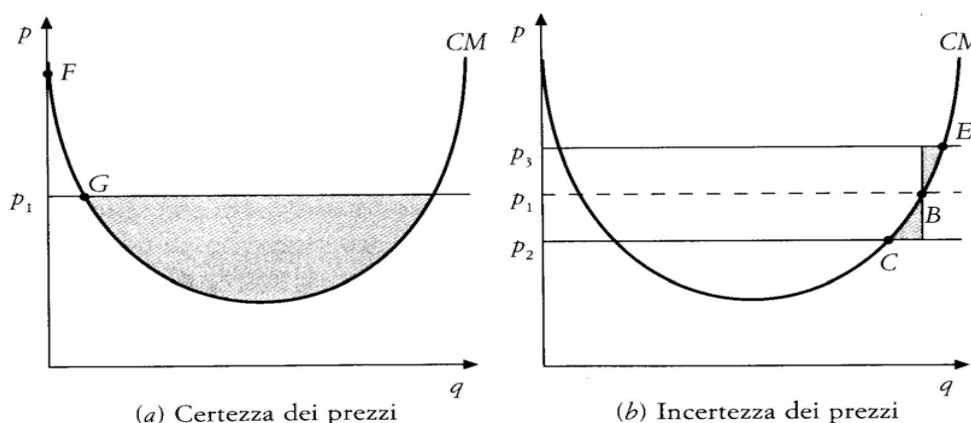


Figura 1 - Profitti dell'impresa in condizioni di certezza e incertezza dei prezzi  
Fonte: Paul De Grauwe, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino, 2016

Proseguendo l'analisi dei benefici derivanti dall'introduzione di una moneta comune, è possibile individuare anche la crescita di rilevanza che la moneta stessa vive. Infatti, l'importanza complessiva di tutte le monete nazionali dei paesi membri è sicuramente inferiore a quella della moneta unica dall'unione.

Ne consegue che la moneta comune può assumere il ruolo di moneta di "rango internazionale", utilizzata dunque anche all'estero da paesi che non fanno parte dell'unione, con conseguenti ulteriori benefici per quest'ultima.

I benefici che si ottengono dall'utilizzazione della propria moneta all'estero, sia come unità di conto sia come mezzo di cambio, sono tre:

- il paese emittente ottiene plus-ricavi dall'utilizzo della propria moneta a livello internazionale; la crescita infatti della moneta provoca un aumento dell'entità della

banca centrale emittente che, a sua volta, provoca un incremento dei profitti per essa. I profitti della banca centrale affluiscono nelle casse dello Stato e, quindi, producono benessere per la collettività<sup>9</sup>;

- il secondo vantaggio ottenuto, è derivante dall'utilizzo come riserva, da parte delle banche centrali estere, della moneta internazionale, sotto forma di titoli del Tesoro<sup>10</sup>. Ciò permette al Governo di servirsi della vendita di detti titoli all'estero per il finanziamento in deficit del bilancio, lasciando che siano gli investitori esteri a sobbarcarsi il rischio di cambio;
- il terzo beneficio, probabilmente il più apprezzabile, è lo stimolo ai mercati finanziari dovuto all'utilizzo della moneta come unità di conto e mezzo di pagamento. Infatti, una moneta internazionale, premettendo un buon grado di apertura, porta all'interno del mercato interno ingenti quantità di denaro da investire dall'estero che si traduce in uno sviluppo dello stesso, tramite processi di *know-how* e creazione di posti di lavoro.

In conclusione, dall'analisi è possibile palesare una correlazione positiva tra benefici di una moneta comune ed il grado di apertura di un paese.

Infatti, i guadagni, sia in costi di transazione, sia in riduzione dell'incertezza, assumono rilevanza al crescere del rapporto degli scambi commerciali con l'estero, in relazione al PIL. Per questo motivo, una piccola economia aperta otterrà maggiori benefici dall'ingresso in un'area valutaria piuttosto di una grande economia chiusa.

Se, come abbiamo visto, una moneta comune implica da una parte svariati benefici (la cui rilevanza dipende dalle caratteristiche dell'economia del paese che entra in un'area valutaria), dall'altra produce anche diversi costi, principalmente di tipo macroeconomico.

Il più rilevante fra questi ultimi è indubbiamente la perdita della sovranità monetaria. Un paese che decide di entrare all'interno di un'area valutaria, cede a un'autorità sovranazionale - la banca centrale - il controllo dell'emissione di moneta e della determinazione del tasso di interesse a breve termine, privandosi dello strumento di politica monetaria che, in moltissimi casi, la storia ha dimostrato essere fondamentale per uscire da momenti bui.

La perdita sul controllo della moneta comporta l'impossibilità dei governi di finanziare il proprio deficit di bilancio, non più garantito da una moneta nazionale ma da una moneta

---

<sup>9</sup> A riguardo è possibile prendere in considerazione che, nel 1999, più della metà dei dollari della *Federal Reserve* veniva utilizzato al di fuori degli USA, provocando profitti per ca. lo 0.5% del PIL statunitense.

<sup>10</sup> Sempre in riferimento al dollaro USA, si precisa che la banca cinese detiene più di un trilione di dollari sotto forma di titoli del tesoro americani.

sovrana emessa da una banca centrale, la quale non può essere costretta a fornire la liquidità necessaria per ripagare il debito.

In questa condizione, i grandi investitori possono agire sui mercati finanziari, come ha dimostrato la recente crisi dei debiti sovrani del 2011, con operazioni in grado di procurare importanti crisi di liquidità per taluni paesi, tali da poter immaginare per gli stessi un default per insolvenza.

Un paese invece monetariamente indipendente, come ad esempio il Regno Unito, sarà sempre in grado di operare sul proprio debito, emesso in sterline, poiché il governo, avendo il controllo sulla *Bank of England*, sarebbe in grado di arginare eventuali azioni ostili messe in atto da investitori internazionali, con provvedimenti quale il rialzo del tasso d'interesse. Il conseguente afflusso di liquidità nel mercato dei cambi provocherebbe una riduzione del prezzo della sterlina, tanto da attrarne compratori. Pertanto, la quantità di moneta inglese non cambierebbe ed il governo inglese non dovrebbe sopperire ad una riduzione di liquidità. In ogni caso, sarebbe sempre possibile per il governo indurre la *Bank of England* ad emettere valuta per finanziare il debito, senza il rischio di precipitare in una crisi di liquidità.

Al contrario, in un paese parte di un'unione monetaria, come ad esempio la Spagna, gli investitori internazionali, a seguito della vendita di titoli di Stato spagnoli, investirebbero poi il ricavato in un altro paese, con conseguente deflusso di moneta al di fuori della Spagna determinando una crisi di liquidità. A questo punto diverrebbe difficile per il paese rifinanziarsi a tassi sostenibili, con il concreto rischio di default.

Si evidenzia come, in questi contesti, assumano grande importanza per un paese la diminuzione della fiducia e/o gli intenti puramente speculativi, da parte mercati finanziari.

Spostando l'analisi dei costi sul debito pubblico, si prenda in considerazione due paesi - Francia e Germania - entrambi appartenenti a un'unione valutaria, investiti da uno shock asimmetrico della domanda.

In Francia, in caso di contrazione della domanda, con conseguente riduzione della produzione e dell'occupazione, gli effetti si ripercuoterebbero sia sull'entrate tributarie - vista la contrazione del PIL -, sia sulla spesa pubblica - dovuta all'aumento delle spese sociali per i sussidi alla disoccupazione crescente -. Pertanto, il debito pubblico francese aumenterà.

Nel grafico, (rif. figura 2a), è possibile osservare questo shock rappresentato dallo spostamento della domanda a sinistra (da  $D_F$  a  $D'_F$ ). La crescita del deficit, indurrebbe i mercati finanziari ad insinuare il dubbio sulla solvibilità della Francia, generando il processo già descritto per la Spagna.

A questo punto la situazione si aggraverebbe, i consumi e gli investimenti si

ridurrebbero, con ulteriore contrazione della domanda, da  $D'_F$  a  $D''_F$ , (rif. figura 2a).

In Germania, con una variazione positiva della domanda, rilevabile nel grafico dallo spostamento della domanda da  $D_G$  a  $D'_G$ , (rif. figura 2b), l'afflusso di euro, frutto delle massicce vendite di titoli francesi, determinerebbe un aumento della liquidità, investita verosimilmente in titoli di Stato. La conseguenziale riduzione del tasso di rendimento, darebbe un'ulteriore spinta ai consumi, spostando ancora la domanda tedesca da  $D'_G$  a  $D''_G$ .

Pertanto, dal modello sopradescritto è possibile dedurre che uno shock asimmetrico in un'unione monetaria porta l'amplificazione, tramite la crisi debitoria del paese in recessione, degli effetti di tale shock (in negativo per la Francia ma in positivo per la Germania).

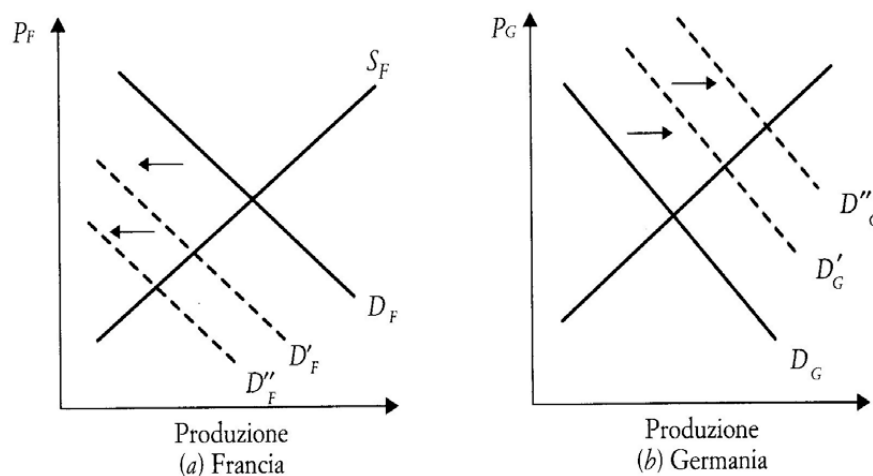


Figura 2 - Amplificazione di shock asimmetrici  
Fonte: Paul De Grauwe, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino, 2016

Altro fattore da considerare, nel caso di implementazione di una nuova unione monetaria, sono i cosiddetti costi di transizione (o di passaggio), che rappresentano tutti gli oneri che il singolo soggetto economico, o la collettività, deve sostenere per il processo di adattamento e sostituzione della moneta.

Inoltre, sono da considerare anche i processi di aggiustamento, da ricercare nel difficile tentativo della riduzione delle asimmetrie, quali ad esempio quelli dovuti alle differenze strutturali del mercato del lavoro ed all'interno dell'ordinamento giuridico.

Per valutare il rapporto tra benefici e costi, che un'area valutaria può implicare, è necessario comprendere in quali situazioni i primi siano superiori ai secondi o viceversa, al fine di stabilire se l'adozione di una moneta comune sia vantaggiosa oppure sconveniente.

Impostiamo tale confronto assumendo come variabile determinante il grado di apertura dell'economia - asse delle ascisse - ed i costi e benefici ad esso corrispondente - asse delle ordinate - (rif. figura 3). Il punto di intersezione fra le due funzioni è il punto critico di apertura,

dove il confronto cambia esito: a sinistra di esso è ragionevole optare per il mantenimento di una valuta nazionale, a destra per l'adozione della valuta comune.

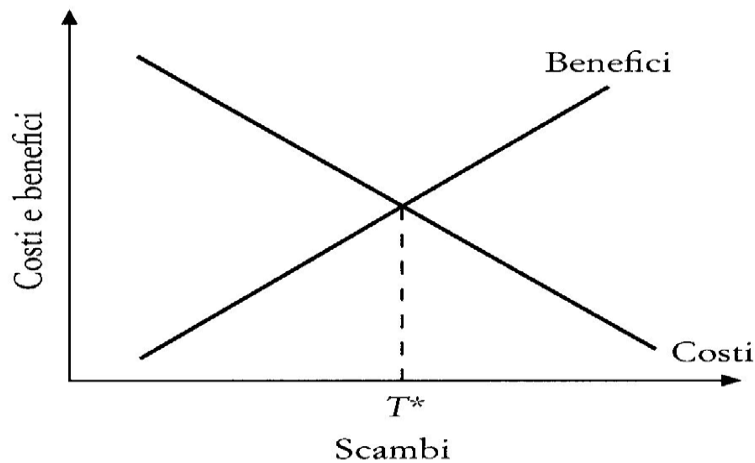


Figura 3 - Costi e benefici di un'unione monetaria (% del PIL)  
Fonte: Paul De Grauwe, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino, 2016

Si precisa che l'andamento della curva dei costi è sicuramente decrescente ma, la sua inclinazione e la sua posizione dipendono dalle opinioni in merito all'utilità dei tassi di cambio flessibili in caso di shock della domanda.

Quindi, si individuano due approcci distinti: quello monetarista e quello keynesiano. Il primo, considera superflue le variazioni dei tassi di cambio per correggere gli effetti di shock asimmetrici e, se anch'esse producessero qualche effetto, sarebbero d'ostacolo al benessere collettivo, (rif. figura 4a); il secondo, invece, considera le politiche del tasso di cambio e quelle monetarie, essenziali per l'assorbimento degli shock asimmetrici, considerando come reali le rigidità dei prezzi, dei salari e della ridotta propensione dei lavoratori a spostarsi, (rif. figura 4b).

Quindi, i monetaristi, corrente maggioritaria all'interno della relazione dell'*European Commission* 1990, immaginano una curva particolarmente rigida e prossima all'origine, così che il punto di equilibrio sia molto basso. Al contrario, i sostenitori del secondo approccio, rappresentano la curva dei costi come meno pendente e più lontana, a riprova che la perdita di controllo della politica monetaria sia un importante costo per un'unione monetaria.

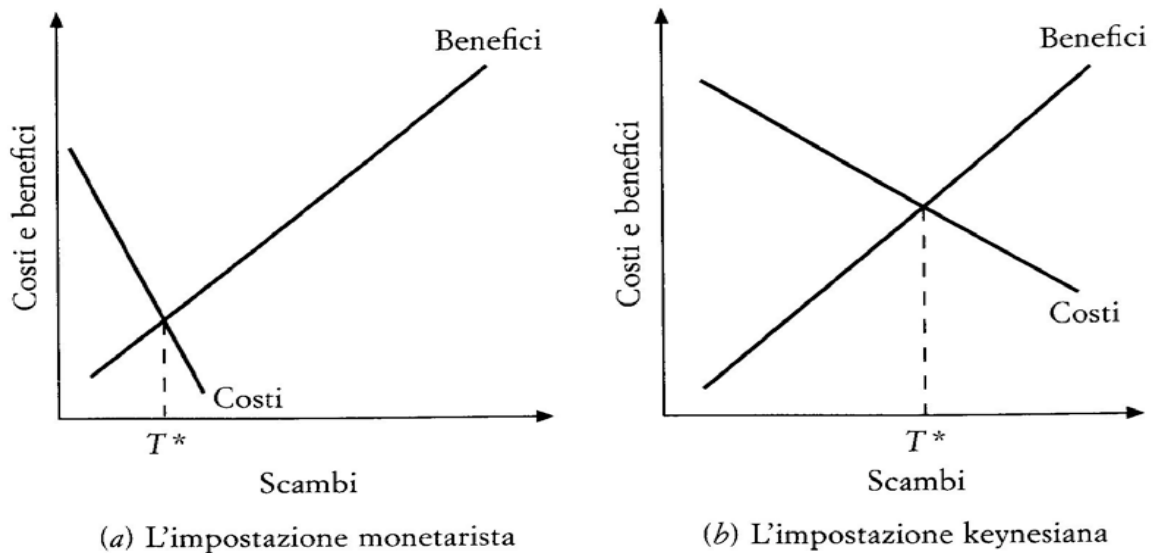


Figura 4 - Costi e benefici di un'unione monetaria (% del PIL)  
 Fonte: Paul De Grauwe, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino, 2016

Ulteriori due criteri da considerare nell'analisi dei costi-benefici, sono il grado di rigidità di prezzi e salari ed il già citato grado di mobilità dei lavoratori.

Un paese con prezzi e salari poco rigidi, oppure con un buon livello della mobilità del lavoro, avrà minori costi nell'aderire a un'unione monetaria poiché, qualora si verificasse uno shock asimmetrico, i cambi fissi renderebbero il processo di aggiustamento complesso e costoso.

Graficamente è possibile osservare questo fenomeno attraverso lo spostamento verso il basso della curva dei costi, con conseguente riduzione del livello critico di apertura (rif. figura 5).

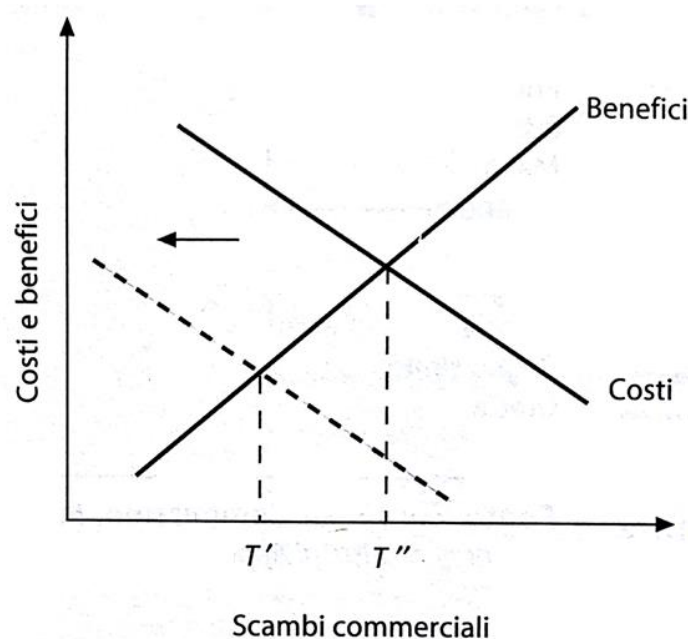


Figura 5 - Costi e benefici con rigidità decrescenti (% del PIL)  
 Fonte: Paul De Grauwe, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino, 2016



Il secondo filone di studi della Nuova Teoria AVO ipotizza il carattere, in parte endogeno, del processo di integrazione necessario per rendere ottimale un'area valutaria.

Nei lavori degli economisti negli anni '90 ed in particolare in "*The endogeneity of the optimum currency area criteria*" di J. Frankel e A. Rose, del 1998, si sostiene che l'introduzione della moneta unica, per sé stessa, porti all'avvio di un processo di integrazione, avvicinando le caratteristiche dei paesi aderenti ai criteri AVO. Quindi, la mera volontà di un paese di entrare in un'unione monetaria attiva una serie di cambiamenti che portano lo stesso paese ad aumentare il grado di simmetria con il resto dell'unione, determinando, quindi, uno spostamento del livello critico di apertura nell'analisi dei costi - benefici sopradescritta.

Dunque, riassumendo, a seguito della formulazione della Teoria AVO da parte dei tre padri fondatori, diversi economisti hanno dato poi il loro contributo, spostando l'attenzione sulla convenienza o meno di entrare in un'unione monetaria, attraverso un'analisi di statica comparata dei costi e dei benefici che si otterrebbero.

Indubbiamente, i vantaggi principali sono dovuti alla riduzione dei costi di transazione e del rischio per incertezza dei tassi di cambio, nonché alla crescente caratura internazionale della nuova moneta.

Viceversa, i costi si sostanziano principalmente dalla rinuncia alla sovranità monetaria e, conseguentemente, in tutto ciò che ne consegue in termini di possibili politiche nazionali, dal grado di simmetria fra le economie e le industrie dei paesi membri e dai costi di passaggio ad una nuova moneta.

Quanto i primi prevalgano sui secondi è giudizio assai più complesso e, in merito, si rilevano molteplici opinioni di diverse scuole economiche ma, è presumibile supporre la scarsa attendibilità di valutazioni non confortate da dati empirici ma unicamente da ragionamenti teorici.

## **CAPITOLO 2**

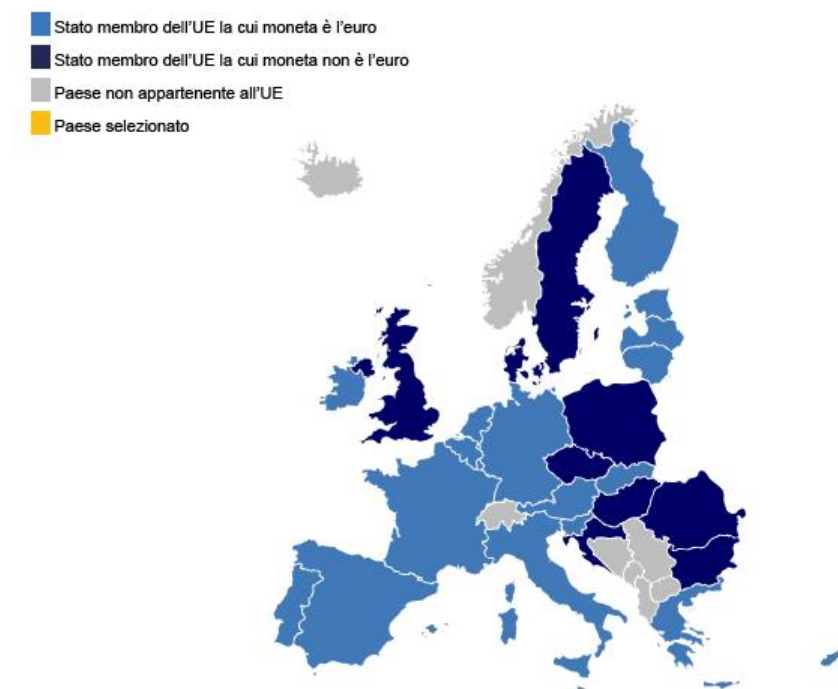
### **L'UNIONE ECONOMICA E MONETARIA EUROPEA, EVIDENZE EMPIRICHE E SITUAZIONE ATTUALE**

L'obiettivo del breve excursus che segue è quello di delineare quali siano stati i passi fondamentali verso la creazione dell'Unione Economica e Monetaria Europea, ai fini di un'analisi che risulti utile per la comprensione della situazione attuale della Zona Euro.

Infatti, le peculiarità del progetto economico europeo delineano un contesto unico nel suo genere, in cui poter osservare l'effettivo funzionamento di un'unione monetaria. Questo permette di valersi degli strumenti che la Teoria AVO ha proposto, applicandoli alla concretezza dell'UEM<sup>11</sup>, allo scopo di fornire una prova di valutazione del grado di ottimalità dell'Eurozona.

Nel prosieguo, sarà presentata un'analisi della situazione attuale del processo di integrazione dell'UEM, utilizzando i dati necessari ai fini di un'attenta valutazione.

In ogni caso, risulta comunque sorprendente la vastità e la rilevanza di tale progetto che, ad oggi, investe con i suoi benefici quasi 340 milioni di persone, coinvolgendo 19<sup>12</sup> dei 28 paesi membri dell'Unione Europea. A ciò si aggiungono poi le circa 175 milioni di persone che utilizzano valute attualmente ancorate all'euro e i 7 paesi che hanno avviato e portano avanti il processo di adozione della moneta unica<sup>13</sup>.



*Figura 6 - Area Euro 1999-2015*

*Fonte: Banca Centrale Europea, sito online*

<sup>11</sup> Unione Economica e Monetaria dell'Unione Europea

<sup>12</sup> Al 2018 i paesi membri dell'Eurozona sono: Austria, Belgio, Cipro, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Portogallo, Slovacchia, Slovenia e Spagna

<sup>13</sup> Bulgaria, Repubblica Ceca, Croazia, Ungheria, Polonia, Romania, Svezia

Nonostante gli evidenti successi raggiunti finora dal progetto dell'unione monetaria, non bisogna esaltarsi e trascurare quelli che sono stati gli errori e le omissioni che hanno condotto ad una formazione comunque non necessariamente sempre ottimale e lineare. È in tal proposito utile tenere a mente quanto T. Padoa-Schioppa<sup>14</sup> nel 2001 ha affermato: *“l'incompiutezza rende precario il già costruito, ma il già costruito è opera tanto grande che rischia di farci dimenticare l'incompiutezza”*<sup>15</sup>.

## **2.1 IL PROCESSO DI FORMAZIONE DELL'EUROZONA: I PRODROMI DELL'UEM**

Nel 1957, sei Nazioni, Belgio, Germania (Ovest), Francia, Italia, Lussemburgo e Paesi Bassi, si riunirono a Roma per dare vita ad una forma di collaborazione reciproca, con l'intento di creare un mercato comune in cui persone, prodotti, capitali e servizi, potessero essere liberi di circolare, al fine ultimo di raggiungere un'integrazione di fatto dei paesi membri.

È così che, a seguito del c.d. Trattato di Roma<sup>16</sup>, nacque la Comunità Economica Europea (CEE) e, contemporaneamente, fu fondata anche la Comunità Europea dell'Energia Atomica (Euratom) – nel marzo del 1957.

Tale Trattato era frutto di un cammino verso una cooperazione europea iniziato già dieci anni prima, con la fine della Seconda guerra mondiale. Si rispondeva così a quel processo opposto che, già negli anni antecedenti al conflitto ed a partire dalla crisi del '29, aveva visto i paesi europei chiudersi in favore di un protezionismo economico sorretto da un nazionalismo politico, la cui diretta conseguenza fu una diffusa disgregazione economica i cui effetti, poi, contribuirono all'inizio del citato conflitto mondiale.

Al tramonto della Seconda grande guerra, risultò quindi necessario l'avvio di un processo di integrazione europea, che coinvolgesse sia la sfera economica sia quella politica, con l'intento di conferire all'Europa un rilievo istituzionale, in un contesto internazionale a quel tempo sempre più dominato dal duopolio tra USA e URSS.

In quest'ottica, si inserisce il tentativo di W. Churchill di arginare l'influenza politico-economica sovietica, che guadagnava terreno nell'Europa Continentale, con la creazione del

---

<sup>14</sup> Tommaso Padoa-Schioppa (1940-2010), è stato un influente economista e politico italiano. Egli ha ricoperto cariche istituzionali nazionali (Presidente della CONSOB, vicedirettore generale della Banca D'Italia e Ministro dell'Economia e delle Finanze nel Governo Prodi II) e internazionali (dirigente del FMI, direttore Generale per l'Economia e la Finanza della Commissione Europea, membro del Comitato Esecutivo della BCE).

<sup>15</sup> Cfr. Padoa-Schioppa, (2001),

<sup>16</sup> Più volte modificato nel corso degli anni, oggi è chiamato Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea.

movimento “Europa Unita” nel 1947.

Così, si avviò il processo di integrazione europea che vedeva, già dall’incontro del ’48 all’Aia, la contrapposizione di diverse opinioni su come dovesse essere condotto il corso politico: il pensiero “federalista” che sosteneva un’unione federale degli stati membri cauta e graduale e quello “unionista” che spingeva verso una struttura sovranazionale stringente e subitanea.

Nel decennio successivo, la comunque esistente astiosità politica tra i governi dei paesi protagonisti rese evidente l’impossibilità di un’integrazione esclusivamente frutto della volontà politica e che, pertanto, era necessario individuare una via alternativa. È in quest’ottica che bisogna inquadrare i futuri passi verso l’integrazione europea, a cominciare anzitutto dal Trattato di Roma, che vide l’economia come base di partenza per dare nuovo slancio al processo.

Al termine del periodo transitorio, conformemente a quanto previsto dal Trattato di Roma del ’57, le massime cariche dei paesi aderenti si riunirono all’AIA nel dicembre 1969 per rivedere gli accordi e procedere nell’attuazione di un’unione economica. Al termine dei lavori, i Capi di Stato dei sei paesi resero pubblico il seguente comunicato: “[. . .] hanno riaffermato la propria volontà di imprimere un più rapido ritmo agli ulteriori sviluppi necessari per rafforzare la Comunità e trasformarla in un’unione economica”. Ritengono che il processo di integrazione debba portare ad una Comunità caratterizzata dalla stabilità e dall’espansione economica. A questo scopo hanno convenuto che nel 1970 in seno al Consiglio verrà elaborato un piano per la creazione di un’unione economica e monetaria, da attuarsi a tappe successive”<sup>17</sup>.

A questo punto iniziava a delinarsi anche la volontà da parte della Francia di assumere le redini del progetto, tentando di arginare e controbilanciare la leadership della Germania. Per l’appunto, nella suddetta conferenza, G. Pompidou<sup>18</sup> sostenne il rilancio del processo d’integrazione, individuando i tre passi successivi per la crescita della Comunità:

- completamento, (delle politiche riguardanti l’agricoltura);
- approfondimento, (evoluzione della Comunità in altri settori);
- allargamento, (con l’accoglimento delle domande dei Paesi candidati).

Conseguentemente, il Consiglio della CEE, nel marzo 1970, diede mandato ad un gruppo di esperti di preparare un rapporto sulla realizzazione, da attuarsi per gradi, dell’Unione

---

<sup>17</sup> Cfr. Comunicato finale della Conferenza dell’Aia, 2 dicembre 1969

<sup>18</sup> George Pompidou (1911-1974) è stato Presidente della Repubblica Francese tra il 1969 e il 1974, e precedentemente Primo Ministro sotto la presidenza di De Gaulle.

Economica e Monetaria (UEM), affidando la presidenza a P. Werner<sup>19</sup>,

Nel corso dei lavori, emersero immediatamente due differenti impostazioni:

- procedere all'unificazione monetaria, come primo passo verso una successiva adozione della moneta unica. Operazione da compiere con una progressiva contrazione dei margini di oscillazione delle monete;
- portare a compimento, dapprima, progressi per armonizzare le politiche economiche, azione necessaria in quanto le economie dei paesi membri mostravano andamenti divergenti e, solo successivamente, dare seguito alle fasi verso l'unificazione monetaria.

Il Rapporto, pubblicato nell'ottobre 1970, che fissava come priorità il "*fixing totale e irreversibile dei tassi*" e la completa liberalizzazione dei movimenti di capitale, considerava l'UEM un traguardo raggiungibile nel corso di un decennio, al cui termine avrebbe potuto essere realizzata "*la convertibilità totale e irreversibile delle monete, l'eliminazione dei margini di fluttuazione dei cambi, la fissazione irrevocabile dei rapporti di parità*"<sup>20</sup>.

Il Rapporto Werner fu approvato dal Consiglio della CEE e successivamente trasfuso nella Risoluzione del 22 marzo 1971, nella quale erano indicati i provvedimenti da adottare, nel periodo 1971-1973, per realizzare l'UEM.

L'Europa fu però costretta a rimandare l'attuazione del progetto, a causa delle divergenze politiche tra gli stati membri, dello shock causato dalla crisi petrolifera e, soprattutto, del traumatico abbandono del "*gold exchange standard*" da parte degli USA, tutte situazioni che fecero naufragare, nel 1973, il cosiddetto "*snake in the tunnel*"<sup>21</sup>, primo tentativo di cooperazione monetaria e armonizzazione dei cambi.

Ciò nonostante, dieci anni dopo fu raggiunto un obiettivo importantissimo quale l'istituzione, nel marzo 1979, del Sistema Monetario Europeo (SME), dell'European Exchange Rate Mechanism (ERM) e dell'European Currency Unit (ECU), valuta virtuale basata su una media ponderata delle divise comunitarie, che fu di fatto il progenitore dell'euro. E fu sulla base dei principi contenuti nel "Rapporto Werner" che venne elaborato il trattato di Maastricht, che

---

<sup>19</sup> Pierre Werner (1913-2002), già primo ministro lussemburghese e ministro delle finanze può essere considerato il nonno dell'euro. Morì nel giugno 2002, pochi mesi dopo l'entrata in circolazione della moneta unica.

<sup>20</sup> Cfr. Rapporto al Consiglio e alla Commissione sulla realizzazione per fasi dell'Unione economica e monetaria nella Comunità, (Rapporto Werner), in Supplemento al Bollettino delle Comunità europee, n. 11, 1970;

<sup>21</sup> Sistema comunitario di cambio, nato il 24 aprile 1972, noto come il "serpente nel tunnel": le monete europee erano tenute a oscillare entro una fascia del 2,25%, il cosiddetto "serpente", il quale a sua volta si snodava all'interno di un tunnel, la cui ampiezza corrispondeva alla massima oscillazione consentita nei confronti del dollaro. Lo stesso non si dimostrò efficace nel promuovere il coordinamento delle politiche economiche e monetarie e di agire come deterrente contro la speculazione.

disciplina la cooperazione economica all'interno dell'UE.

In questo contesto, la salvaguardia dei margini di oscillazione era assicurata dalle banche centrali, agli estremi del tunnel con interventi forzati in dollari e, ai confini del serpente con interventi in monete comunitarie. Gli interventi, all'interno delle due bande di fluttuazione, potevano essere effettuati solo dietro preventiva concertazione tra i membri.

A conclusione del vertice di Parigi, nel 1974, fu dato incarico al primo ministro belga L.C. Tindemans<sup>22</sup> di elaborare un rapporto per definire cosa s'intendesse con il termine "Unione Europea". Nel documento, presentato nel 1975, egli sostenne che, per riprendere la marcia verso l'unione economica e monetaria, i paesi membri, in grado di farlo, avrebbero dovuto procedere più speditamente di quelli che "obiettivamente" non lo siano, manifestando nel complesso un approccio ancora legato all'impostazione tradizionale, imperniata sull'unione dei cambi. Il rapporto non ebbe un impatto immediato anche se esso generò richiesta del Consiglio dei Ministri degli Esteri e della Commissione di realizzare una relazione annuale sui progressi dell'Unione Europea.

Nel corso del 1978 il processo d'integrazione ebbe un nuovo impulso, con la risoluzione del Consiglio Europeo riunitosi in luglio a Brema, di dare seguito ad un sistema monetario europeo (SME), con l'intento di creare una zona di stabilità monetaria, prima ancora che fossero state fondamentalmente ridotte le controverse propensioni delle economie europee.

Lo SME, sostanzialmente incentrato sullo *écu*<sup>23</sup>, fu istituito con la Risoluzione del Consiglio Europeo del 5 dicembre 1978 ed entrò in vigore il 13 marzo 1979, con l'obiettivo di stabilizzare i tassi di cambio, limitare le fluttuazioni valutarie tra i paesi e contenere l'aumento dei prezzi, dando luogo ad un radicale trasferimento del controllo sulla politica monetaria a livello europeo.

Per evitare che lo SME subisse una sorte analoga a quella del sistema di cambio ideato nel piano Werner, fu previsto un meccanismo di cambio con elementi nuovi, idonei ad eliminare gli inconvenienti del serpente, assicurando una maggiore elasticità ed una più equa ripartizione

---

<sup>22</sup> Leonard C. Tindemans (1922-2014) è stato Primo ministro del Belgio dal 1974 al 1978. Esponente dei Cristiano-Democratici e Fiamminghi e Presidente del partito dal 1979 al 1981, a livello europeo è stato anche Presidente del Partito Popolare Europeo dal 1976 al 1985, ricoprendo anche la carica di Presidente del Consiglio europeo dal luglio 1977 al dicembre 1977. Federalista convinto, ha sostenuto che l'unificazione dell'Europa poteva raggiungersi realizzando una politica estera europea così come le politiche sociali ed economiche, i diritti dei cittadini ed il rafforzamento delle istituzioni europee esistenti. Propose e sostenne anche la creazione di un passaporto europeo.

<sup>23</sup> Letteralmente, dal francese, "scudo". Il termine *écu* nasce come acronimo delle iniziali dell'espressione inglese *European Currency Unit*. Il suo valore e la composizione delle monete di riferimento sono invariati rispetto all'UCE.

degli oneri di aggiustamento.

Il 1° luglio 1987, si ebbe una svolta decisiva, verso la creazione del mercato unico europeo, con la firma dell'Atto Unico Europeo (AUE), che si prefiggeva l'obiettivo di raggiungere, entro il 31 dicembre 1992, la creazione del libero mercato interno attraverso l'abbattimento delle frontiere (fisiche, fiscali e tecniche) e l'istituzione della libera circolazione di persone, merci e capitali.

## **2.2 LA SVOLTA VERSO LA CREAZIONE DELL'EURO**

Nell'aprile del 1990 a Dublino, il Consiglio Europeo, nel corso di una riunione straordinaria, riprese formalmente l'impegno per realizzare un'unione politica dell'Europa e, nel giugno successivo, in una seguente riunione, decise di convocare nel dicembre successivo una Conferenza Intergovernativa.

Il secondo Consiglio Europeo si tenne a Roma nel dicembre 1990, al cui termine si concordò di adottare un rafforzamento dei poteri del Parlamento Europeo e dare seguito alla cittadinanza europea, al principio di sussidiarietà, all'area comune di sicurezza e giustizia. In tal modo il mandato alla Conferenza Intergovernativa era stato dettagliatamente delineato.

Terminati i lavori della Conferenza Intergovernativa, nel gennaio 1991 si apriva a Maastricht lo storico Consiglio che avrebbe poi dato vita ad un nuovo Trattato che stabiliva una serie di criteri guida per le istituzioni europee, nel giudizio di ammissibilità dei paesi aderenti all'area dell'euro; pertanto, veniva deliberato l'obbligo al rispetto di cinque parametri, al fine di assicurare un alto grado di sostenibile convergenza tra i paesi aderenti, relativi a:

1. LA STABILITÀ DEI PREZZI: lo stato richiedente non deve presentare un'inflazione maggiore dell'1.5%, rispetto alla media dei tre paesi con inflazione minore;
2. IL DEFICIT PUBBLICO: il rapporto deficit/PIL non deve superare il valore del 3%, a meno che non si tratti di un evento eccezionale oppure inserito comunque in un programma di riduzione costante e duratura;
3. IL DEBITO PUBBLICO: il rapporto tra debito sovrano e PIL non deve essere maggiore del 60%, oppure deve essere evidente un percorso di convergenza verso tale soglia;
4. L'ANDAMENTO DEI TASSI DI INTERESSE A LUNGO TERMINE: il loro valore nominale non deve superare di più del 2% la media dei tre paesi a più bassa inflazione;
5. LA POLITICA DI CAMBIO: la partecipazione da almeno due anni, senza gravi svalutazioni, alla banda di fluttuazione del Sistema Monetario Europeo (ERM e successivamente ERM II).

Inoltre, si stabilì che, entro il 1° gennaio 1999, sarebbe stata iniziata l'ultima tappa del programma, che prevedeva l'introduzione della moneta unica.

Il processo per la realizzazione dell'UEM si è dunque articolato in tre fasi. In esito ad un primo *step* di studio, avviato nel luglio 1990, furono eliminate le barriere al libero movimento dei capitali nell'UE e fu avviato il processo di cooperazione tra le banche centrali.

Nella seconda fase, iniziata nel gennaio 1994, fu creato, transitoriamente, l'IME<sup>24</sup>, con il precipuo compito di rafforzare la cooperazione tra le Banche centrali, propedeutico al futuro coordinamento delle politiche monetarie.

In questa seconda fase si provvide anche a definire la disciplina di bilancio nell'ambito dell'UEM con l'adozione del Patto di Stabilità e Crescita (PSC). Successivamente, nel giugno 1998, si diede vita alla BCE<sup>25</sup> che, unitamente alle Banche Centrali dei singoli paesi dell'UE, costituisce il Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC) o Eurosystem. In concomitanza con la creazione della BCE, fu liquidato l'IME.

Sempre nel 1998 il Consiglio Europeo individuò gli undici Stati<sup>26</sup> che, in quel momento, rispettavano le condizioni imprescindibili per l'ammissione alla terza fase dell'UEM.

L'anno seguente seguì l'ultima fase, la terza, del cammino di integrazione. Pertanto, si procedette con lo stabilire i livelli di tasso di cambio definitivi ed irrevocabili tra l'euro e le singole monete nazionali, ufficializzando l'entrata in vigore della moneta unica in ambito contabile e finanziario. Tuttavia, per l'entrata in circolazione effettiva dell'euro, fu necessario aspettare fino al 1° gennaio 2002.

Il Trattato di Maastricht segna una tappa storica fondamentale, in quanto tali accordi hanno previsto l'effettivo passaggio di sovranità monetaria dagli stati membri agli organismi sovranazionali. Ciò è avvenuto nonostante una non sempre convinta adesione politica al progetto da parte di tutti gli aderenti, confermata anche dai vari scontri che si sono susseguiti negli anni di transizione. Ad esempio, importanti sono state le divergenze tra le priorità della Francia, che prediligeva l'attenzione verso le politiche sociali e la Germania, che, contrariamente, attribuiva maggior peso alla stabilità dei prezzi.

Al fine di trovare un compromesso, su azione propositiva di Francia e Italia, venne firmato all'interno del contesto del Trattato di Amsterdam e accanto al Patto di Stabilità, il Patto

---

<sup>24</sup> Istituto Monetario Europeo.

<sup>25</sup> Banca Centrale Europea.

<sup>26</sup> Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna. La Grecia nel 1998 non rispettava i criteri di Maastricht ed adottò l'euro nel 2001. La Danimarca e il Regno Unito chiesero ed ottennero la possibilità di mantenere la propria sovranità monetaria e, infine, la Svezia che trovò espedienti per non adottare subitaneamente l'euro e successivamente con il referendum del 2003.



per la Crescita e l'Occupazione, la cosiddetta "Carta Sociale", permettendo di moderare gli stringenti vincoli di Maastricht.

Il processo di integrazione economica e monetaria prese a quel punto consistenza e forma, avendo delineato termini e meccanismi ben definiti che avrebbero governato l'Eurozona negli anni a venire.

Dunque, l'euro come lo conosciamo oggi è frutto di due grandi eventi storici: la nascita dello SME nel '79 e la firma del Trattato di Maastricht nel '92.

Il primo rappresentò una svolta all'interno della scelta del sistema dei cambi da adottare, passando da un sistema a cambi fluttuanti ad uno a cambi fissi. Infatti, gli scarsi risultati pratici ottenuti con l'esperimento del serpente monetario, dovuti anche alle controverse condizioni economiche internazionali, aprirono la strada a nuovi stadi di coordinamento della Comunità Europea, primo fra tutti il Sistema Economico Europeo.

Come già detto, esso prevedeva un sistema di cambi fissi, ma modificabili, definiti rispetto all'ECU, che corrisponde ad una valuta il cui valore è ottenuto dalla media ponderata delle valute delle nazioni appartenenti allo SME, il cui fattore di ponderazione rispecchia il valore dell'economie partecipanti. Esso è definito come una moneta non materiale, prodromica dell'euro, utilizzata unicamente per scritture contabili fino al 1999 e, dal 1999 al 2002, anche per i depositi bancari.

Questo sistema fu strutturato come uno strumento atto alla difesa della stabilità monetaria europea, affinché fosse poi possibile costruire una politica monetaria, rispetto alle valute esterne all'area, comune e coordinata.

Nonostante le scarse premesse, in particolare riguardo la bassa inflazione da raggiungere, il progetto dello SME ottenne un buon successo, guidando i paesi aderenti verso i binari dell'integrazione ed ottenendo l'ingresso di nuovi aderenti<sup>27</sup>.

Con l'intento di agevolare questo processo, si definirono successivamente le cosiddette "valvole di sicurezza", destinate ad eludere il rischio di politiche troppo stringenti per i paesi con valute più deboli.

Ad esempio, fu concesso alla Lira ed alle altre monete deboli, un margine di oscillazione più ampio (6%), in confronto a quello istituito per le monete forti (2.25%). In aggiunta, fu autorizzata anche la possibilità del controllo dei capitali, utilizzata principalmente da Francia e Italia. Ciò permise di evitare il pericolo di attacchi speculativi e favorì la creazione del mercato unico.

---

<sup>27</sup> Spagna (1989), Regno Unito (1990) e Portogallo (1992).

Purtuttavia, le sopravvenute condizioni avverse degli inizi degli anni '90, come gli shock asimmetrici dovuti alla forte espansione monetaria tedesca a seguito dell'unificazione delle due Germanie, portarono il sistema verso una crisi che, in effetti, si concretizzò con l'abbandono del meccanismo dei tassi di cambio da parte dell'Italia e del Regno Unito nel 1992.

I successivi attacchi speculativi portarono poi alla riforma del meccanismo, elevando le bande di oscillazione al limite del 15%. Il Sistema Monetario Europeo rimase in vigore fino al 1998, quando venne sostituito dal Sistema Euro.

Il secondo passo determinante lo si ha con il Trattato di Maastricht, con il quale si rimediava alle evidenti lacune dello SME. Infatti, i frequenti cambiamenti dei tassi di cambio e la possibilità di controllo sui capitali, rendevano le politiche monetarie scarsamente coordinate e rilevanti. Proprio in questo senso vanno intese le ratifiche portate al Trattato di Roma a cavallo tra il '91 e il '92. Esse erano volte a creare un sistema europeo coordinato che:

- eliminasse i costi di transazione dovuti ai cambi ed ai riallineamenti;
- coinvolgesse tutti gli stati membri nelle decisioni di politica economica;
- proteggesse i paesi membri dagli attacchi speculativi meglio di quanto fatto dallo SME;
- accompagnasse i governi nazionali verso una crescente integrazione politica.

Per raggiungere tutto ciò, si scelse la via graduale, fissando i termini ultimi degli stadi, a distanza di anni. Ciò permise lenti aggiustamenti per la convergenza dei paesi membri verso i parametri definiti nel Trattato, prorogando l'adozione della moneta unica di circa un decennio.

Come garanzia alle necessità tedesche, venne poi ratificato nel 1997 il Patto di Stabilità e Crescita (PSC), con l'intento di perseguire una politica di bassa inflazione anche con l'introduzione dell'euro. Il Patto mirava a assicurare la disciplina di bilancio all'interno degli stati, per evitare disavanzi pubblici eccessivi e reiterati. Infatti, stabiliva come obiettivo di bilancio il raggiungimento del pareggio o dell'avanzo, nel medio periodo, pena l'attuazione della procedura per deficit eccessivo (PDE).

Inoltre, il Trattato di Maastricht istituì il SEBC, formato dalla BCE e da tutte le banche centrali nazionali dei 28 Stati Membri dell'Unione Europea, a prescindere dall'adozione dell'euro. Il Sistema nasce, per l'appunto, al fine di garantire la stabilità monetaria all'interno dell'UE e pertanto è assicurata l'assoluta indipendenza da qualsiasi organo politico, compreso il Parlamento Europeo.

Per i paesi non aderenti all'euro, il SEBC previde nel 1999, l'istituzione di un nuovo accordo europeo di cambio, (ERM II), che regolasse la conversione tra l'euro e le altre monete

nazionali, con un *range* di oscillazione del  $\pm 15\%$ .

### 2.3 DUE FACCE DELLA STESSA UNIONE MONETARIA

L'iter di formazione dell'Eurozona non si è concluso nel 2002 ma, al contrario, ha vissuto negli anni successivi diversi mutamenti, nonché visto l'ingresso di altri paesi. Ad oggi sono 19 i paesi membri dell'UE che hanno anche adottato la valuta comune. L'esperienza dell'UEM fino ad oggi ha presentato due stadi distinti:

- dall'adozione della moneta unica, nel 1999, al 2007, l'UEM ha conosciuto anni di successi e di conferme sull'adozione dell'euro;
- dal 2007 ad oggi, al contrario, l'euro è andato incontro per la prima volta ad una crisi economica dilagante che lo ha esposto a forti critiche.

Nella prima fase del progetto dell'UEM, l'euro ha incontrato benevole congetture economiche che ne hanno favorito lo sviluppo, avvalorando le previsioni sperate. Si è assistito infatti, per tutti i paesi, ad un periodo di crescita economica e di riduzione generalizzata del livello d'inflazione, in linea con quanto auspicato dalla *Bundesbank*.

In questa fase, i vantaggi della moneta unica si sono affermati sempre più, concretizzandosi in una crescente convergenza dei prezzi al consumo, del livello di stabilità dei prezzi e della simmetria degli shock. In particolare, si è anche assistito ad una verifica empirica dell'ipotesi dell'endogeneità per un'area valutaria ottimale, per la quale la convergenza fra le economie dei paesi aderenti ad un'unione può avvenire anche e proprio per effetto dell'adozione della moneta unica.

Viceversa, nella seconda fase si evidenziano aspetti molto meno rassicuranti e positivi. Ponendo come eventi divisori fra le fasi in argomento le due crisi che si sono affermate nei paesi occidentali, si è verificata una progressiva riduzione dei benefici della moneta unica, a scapito di un aumento dei costi e dello scetticismo.

La crisi dei *subprime*, che ha colpito gli USA nel 2007, ha poi investito, con un leggero ritardo, anche i paesi membri dell'Eurozona. Questa crisi, in realtà, è però avvenuta solo a conclusione di un cammino verso la recessione che già da diversi anni interessava vari paesi. Basti pensare che, già nel 2004, diverse nazioni abbandonarono gli stringenti vincoli del PSC, in quanto era evidente come fosse impossibile, date le condizioni di allora, mantenere fede a tali restrizioni.

Infatti, è possibile evidenziare come la moneta comune abbia in realtà acuito le divergenze economiche fra gli stati membri, con particolare riferimento ai valori della

produttività del lavoro. Le divergenze economiche non sono state affrontate in termini di politiche monetarie né da parte dei singoli stati, che non avrebbero potuto in quanto privati della loro sovranità monetaria, né dagli stessi organismi sovranazionali che non possedevano gli strumenti adeguati a farvi fronte. L'unione monetaria, ormai completa ed operativa, non ha potuto contare su un'unione economica altrettanto completa ed è probabilmente questo il motivo dei recenti fallimenti della moneta unica.

Ritornando alla già citata crisi finanziaria del 2007 – 2008, originatasi negli USA, essa ha avuto origine allorché alcune fra le maggiori banche statunitensi<sup>28</sup> hanno visto ridursi in modo repentino la gran parte della loro capitalizzazione in borsa, in conseguenza dell'emergere della bolla dei crediti *subprime*<sup>29</sup>.

L'ormai totale interconnessione finanziaria è stata determinante nel diffondere il virus della crisi in Europa, investendo principalmente tutto il settore bancario, congelando di colpo i processi di erogazione del credito.

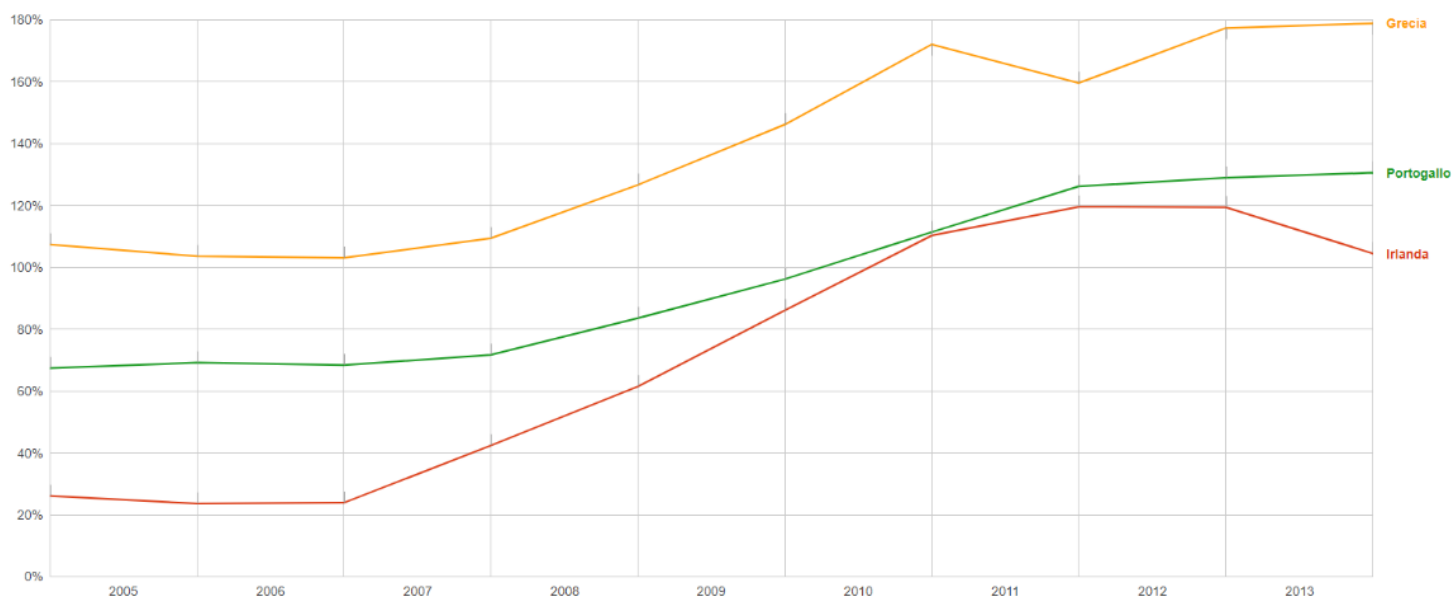
In Europa, al fine di scongiurare il collasso del sistema bancario, tutti i paesi sono intervenuti iniettando liquidità nel capitale delle banche o fornendo loro garanzie, per un totale complessivo di circa 1.600 miliardi di euro (cifra che rappresenta quasi il 13% del PIL complessivo).

Ciò nonostante, all'inizio del 2009, le economie europee hanno visto avverarsi l'incubo della recessione economica, la quale ha interessato più severamente i paesi già in difficoltà, rendendo insostenibile l'aumento del debito pubblico e il simultaneo inasprirsi della crisi finanziaria. Paesi come l'Irlanda e il Portogallo hanno visto il loro rapporto debito/PIL aumentare sino al 10-15% per cento e la Grecia sino a più del 30%, (rif. figure 7 e 8).

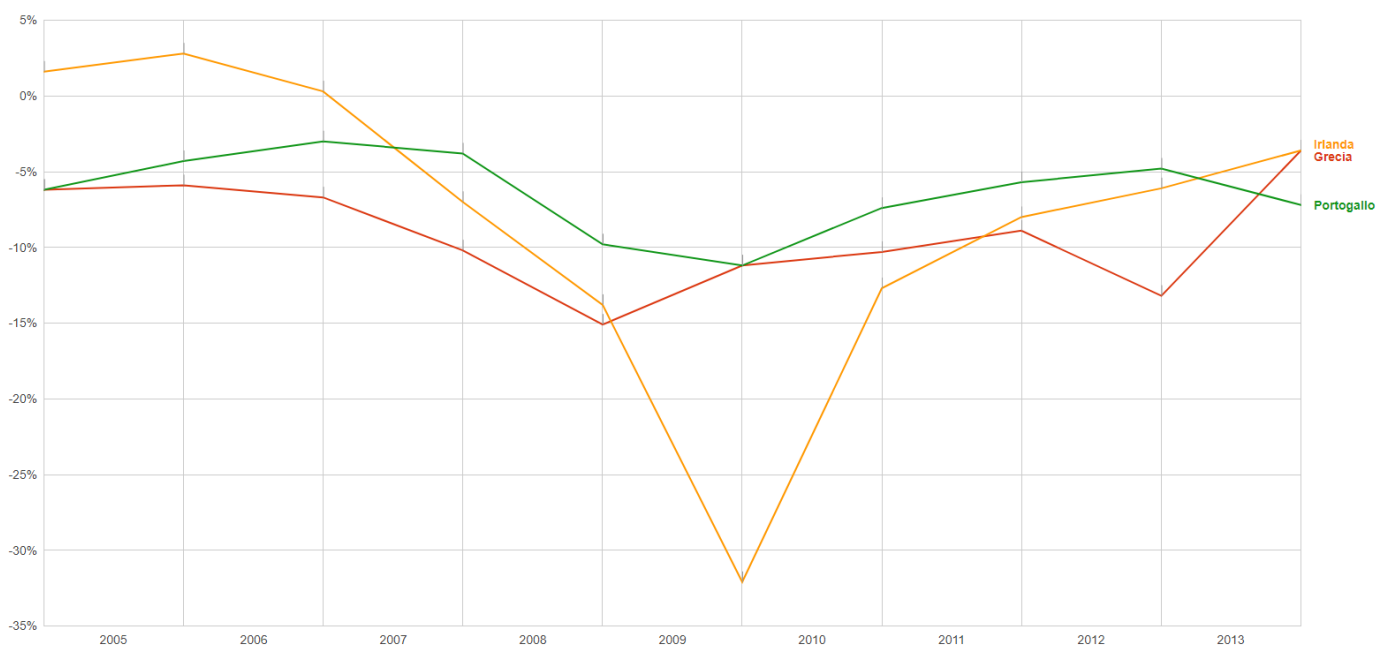
---

<sup>28</sup> Tra cui *Lehman Brothers*, quarta banca d'investimenti in termini di dimensioni, chiuse il 2008 con \$ 6.7 miliardi di perdita netta, e fu quindi costretta al fallimento annunciando debiti complessivi per circa \$770 miliardi. Si tratta del fallimento più importante nella storia degli Stati Uniti.

<sup>29</sup> I prestiti *subprime* sono individuabili come quei prestiti concessi a clienti ad alto rischio. Definiti *subprime* perché a causa delle loro caratteristiche e del maggiore rischio, sono di qualità inferiore ai crediti prime, crediti con garanzie sufficienti e affidabilità creditizia.



*Figura 7 - Andamento del Debito Pubblico (% PIL) tra il 2005 e il 2014 in Grecia, Portogallo e Irlanda  
Fonte: sito online Eurostat.*



*Figura 8 - Risultati eccedenza o deficit di bilancio statale (% PIL) tra il 2005 e il 2014 in Grecia, Portogallo e Irlanda  
Fonte: Eurostat, sito online*

La crisi del debito sovrano, susseguente a questa situazione, si è manifestata perché i mercati finanziari hanno cominciato a nutrire dubbi nella capacità di tali Paesi di servire il loro debito. Queste previsioni dei mercati sono auto-realizzanti perché, nutrendo scarsa fiducia, gli operatori finanziari erano spinti a vendere i titoli in loro possesso, provocando in tal modo un rialzo dei tassi di interesse e, quindi, intensificando le difficoltà del paese coinvolto.

Si instaura, a questo punto, una spirale negativa che provoca una diminuzione progressiva del grado di fiducia riposto nel titolo ed in esito, una condizione non più sostenibile che vede nel default il punto terminale.

Nel caso della situazione europea, la sfiducia dei mercati finanziari ha generato, nei Paesi in esame, grandi difficoltà a reperire fondi per ripagare i propri debiti, causando un rialzo considerevole dei tassi di interesse e successivamente, considerato che gran parte dei titoli del debito era posseduta da investitori esteri ma comunque appartenenti alla Zona Euro, la crisi si è diffusa nell'intera UEM, coinvolgendo nuovamente le banche che hanno ulteriormente ristretto il credito, trasferendo le difficoltà su imprese e famiglie.

Per uscire dalla crisi, risultava necessario, tra l'altro, il risanamento delle finanze pubbliche, tramite riforme strutturali che potessero far recuperare competitività. Per questo, nel 2012, è stato istituito l'*European Stability Mechanism*<sup>30</sup> (ESM), noto anche come Fondo Salva-Stati, nato come organizzazione intergovernativa per fornire assistenza ad uno stato membro in caso di forti difficoltà, con il fine di salvaguardare la stabilità dell'euro. L'ESM riceve dagli stati membri una contribuzione in rapporto al proprio PIL nominale, per la l'istituzione del fondo di salvaguardia che, all'atto, ammonta a 700 miliardi di euro, di cui 500 utili per azioni di salvataggio.

Per usufruire dell'assicurazione, è necessario però che lo Stato abbia ratificato il Trattato sul Fiscal Compact e che la programmazione di sostenibilità del debito pubblico sia coerente con quanto stabilito dall'UEM.

	QUOTE DI PARTECIPAZIONE	TITOLI ACQUISTATI
Banca nazionale del Belgio	3,5	44
Deutsche Bundesbank	27,1	341
Banca d'Irlanda	1,6	20
Banca di Grecia	2,8	
Banca di Spagna	11,9	150
Banca di Francia	20,3	256
Banca d'Italia	17,9	226
Banca dei Paesi Bassi	5,7	72
Banca nazionale austriaca	2,8	35
Banca del Portogallo	2,5	32
Banca di Finlandia	1,8	23
Altri	2,1	26
Totale	100	1.260

Figura 9 - Quote di partecipazione dei paesi membri al capitale dell'Eurosistema (%) e acquisti (cumulativi) dei titoli nel qe, (mln. di euro) Fonte: Paul De Grauwe, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino, 2016

<sup>30</sup> Il Meccanismo Europeo di Stabilità è stato istituito dalla decisione del Consiglio dell'UE nel 2012 e sostituisce l'*European Financial Stability Facility* (EFSF).

Al fine di evitare un aumento incontrollato dei debiti pubblici, il Patto di Stabilità e Crescita è stato modificato nel 2011 con l'entrata in vigore del “*Six pack*”<sup>31</sup>, ovvero un pacchetto di provvedimenti volti a rendere il PSC più vincolante e trasparente ma, al tempo stesso, più flessibile.

Le norme hanno previsto un controllo più stringente su quei paesi che superano le soglie prefissate ed un inasprimento delle sanzioni finanziarie. Di contro è stata inserita la possibilità di una valutazione individuale del paese attenzionato, tenendo conto anche delle condizioni economiche specifiche e degli eventi avversi.

A ciò è seguito il rafforzamento delle promesse vincolanti dei paesi dell'UE, i quali hanno sottoscritto il Patto di Bilancio<sup>32</sup> nel 2012. Tale patto prevede l'impegno dei paesi firmatari ad integrare, nel proprio ordinamento legislativo, il principio della stabilità finanziaria, assumendo l'obbligo di mantenere il bilancio pubblico in pareggio o in avanzo<sup>33</sup>.

Inoltre, dal settembre 2012, la BCE ha reso pubblico che svolgerà il ruolo di prestatore di ultima istanza nei mercati di titoli di Stato. Il programma, definito *Outright Monetary Transaction* (OMT), è stato annunciato dal Presidente della BCE, Mario Draghi che, nel famoso discorso di Londra del 26 luglio 2012, in occasione della *Global Investment Conference*, pronuncia forse una delle frasi che più hanno influenzato le aspettative dei mercati e l'andamento dell'economia dell'Eurozona: “*Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the Euro. And believe me, it will be enough*”<sup>34</sup>.

In un contesto di spread alle stelle, in cui l'euro sembrava irrimediabilmente condannato, il Presidente si rifiutò di arrendersi alle convinzioni di King, il suo corrispettivo britannico, del fallimento del progetto Euro. L'OMT, nel concreto, sono operazioni di acquisto diretto di titoli di Stato emessi da paesi in difficoltà grave e conclamata, a condizione che essi siano sotto il controllo dell'ESM.

La crescita di offerta di moneta dovuta all'acquisto dei titoli sarebbe stata solo temporanea, in quanto la liquidità aggiuntiva è previsto che sia sterilizzata attraverso la vendita

---

<sup>31</sup> Il “*Six pack*” racchiude cinque regolamenti comunitari (regolamento n. 1177/2011 dell'8 novembre 2011, n. 1173/2011, n. 1174/2011, n. 1175/2011 e n. 1176/2011 del 16 novembre 2011) e una direttiva (n. 2011/85/UE dell'8 novembre 2011) in modifica del PSC, introducendo un sistema di sorveglianza dei dati macroeconomici di ciascun paese.

<sup>32</sup> Formalmente è il “Trattato sulla Stabilità, coordinamento e governance nell'unione economica europea”, conosciuto anche come *Fiscal Compact*, è stato firmato il 2 marzo 2012 da 25 dei 28 stati membri dell'UE. Non hanno firmato il Regno Unito, la Croazia e la Repubblica Ceca.

<sup>33</sup> L'Italia, sotto il Governo Monti, ha inserito in costituzione il pareggio di bilancio con la Legge Costituzione 1/2012, modificando gli articoli 81, 97, 117 e 119 della Carta. La legge è entrata in vigore l'8 maggio 2012 ma ha avuto effetto a partire dal 2014.

<sup>34</sup> Cfr. Mario Draghi, 26 luglio 2012.

di altri titoli in pari ammontare. Ciò al fine di eludere le conseguenze sulla politica monetaria che l'OMT potrebbe causare, attraverso un aumento del tasso di inflazione.

Nel 2015, la BCE, in reazione al durevole declino tasso di inflazione, ha varato un imponente programma di *Quantitative Easing* (QE). Erroneamente definito uno strumento di politica non convenzionale, il programma prevede operazioni di mercato aperto di acquisto di titoli di Stato. La non convenzionalità è riscontrabile esclusivamente nel peculiare impegno della BCE di annunciare in anticipo le quantità di titoli che intenderà acquistare. Dunque, il programma ha come obiettivo principale il contrasto alla deflazione, verso il raggiungimento di un tasso di inflazione prossimo al 2%, così come stabilito in sede di costituzione della BCE.

Il programma in parola, è in realtà uno strumento ampiamente utilizzato dalla maggior parte delle altre banche centrali a livello internazionale; purtuttavia la BCE si è mostrata largamente riluttante all'adozione di tale soluzione, ritardando l'inizio di queste misure espansive che sembravano doverose, a causa di alcuni paesi dell'Eurozona settentrionale, (Germania, Paesi Bassi e Finlandia), che hanno mostrato un'opposizione decisa al QE, perché preoccupati che avrebbero potuto comportare ampi trasferimenti fiscali. De Grauwe a riguardo definisce questo genere di timori come infondati<sup>35</sup>.

Nel grafico sotto riportato, (rif. figura 10), è possibile osservare come, nel periodo compreso tra il 2004 e il 2015, l'entità del bilancio, espresso in trilioni di dollari per la *Federal Reserve* ed in trilioni di euro per la BCE, proprio negli anni delle crisi, sia in netta crescita per gli USA, mentre l'UE ha dovuto attendere fino al 2015 quando anche la BCE ha dato il via al proprio programma di rifinanziamento dell'economia.

È evidente come la FED, già dalla fine del 2012, abbia reagito con immediatezza, adottando una politica monetaria espansiva ed aggressiva al fine di scuotere l'economia reale, mentre la BCE ha addirittura contratto il proprio bilancio tra il 2013 e il 2014, in concomitanza con la riduzione del tasso di inflazione, per poi dare il via al programma di *Quantitative Easing*, quando ormai l'UEM si trovava già in deflazione.

---

<sup>35</sup> Cfr. De Grauwe and Ji (2015).



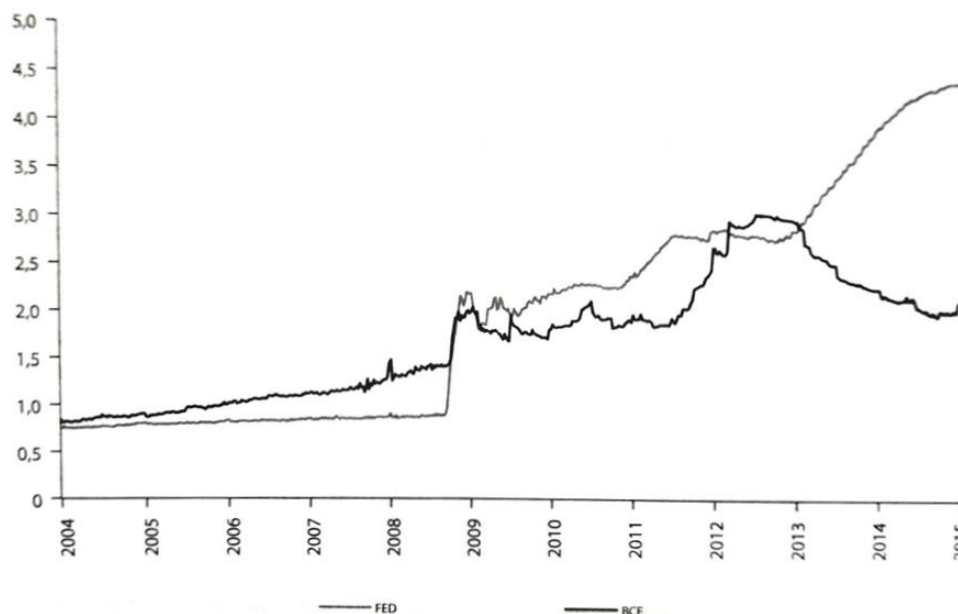


Figura 10 - Bilanci della Federal Reserve e della bce, 2004-2015 (trilioni di dollari o di euro).  
Fonte: Paul De Grauwe, Economia dell'unione monetaria, Il Mulino, 2016.

In ogni modo, la BCE ha trovato nelle modalità di attuazione del programma un modo per assicurare i paesi sopraccitati, prevedendo che ciascuna BCN<sup>36</sup> acquisti titoli di debito del proprio paese, in base alle quote di partecipazione al capitale dell'Eurosistema.

Il totale degli acquisti complessivi del debito è, in un secondo momento, attribuito alle BCN secondo lo stesso criterio di ponderazione. Infine, ciascuna BCN mantiene nel proprio bilancio l'80% del valore dei titoli acquistati. Per questo motivo non vi è possibilità di assistere a trasferimenti fiscali fra i paesi, se non per il rimanente 20%, ascritto nel bilancio della BCE.

## 2.4 L'UNIONE MONETARIA EUROPEA È UN'AREA VALUTARIA OTTIMALE?

Alla luce dell'esposizione, nel primo capitolo, della Teoria AVO e di quanto finora esposto riguardo il processo di formazione dell'Unione Monetaria Europea, sembra lecito chiedersi se, a seguito di una valutazione sintetica di quest'ultima, possa essere espresso un parere positivo o negativo in tema di ottimalità della valuta comune.

Come integrato dalla Nuova Teoria AVO, in tale analisi bisogna tener conto sia dei benefici sia dei costi che l'introduzione di una moneta comune possa comportare per una data area geografica. Risulta però poco agevole riuscire a reperire dati riepilogativi dei benefici, che è stato detto basarsi principalmente sulla riduzione dei costi di transazione e la riduzione di incertezza e dei costi, dovuti principalmente alla rinuncia della sovranità monetaria e, di

<sup>36</sup> Banca Centrale Nazionale.

conseguenza, alla flessibilità utile in caso di recessioni.

Pertanto, si cercherà nel prosieguo di individuare quali siano i punti cardine in una valutazione di questo tipo, facendo al termine riferimento al confronto tra la BCE e la *Federal Reserve* e, dunque, all'unione monetaria in vigore rispettivamente nell'UE e negli USA.

Si tiene a precisare che il confronto proprio con gli Stati Uniti, è dovuto principalmente alle differenze peculiari che essi riportano rispetto all'UE, quali la presenza di una struttura sovranazionale unita, oltre che dal punto di vista monetario, anche e soprattutto dal punto di vista politico, economico e fiscale.

Infatti, emergerà più avanti nell'analisi che la discriminante principale fra le due unioni monetarie è proprio il grado di completezza, già individuato da R. Mundell, nella sua formulazione della Teoria AVO, come requisito sostanziale per un corretto funzionamento dell'unione monetaria.

Nel constatare la situazione in cui si muove oggi l'Eurozona può essere utile prendere in prestito direttamente le parole di P. Krugman<sup>37</sup> all'apice della crisi dei debiti sovrani, riportate sul *New York Times* nel 2012:

*“The creation of the euro was supposed to be another triumphant step in the European project, in which economic integration has been used to foster political integration and peace; a common currency, so the thinking went, would bind the continent even more closely together. What has happened instead, however, is a nightmare: the euro has become an economic trap, and Europe a nest of squabbling nations. Even the continent’s democratic achievements seem under threat, as dire economic conditions create a favorable environment for political extremism. Who could have seen such a thing coming?”*<sup>38</sup>

L'incubo a cui P. Krugman si riferisce è rappresentato da una moneta che si è rivelata inadatta e incapace di reagire ai momenti di crisi, acuendo quello che si è dimostrato essere uno shock asimmetrico. Negli anni di formazione dell'UEM, vari economisti avevano bollato la Teoria AVO come “catastrofica” in materia di shock asimmetrici, affermando che le conseguenze sarebbero state ben più fievole di quanto ipotizzato nella Teoria stessa.

Bensì, la storia ha voluto concedere una “rivincita”, termine che P. Krugman usa proprio nel titolare il suo articolo, alla Teoria AVO. Sono queste le motivazioni che hanno messo talmente alle strette il Presidente della BCE M. Draghi, tanto da dover affermare di esser pronti

---

<sup>37</sup> Paul Krugman (Albany, 1953) è un'economista statunitense insignito del Premio Nobel nel 2008. Attualmente è professore di Economia e di Relazioni Internazionali presso l'Università di Princeton, e collaboratore ed editorialista del *New York Times*.

<sup>38</sup> Cfr. *Revenge of the Optimum Currency Areas*, 24 giugno 2012, The New York Times

a tutto pur di garantire la salvezza dell'euro.

Come visto precedentemente, un'unione monetaria viene posta in seria difficoltà nel momento che si realizza uno shock asimmetrico che coinvolga più regioni. Ciò accade regolarmente nell'Eurozona ed è ciò che è avvenuto in maniera eclatante negli scorsi anni.

A tal proposito, è utile analizzare la situazione dal punto di vista della BCE: essa è responsabile della stabilità dei prezzi e dell'economia nel complesso dell'Eurozona. Considerando i dati come aggregati, dunque, uno shock asimmetrico puro non può essere rilevato dalla BCE, in quanto una recessione in una regione è parimenti compensata da una crescita in un'altra regione.

Ciò comporta una divergenza importante rispetto alla media dell'Eurozona e, quindi, rende i valori effettivi sempre meno rappresentati dall'aggregato medio. Supponendo che la BCE presti attenzione anche alle variabili dei singoli stati membri, si trova comunque in una situazione di paralisi, non potendo trovare una soluzione che possa al contempo stabilizzare i prezzi nei paesi in crescita e supportare la domanda nel paese in recessione.

Nei grafici che seguono è possibile osservare il ruolo giocato dai continui shock asimmetrici all'interno dell'Eurozona. L'analisi prende in considerazione solamente 12 stati membri<sup>39</sup> e la media dell'Eurozona, tra il 2009 ed il 2017. Nel primo grafico è possibile apprezzare la crescita percentuale del PIL reale e le divergenze evidenti che sono avvenute: si nota che la distanza fra il paese a più alta crescita e quello con minor crescita è maggiore di 5 punti percentuali.

Simmetriche considerazioni possono esser fatte in merito all'andamento dell'inflazione negli stessi anni, dove si è potuto apprezzare scostamenti, fra i paesi a più alta e quelli a minore inflazione, prossimi a 3 punti percentuali.

---

<sup>39</sup> Sono stati tralasciati: Malta, Cipro, Slovenia, Slovacchia, Estonia, Lettonia e Lituania

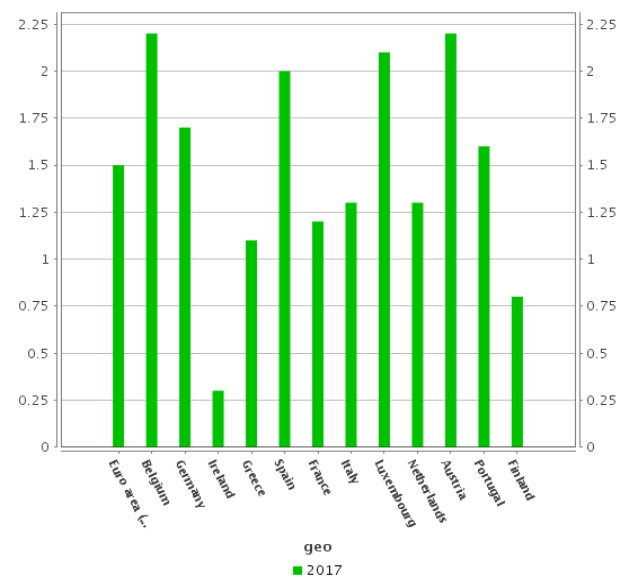
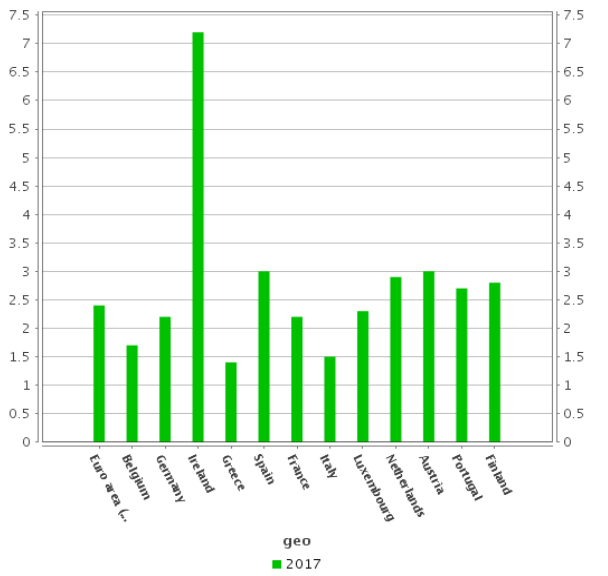
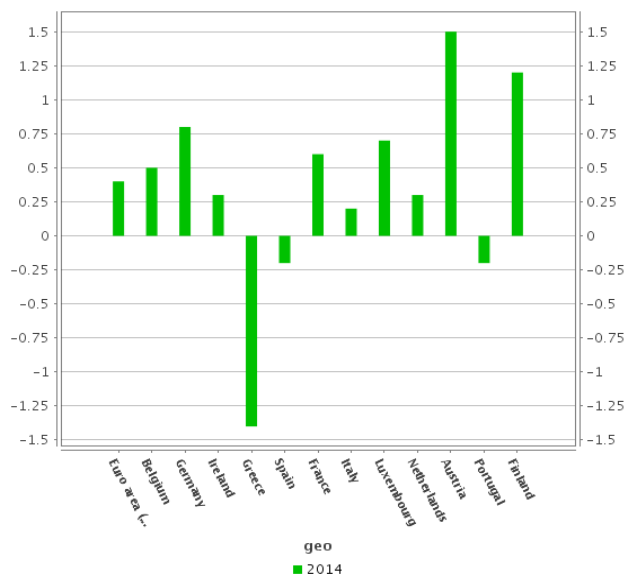
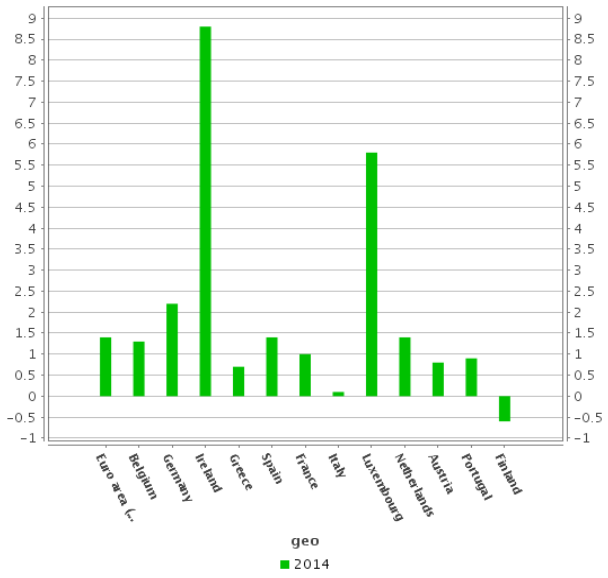
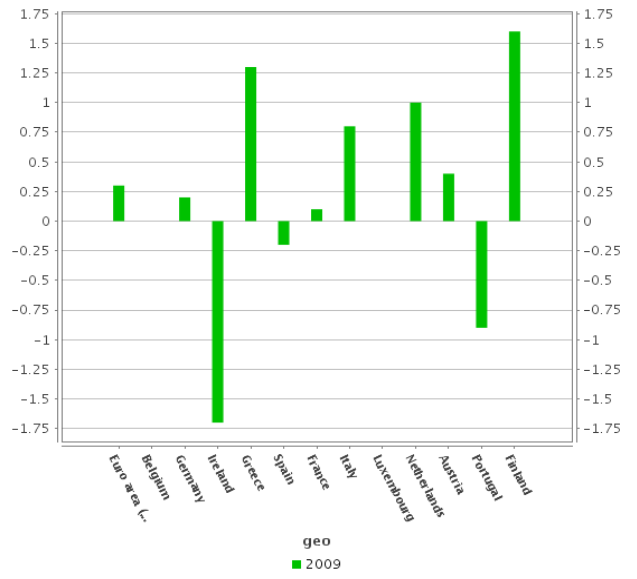
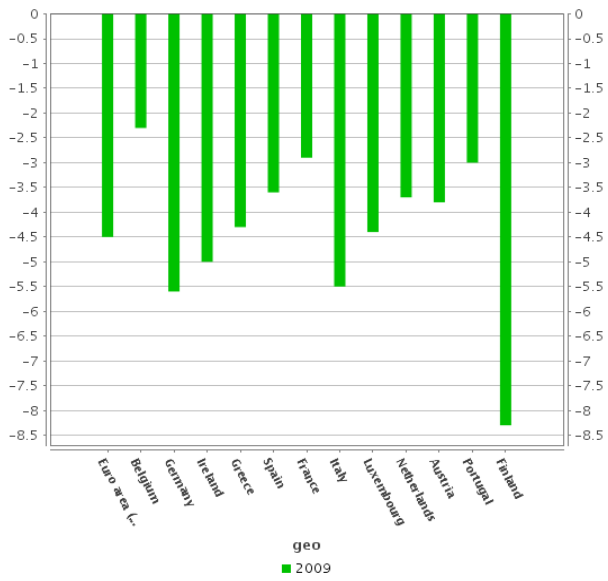


Figura 11 - Crescita del PIL reale nell'Eurozona, 2009, 2014 e 2017 (dati percentuali)  
Fonte: Eurostat, sito online

Figura 12 - Inflazione nell'Eurozona, 2009, 2014 e 2017 (dati percentuali)  
Fonte: Eurostat, sito online

È però opinabile che le differenze rilevanti osservate siano dovute piuttosto a shock permanenti derivanti da differenze strutturali fra i paesi e, quindi, necessarie per il processo di aggiustamento verso l'equilibrio di lungo periodo.

Per questo motivo, al fine di escludere la componente permanente degli shock, per concentrare l'attenzione su quelli temporanei, prendendo in esame l'*output gap*<sup>40</sup>, che può essere inteso come un buon parametro rappresentativo della posizione di un paese lungo il ciclo economico.

Il grafico, (rif. figura 13), contrappone i gap di prodotto, fra il 2008 e il 2010, degli stessi paesi presi in considerazione precedentemente. È possibile notare le ampie differenze verso le quali i paesi sono andati incontro; a scopo esemplificativo consideriamo i dati relativi all'Irlanda, che nel 2008 vede un rallentamento di quasi il 2% e l'Austria, che nello stesso anno cresceva di oltre 2 punti percentuali. È chiaro che Irlanda e Austria nel 2008 vivevano fasi del ciclo economico ben differenti e, come si evince dal grafico, per l'intera Eurozona il gap di prodotto complessivo era circa pari a zero. Per questo motivo per l'Eurozona non vi erano motivi per adoperare misure correttive, sebbene in molti paesi la situazione era ben lontana dalla media dell'Eurozona.

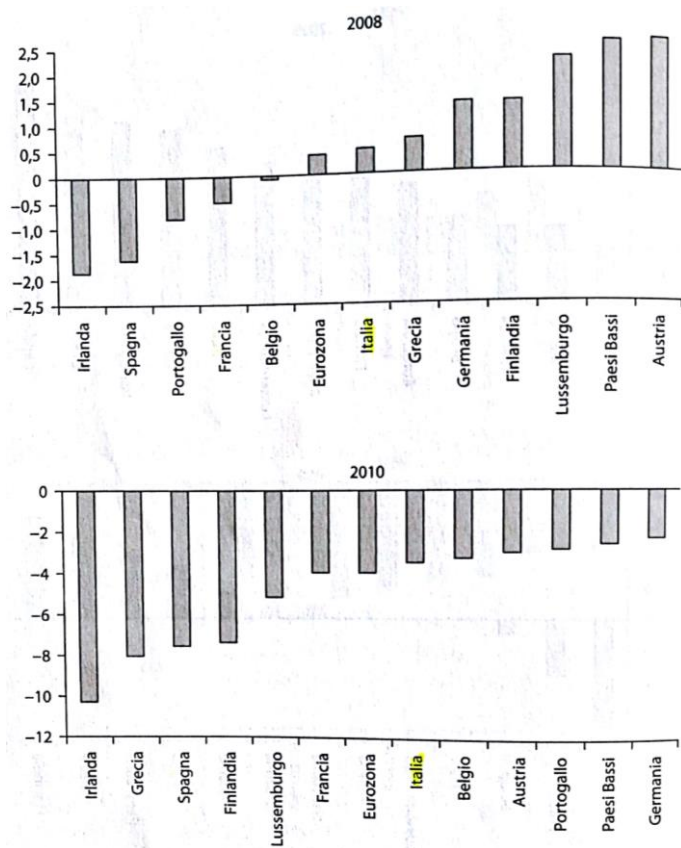


Figura 13: I gap del prodotto nell'Eurozona, 2008 e 2010.

Fonte: P. De Grauwe, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino 2016

Dati: OECD, *Economic Outlook 83*, database

<sup>40</sup> Misura delle deviazioni del livello del prodotto dal suo sentiero di crescita di lungo periodo

Continuando l'analisi della situazione attuale dell'Unione Economica e Monetaria Europea, prendiamo in considerazione il criterio individuato da R. Mundell come fondamentale per la regolazione di un'area valutaria: la mobilità dei fattori.

Come già precisato nel capitolo n° 1, il fattore principale a cui bisogna far riferimento è il lavoro e il suo grado di mobilità. Con la firma del trattato di Maastricht si è stabilito che in tutti i paesi appartenenti all'UE qualsiasi cittadino è libero di spostarsi e lavorare in ciascuno stato membro.

Tutti i lavoratori dipendenti, inoltre, devono seguire le stesse norme e hanno gli stessi vantaggi rispetto ai lavoratori nazionali<sup>41</sup>.

Come si evince dal Piano d'azione europeo per la mobilità 2007-2010, nel quale è riportato che *"In un'Europa senza frontiere interne che deve competere in un'economia globale in cui sono in costante evoluzione sia le esigenze di una società che invecchia che il mercato del lavoro, è fondamentale raggiungere un livello di mobilità di gran lunga superiore a quello attuale"*<sup>42</sup>, nel 2007 il grado di mobilità del lavoro non era soddisfacente e non si procedeva spediti verso un miglioramento.

Infatti, secondo un sondaggio di Eurobarometro, del 2006, fino al 57% degli intervistati riconosceva nella mobilità un'occasione per accrescere l'integrazione europea, ma solo il 5.5% dello stesso campione ha affermato di avere in progetto un trasferimento per lavoro in un altro stato membro.

Nel 2009, però, solo il 2% dei lavoratori nati nell'UE era stato interessato in maniera permanente dalla mobilità all'interno del Mercato Unico Europeo. Questo probabilmente è dovuto anche, ma non solo, ai vari intralci che rendono complesso per un lavoratore accettare uno spostamento.

Si fa riferimento, in particolare, alle differenze strutturali di tipo giuridico e amministrativo, alle barriere di tipo linguistico ed a quelle basate sul non riconoscimento delle qualifiche professionali connesse alla mobilità. Nel Piano in parola, il Parlamento Europeo ha poi stilato una lista di interventi ai fini di favorire la mobilità, quali:

- miglioramento del sistema di istruzione e formazione, per rispondere con immediatezza alle esigenze del mercato del lavoro;

---

<sup>41</sup> Per via del maxi ingresso nell'UE del 2004 e del 2007, è stato introdotto in deroga alla libera circolazione dei lavoratori un periodo di transizione di massimo 7 anni in cui potrebbero riscontrarsi restrizioni, o condizioni diverse, per l'accesso ai mercati del lavoro.

<sup>42</sup> Cfr. Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, *"Piano d'azione per la mobilità e il lavoro (2007-2010)"*, 18 dicembre 2008.

- abbattimento di barriere giuridico-amministrative e di ostacoli al riconoscimento delle esperienze all'estero;
- costruzione di un portale di informazione unico sulla mobilità.

In aggiunta a ciò, è possibile confrontare le posizioni competitive e la loro evoluzione nel tempo, dei paesi membri dell'Eurozona. Come strumento di misura per l'andamento della competitività, nel grafico sottostante, (rif. figure 14 e 15), utilizziamo l'evoluzione dei costi salariali di un paese rispetto agli altri all'interno dell'UEM, depurati dalla crescita della produttività. I due grafici differiscono in quanto nel primo il valore registrato nel 2000 è posto uguale a 100, ai fini di una miglior intellegibilità dell'intensità della variazione. Ciò però presuppone che nel 2000 non ci fossero squilibri di competitività, escludendo la possibilità che i successivi aggiustamenti fossero in realtà un avvicinamento all'equilibrio. Per questo motivo il secondo grafico riporta i medesimi dati, ma con il valore di riferimento pari alla media di lungo periodo tra il 1991 e il 2013.

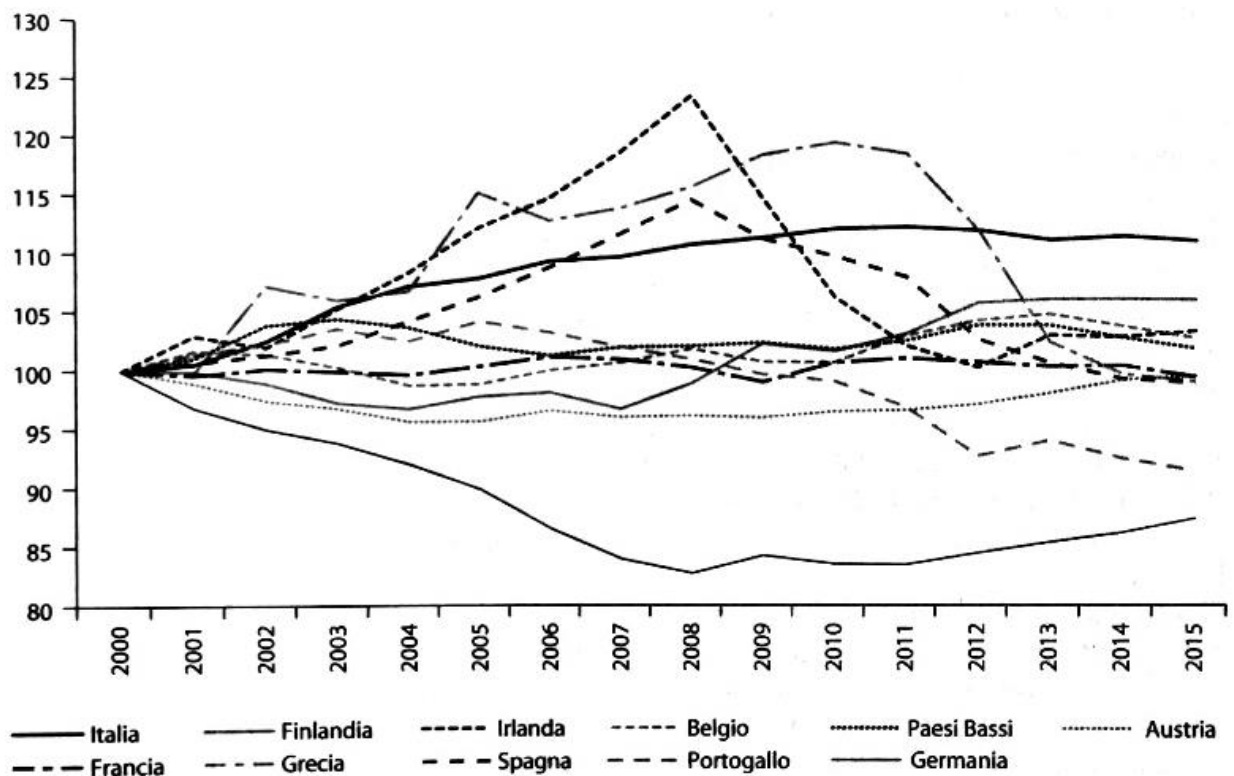


Figura 14 - Costi unitari relativi del lavoro nei paesi dell'Eurozona, 1999-2015 (2000=100).

Fonte: P. De Grauwe, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino 2016.

Dati: European Commission, AMECO

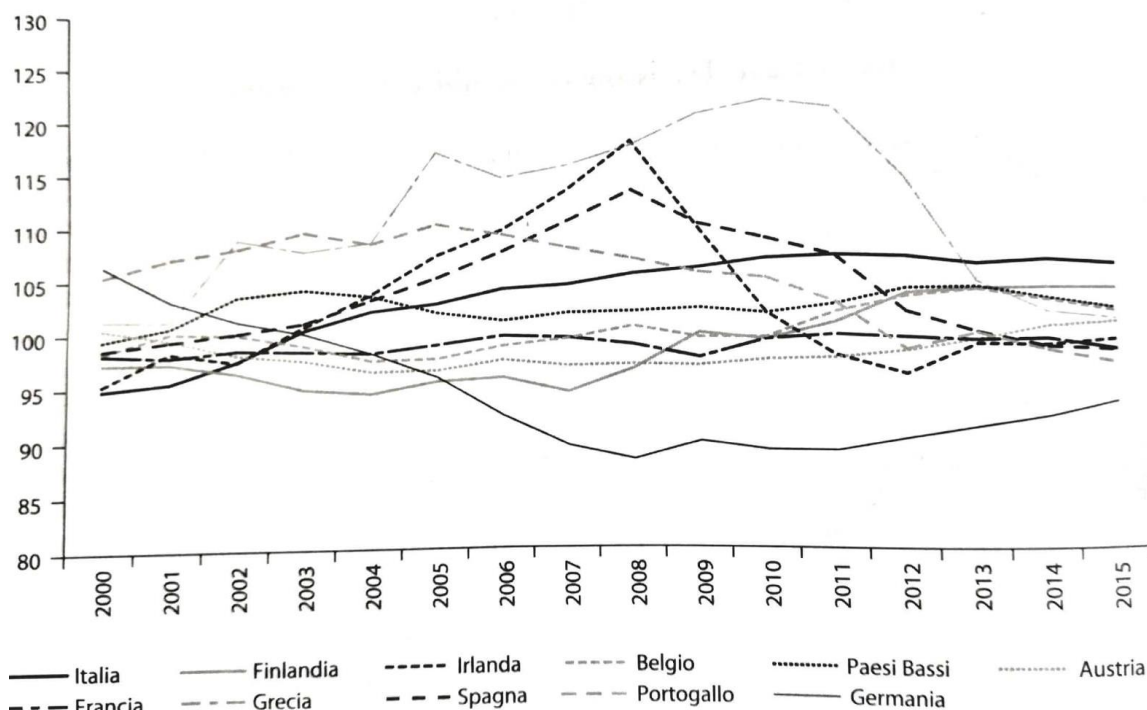


Figura 15 - Costi unitari relativi del lavoro nei paesi dell'Eurozona, 1999-2015 (1991-2013=100)  
 Fonte: P. De Grauwe, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino 2016  
 Dati: European Commission, AMECO

Ciò rende meno evidente la divergenza che comunque può essere apprezzata nel terzo grafico, (rif. figura 16). In esso appare che il processo di divergenza è durato tra il 2000 e il 2008, invertendo la rotta poi negli anni a seguire. Nel 2015 appare lievemente inferiore al livello fatto registrare nel 2000.

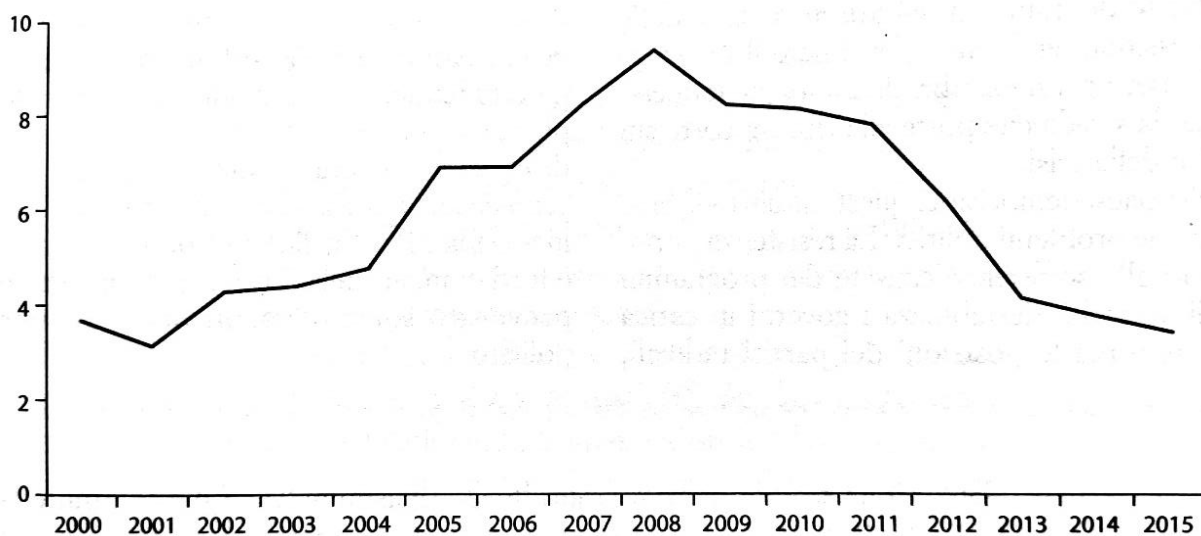


Figura 16 - Scarto quadratico medio dei costi unitari relativi del lavoro nei paesi dell'Eurozona (%)  
 Nota: elaborazione su dati della figura precedente  
 Fonte: P. De Grauwe, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino 2016



Questo è dovuto principalmente, come detto prima, alle differenze apprezzabili in ambito della politica del lavoro e dei livelli salariali. Infatti, è da osservare come non sia possibile apprezzare, all'interno dell'Eurozona, la flessibilità dei prezzi e dei salari che è ritenuta requisito necessario dai padri fondatori della Teoria AVO, al fine di ridurre i costi di un'adozione di una moneta comune.

Queste divergenze, afferma P. De Grauwe, sono dovute al fatto che le politiche economiche, sociali e salariali sono decise a livello nazionale, come le riforme strutturali del mercato del lavoro. Non avendo più a disposizione lo strumento di tasso di cambio come mezzo per l'aggiustamento verso l'equilibrio, questa situazione porta ad acuire le divergenze in termini di competitività all'interno dell'Eurozona.

Nel 2008 ad esempio, per far fronte a tali perdite di competitività, paesi come Grecia, Portogallo Spagna e Irlanda, ovvero le nazioni sino a quel momento in forte crescita, hanno operato quella che si definisce svalutazione interna, ovvero un abbassamento dei prezzi e dei salari nei confini nazionali. Questo è apprezzabile nell'inversione di tendenza successiva al 2008, che si può notare nel grafico precedente.

Le politiche di svalutazione interna, però, possono essere portate avanti solo tramite azioni deflazionistiche che spingono il paese verso la recessione e verso l'aumento del debito pubblico. Questi metodi, se reiterati, portano però ad innervosire i mercati finanziari che possono, come detto, spingere i paesi verso l'insolvibilità. Da qui si instaura il circolo vizioso già esaminato che porta ad impulsi ancor maggiori verso la recessione e difficilmente contenibili in un contesto di moneta unica.

#### **2.4.1 IL CONFRONTO CON LA FEDERAL RESERVE**

*“Conformemente all'articolo 105, paragrafo 1, del trattato, l'obiettivo principale del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, esso sostiene le politiche economiche generali della Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità definiti nell'articolo 2 del trattato [...]”.*<sup>43</sup>

Come è possibile evincere dal testo normativo soprariportato, istitutivo del SEBC e della BCE, l'obiettivo primario dell'autorità monetaria è la stabilità dei prezzi. Appaiono quindi secondari gli altri obiettivi di politica economica, quali la stabilizzazione del prodotto e/o del livello di occupazione.

Risulta quindi evidente, in questo estratto, l'influenza del modello tedesco nella

---

<sup>43</sup> cfr. Protocollo sullo statuto del sistema europeo di banche centrali e della banca centrale europea.

costituzione dell'autorità monetaria, a sua volta nettamente influenzata dalla controrivoluzione monetarista.

Da queste osservazioni spesso è agevole individuare la BCE come una banca centrale “conservatrice”, in quanto concentra la sua azione sul controllo dell'inflazione e sull'indipendenza delle decisioni in merito ai tassi di interesse. Se la banca centrale sia davvero conservatrice è un dubbio difficile da sciogliere, ma è possibile impostare un confronto con la *Federal Reserve*, che evidenzia le divergenti scelte di politica monetaria portate avanti negli anni.

In particolare, nel grafico sottostante (rif. figura 17), vengono confrontati i tassi a breve, controllati dalle due istituzioni. L'andamento del grafico dimostra un utilizzo del tasso pronti contro termine da parte della BCE largamente più cauto.

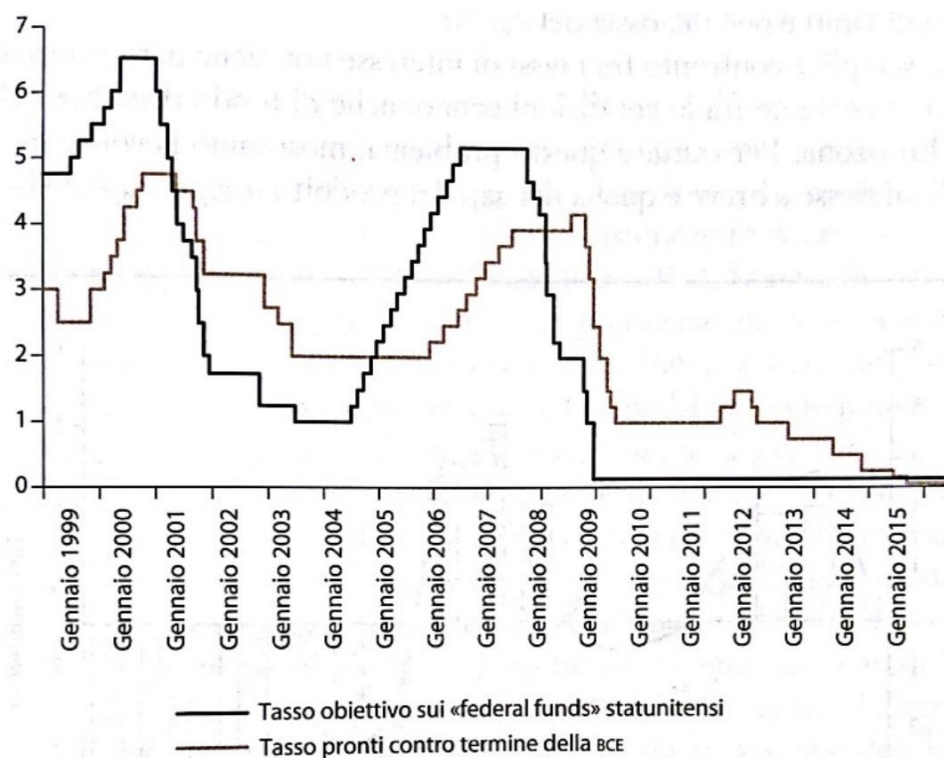


Figura 17 - Politica dei tassi di interesse nell'Eurozona e negli Stati Uniti  
Fonte: P. De Grauwe, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino 2016

Infatti, possiamo notare come:

- la *Federal Reserve*, in risposta alla contrazione dell'economia del 2001, abbia abbassato vertiginosamente il tasso di interesse, con una variazione negativa prossima al 4.5%. Con successiva crescita, dal 2004, ha poi progressivamente rialzato il tasso, terminando il periodo di politica monetaria espansiva, fino a tagliarlo in maniera drastica con l'esplosione della crisi finanziaria del 2007, (rif. figura 18b);

- la BCE, al contrario è risultata meno reattiva e molto meno radicale nel decidere le variazioni del tasso, rispetto le vicissitudini economiche. Infatti, gli interventi sui tassi sono stati di entità relativamente minore e molto più gradualisti, tanto che la BCE ha azzerato il tasso di interesse, come reazione alla crisi mondiale, addirittura 5 anni dopo gli interventi effettuati dalla *Federal Reserve*, (rif. figura 18a).

Ancora, si può prendere in considerazione la variazione dei tassi di interesse di riferimento, in relazione alle variazioni del gap di prodotto, cercando di depurare l'analisi dalle differenze strutturali fra le due unioni monetarie. P. De Grauwe, nel suo libro, trae due conclusioni da tale analisi:

- anzitutto, nonostante sembri che la BCE abbia fatto variare il tasso di interesse, in relazione al gap di prodotto, bisogna tener conto che quest'ultimo rimane un buon indicatore dell'inflazione futura e, dunque, permane l'impressione che la preoccupazione principale dell'autorità monetaria europea fosse quella di difendere la stabilità e non sostenere l'equilibrio della produzione;
- in ogni caso, è evidente il contrasto con la *Federal Reserve*, che ha infatti variato il tasso di interesse in maniera molto più netta in rapporto agli scostamenti del gap di prodotto. Ciò non può essere ricondotto all'entità delle variazioni del gap in quanto, ad esempio, tra il 2004 ed il 2005, esso fu di pari valore tra gli USA e l'UEM.

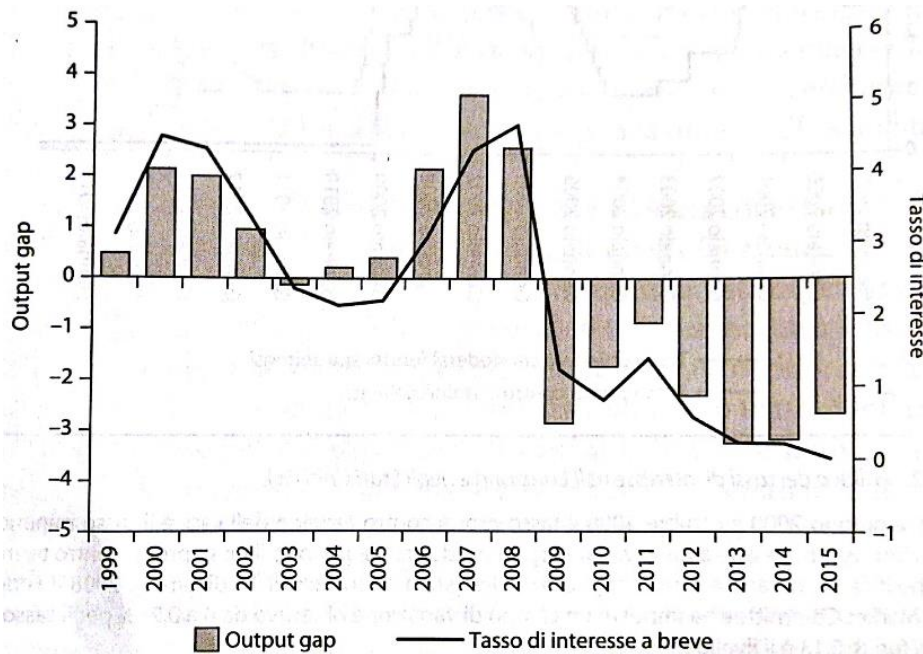


Figura 18a - Tasso di interesse a breve e gap del prodotto nell'Eurozona, 199-2015 (%)  
 Fonte: P. De Grauwe, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino 2016

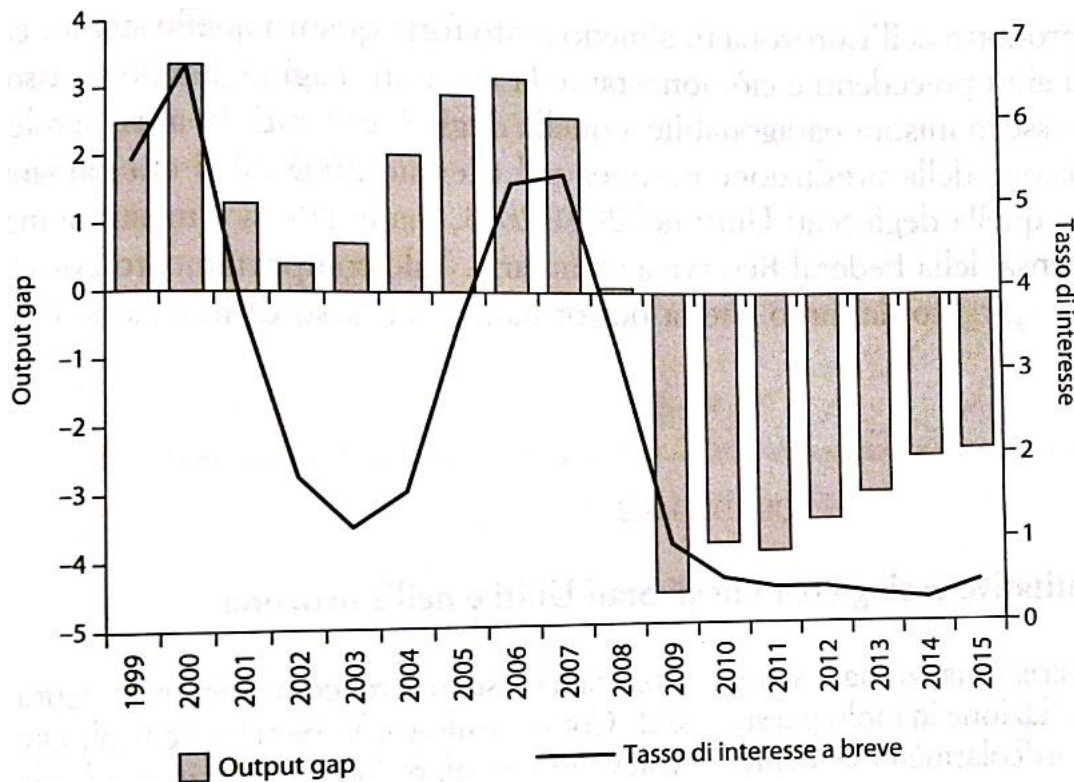


Figura 18b - Tasso di interesse a breve e gap del prodotto negli Stati Uniti, 199-2015 (%)  
 Fonte: P. De Grauwe, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino 2016

Infine, non è possibile notare differenze nette nel rischio di inflazione tra le due regioni, che nel periodo tra il 1999 e il 2015 è stata mediamente pari al 1.9% nell'Eurozona e al 2.1% negli Stati Uniti.

Ciò dissolve favorevolmente il dubbio in merito alla politica conservatrice della BCE. Nel confronto con la *Federal Reserve* infatti risulta evidente come la BCE abbia attuato politiche con l'obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi, relegando a rilevanze minori gli obiettivi di produzione e occupazione.

Dunque, alla luce della seguente analisi, possiamo provare a dare una risposta alla domanda se l'Eurozona rispetti i parametri per essere definita un'area valutaria ottimale.

A chi scrive risulta chiaro che l'Unione Economica e Monetaria Europea presenti non poche distorsioni rispetto a quanto si propugnava negli anni '90. Il processo di integrazione è stato più lento e di minore entità rispetto alle previsioni più che ottimistiche e la moneta comune risulta ad oggi essere una valuta priva degli strumenti necessari per un corretto funzionamento di una politica monetaria europea.

In particolare, la BCE sembra essere un'autorità monetaria ancorata a principi e regole non sufficientemente flessibili e adattabili al contesto economico che vive di cicli economici.

Per quanto detto risulta che il problema maggiore del Sistema Euro si evidenzia nella

gestione degli shock asimmetrici, dove un'unione monetaria incompleta mostra tutti i suoi limiti, ovvero:

1. la scarsa flessibilità dei prezzi e dei salari non riesce a sostituire il mancato strumento dei tassi di cambio, provocando ampie divergenze in tema di competitività fra stati membri;
2. il mercato del lavoro è scarsamente mobile e non ovvia alle difficoltà in caso di shock asimmetrici, riportando le economie nazionali verso l'equilibrio;
3. l'assenza di un consolidamento di bilancio, di coordinazione delle politiche economiche e di una politica fiscale comune rende l'unione monetaria incompleta e drasticamente vulnerabile agli umori dei mercati ed alle incertezze future.

### **CAPITOLO 3: VERSO UNA MAGGIORE INTEGRAZIONE E COMPLETEZZA DELL'UEM: IL FUTURO DELL'EUROZONA**

#### **3.1 L'UNIONE MONETARIA EUROPEA, UN'UNIONE A METÀ**

Nei precedenti capitoli, sono stati analizzati alcuni aspetti connessi all'adozione, da parte di una nazione, di una moneta unica, con particolare attenzione sui costi e sui benefici che essa comporta e sui risultati ottenuti fino ad oggi dell'UEM.

Al suo termine, si è concluso che l'Eurozona così come è oggi non risulta essere un'unione monetaria completa. Per unione monetaria completa si intende, infatti, un'unione che oltre a condividere la valuta condivide anche il bilancio pubblico, a scapito dell'indipendenza nazionale.

In merito è necessario precisare che esistono diversi gradi di unione monetaria, a partire dai semplici accordi sui cambi fino alla condivisione della valuta. Il sistema dei tassi di cambio fissi rappresentano un'unione monetaria con un grado di completezza inferiore all'attuale UEM.

Come già detto, tra i sistemi di cambi fissi, i più importanti sono stati il sistema di Bretton Woods ed il Sistema Monetario Europeo.

P. De Grauwe afferma che qualsiasi sistema del genere ha vita breve e, probabilmente, uno shock asimmetrico di sufficiente portata condurrà questo sistema verso una crisi<sup>44</sup>. Tale esito è dovuto, sempre seguendo l'esposizione di P. De Grauwe, a due peculiarità:

- un sistema di cambi fissi ha insito un problema di credibilità, in quanto la promessa da parte di una nazione del mantenimento di un dato livello dei tassi di cambio è soggetta a dubbi nel momento in cui le condizioni economiche e sociali variano. Infatti, qualora nella valutazione da parte delle autorità se compiere una svalutazione o meno i benefici fossero superiori ai costi, esse opteranno per disattendere la promessa;
- lo stesso sistema, implica un'altra fragilità dovuta alla limitatezza di riserve di monete estere con le quali difendere il proprio tasso di cambio che, in caso di attacco da parte dei mercati finanziari, potrebbero rivelarsi insufficienti.

Entrambe le fragilità si influenzano reciprocamente a sfavore del regime di cambi fissi. La limitatezza delle riserve monetarie induce minor credibilità del tasso e, la scarsa fiducia degli investitori porta a un aumento di vendita di moneta nazionale, riducendo ancor più le

---

<sup>44</sup> Così è effettivamente successo al Sistema di Bretton Woods nel 1973 e allo SME nel 1993.

riserve. A questo punto le autorità monetarie si trovano di fronte a un bivio su quale strada sia preferibile seguire: se sostengono il tasso di cambio fisso, dovranno accettare azioni politiche restrittive, (riduzione della spesa pubblica e aumento delle tasse), che porteranno sfiducia nel governo e un aumento della disoccupazione; se al contrario opteranno per la svalutazione, si avrà una perdita di reputazione del proprio paese, nonostante i provvedimenti presi ridurranno il rischio di recessione.

A conti fatti, il governo valuterà l'opportunità della svalutazione confrontando i benefici e i costi che da essa ne derivano. La medesima valutazione sarà portata avanti dai mercati finanziari, che guarderanno alla credibilità e alla sostenibilità di un dato cambio fisso.

Si noti, però, seguendo i modelli di seconda generazione<sup>45</sup>, che le aspettative degli investitori spesso sono autoavveranti: infatti, è sufficiente che una svalutazione sia attesa perché si verifichi, in quanto le operazioni dei mercati che prevedono una svalutazione, aumentano drasticamente i benefici che la svalutazione stessa genera.

Le fragilità di questo sistema possono trovare una duplice soluzione: optare per una maggiore flessibilità dei tassi oppure abolirli completamente, eliminando quindi il problema delle crisi speculative ed intraprendere la via verso un'unione monetaria.

Proseguendo l'analisi, l'unione monetaria, ed in particolare quella europea, è contraddistinta da un maggiore grado di completezza rispetto a un regime di cambi fissi ma, non per questo, è sufficiente ad ovviare alle molte fragilità, simili al precedente regime posto in esame.

Tali fragilità sono per lo più dovute, come accennato al termine del secondo capitolo, all'assenza di un'unione di bilancio a livello europeo, cui consegue l'emissione di moneta a livello europeo ma, al contempo, l'emissione di strumenti di debito a livello nazionale.

La non corrispondenza tra le autorità che emettono moneta e le autorità che emettono i titoli di Stato, comporta il rischio di crisi, vista l'impossibilità di garantire in ogni caso il servizio del debito.

Nell'affrontare questa fragilità, è possibile immaginare un modello, applicabile all'Eurozona, che preveda innanzitutto una valutazione, sia da parte del governo sia dagli investitori, dell'opzione sulla possibilità di inadempienza del debito, sulla base dei costi e dei benefici che da essa ne scaturiscono.

---

<sup>45</sup> Obstfeld, 1986

Supponendo il verificarsi di una crisi di solvibilità<sup>46</sup> all'interno di uno stato membro di un'unione monetaria, si rappresentano su di un grafico, (rif. figura 19), le valutazioni in merito ai costi e benefici, nel caso in cui il governo decida di adottare un taglio del debito complessivo<sup>47</sup> per sopperire al periodo di difficoltà.

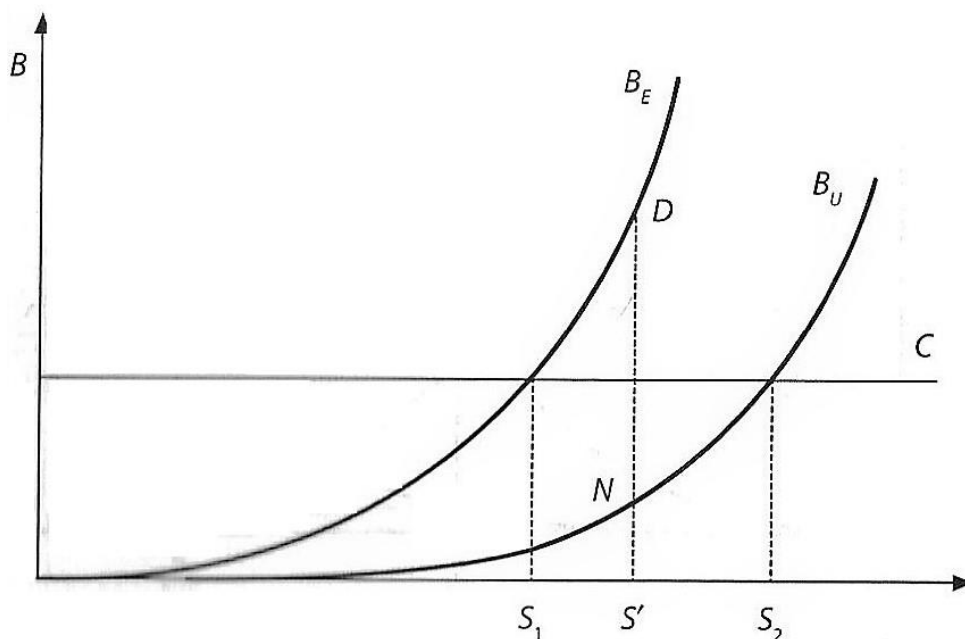


Figura 19 – Costi e benefici di un'insolvenza seguita a uno shock della solvibilità  
Fonte: P. De Grauwe, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino 2016

In questo caso, il beneficio che ne deriva è costituito principalmente dalle minori misure di austerità necessarie, con una riduzione degli effetti sulla tassazione e sulla spesa pubblica che, altrimenti, lo shock di solvibilità avrebbe comportato.

A questo punto si opera una distinzione tra i benefici ottenuti da un'insolvenza, a seconda che il mercato si aspetti l'insolvenza dello stato, (curva  $B_e$ ) ovvero il contrario, (curva  $B_u$ )<sup>48</sup>.

Se l'insolvenza è inaspettata dal mercato, il suo beneficio è maggiore, poiché gli stessi, ovviamente, sarebbero portati a vendere grandi quantità di titoli di Stato, provocando un immediato rialzo del tasso di rendimento. Tale aumento genererebbe anche un innalzamento

<sup>46</sup> Per crisi di solvibilità si può intendere una riduzione delle entrate pubbliche, dovuta a una recessione o a una perdita di competitività.

<sup>47</sup> Non è detto che il governo debba tagliare l'intero importo del debito, ma più plausibilmente ne taglierà una quota di esso.

<sup>48</sup> L'andamento crescente di entrambe le curve del grafico è dovuto al fatto che all'aumentare del peso dello shock avvenuto, anche i benefici derivanti dall'insolvenza aumenta. Ciò perché uno shock ampio comporta un peso delle misure di austerità necessarie maggiori. Inoltre, la forma e la posizione della curva, dipendono dal livello assoluto del debito precedente al manifestarsi della crisi, all'efficienza del sistema tributario (che determina la facilità con cui lo stato può riscuotere un maggior gettito fiscale semplicemente aumentando le tasse) e l'entità del debito detenuto oltre i confini nazionali.



del deficit di bilancio, a cui conseguirebbero politiche di austerità ancor più radicali. L'insolvenza dunque diviene ancor di più un'opzione invitante.

Viceversa, l'inadempienza genererebbe anche un costo: eventuali emissioni di debito future, imporrebbero al governo uno sforzo economico maggiore, in quanto i mercati, considerata la reputazione di debitore insolvente creatasi, richiederebbero rendimenti maggiori.

Assumendo che il costo della reputazione sia fisso ed uguale a  $C$ , (rif. Figura 19), e nel caso in cui si verifichi uno shock della solvibilità, è possibile analizzare i risultati tra il confronto dei costi e benefici.

Supponiamo si verifichino tre shock di entità diversa, le conseguenze sarebbero, (rif. Figura 20):

- 1) SHOCK DEBOLE [ $S < S_1$ ] - i costi superano i benefici e dunque l'inadempienza non risulta un'opzione attraente per il governo. Se gli investitori avranno un atteggiamento razionale, anticiperanno la decisione di servire il debito del governo e saranno disposti a bilanciare il minor gettito fiscale, attraverso l'acquisto di ulteriori titoli di Stato;
- 2) SHOCK FORTE [ $S > S_2$ ] - sia che l'inadempienza sia attesa o meno, i benefici dell'insolvenza sono comunque maggiori dei costi quindi, il governo sceglierà di non ripagare il debito e per lo stesso motivo gli investitori venderanno tutti i titoli di Stato. Il governo si troverà a dover affrontare una crisi di liquidità che, in ogni caso, lo costringerà all'insolvenza;
- 3) SHOCK INTERMEDIO [ $S_1 < S < S_2$ ] - per questo genere di shock, che produce una zona dove l'equilibrio è indeterminato, sono possibili due soluzioni, a seconda che l'insolvenza sia attesa o inaspettata:
  - a. nel caso di insolvenza attesa, l'equilibrio si trova nel punto  $D$ , appartenente alla curva  $B_e$ . Il punto in questione si trova al di sopra del costo  $C$  e, dunque, l'inadempienza, con i relativi benefici superiori, è la strada da seguire, come gli investitori hanno previsto;
  - b. nel caso di insolvenza inattesa, il punto  $N$ , corrispondente alla funzione  $B_u$ , è l'equilibrio. I benefici in quel punto sono inferiori dei costi e, pertanto, il governo servirà il debito, proprio come i mercati attendevano.

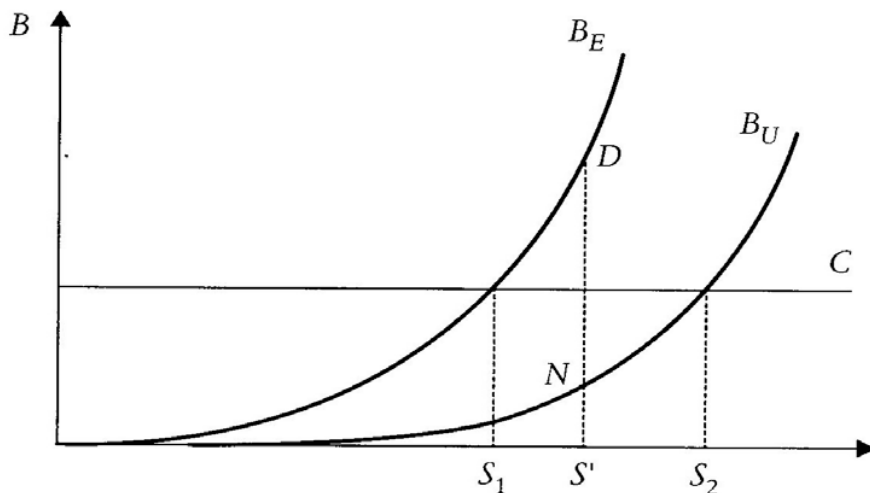


Figura 20 - Equilibri "buoni" ed equilibri "cattivi".  
Fonte: P. De Grauwe, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino 2016

È quindi evidente come l'inadempienza di uno stato, in caso di shock intermedi, è in mano agli umori e i sentimenti degli investitori, che spesso non hanno gli strumenti ed i dati per giudicare correttamente l'effettiva situazione di uno stato.

Per ovviare a questa indefinita possibilità di insolvenza, a cui gli stati membri di un'unione monetaria incompleta sono soggetti, è sufficiente eliminare l'ipotesi di vincolo di liquidità.

Infatti, se un governo avesse il potere di imporre all'autorità monetaria di immettere liquidità nel mercato, sarebbe sempre in grado di garantire il pagamento del debito. A quel punto gli investitori non si aspetterebbero l'inadempienza e non avrebbero interessi nello spingere uno stato a dichiarare, suo malgrado, l'insolvenza.

La fragilità di un'unione monetaria di questo tipo è evidente e difficilmente arginabile. La crisi dei debiti sovrani ha fatta emergere la debolezza dei paesi membri dell'Eurozona, nel garantire il proprio debito, con criticità crescenti per i paesi già in situazioni difficoltose.

Per tentare di limitare queste fragilità dell'UEM, P. De Grauwe propone tre possibili alternative:

- accrescere il costo dell'inadempienza, affiancando ad essa condizioni imprescindibili, quali l'uscita obbligata dall'Unione Europea. In tal modo la curva C dei costi sarebbe traslata verso l'alto, comportando una minore attrattiva dell'insolvenza;
- affidare il ruolo di "prestatore di ultima istanza" alla BCE, al fine di dare una via d'uscita ai paesi che soffrono di shock intermedi, liberandoli dalla dipendenza degli umori di mercato;

- consolidare tutti i debiti nazionali in un unico debito comune, arrivando a completare totalmente l'unione monetaria.

### **3.2 I PASSI NECESSARI PER UN MAGGIOR GRADO DI COMPLETEZZA**

Fino all'eclatante manifestazione della crisi, la maggior parte degli addetti ai lavori, in particolare i funzionari europei, non sostenevano la necessità di maggiore integrazione politica per completare l'unione monetaria, non riscontrando problemi o difficoltà di ordine economico.

La crisi ha messo in luce in maniera netta i limiti di questa costruzione che mostra fragilità sia nella gestione delle crisi sia nella sua sostenibilità di lungo periodo.

È bene precisare, però, che qualunque passo verso un ulteriore completamento dell'unione monetaria, implicherebbe un contestuale sforzo politico di portata non indifferente, dovuto, prevalentemente, ai necessari trasferimenti di sovranità dai governi nazionali in favore delle strutture sovranazionali.

La soluzione ottimale per completare l'Eurozona sarebbe la creazione di una federazione di Stati Uniti d'Europa, ovvero il massimo grado di integrazione politica. È però evidente l'enorme difficoltà nel portare a termine una simile operazione, in questo momento storico, a causa della mancanza di volontà della politica e del sostegno popolare. Attualmente è improbabile, se non impossibile, individuare un sentimento di appartenenza ad una federazione europea, da parte dei popoli delle varie nazioni.

Ciò, però, non significa che il processo di integrazione europea sia giunto a un vicolo cieco e si debba necessariamente tornare indietro. Anzi, è imperativo proseguire in questa direzione, portando avanti per piccoli passi le riforme ed i necessari aggiustamenti, per giungere all'auspicata coesione politica, economica e monetaria.

Nell'individuare i prossimi passi necessari per completare l'UEM, saranno proposte due strade parallele, da seguire contemporaneamente. La prima si riferisce allo sviluppo del ruolo della BCE, la seconda all'incremento della collaborazione politica.

#### **3.2.1 LA BCE NEL RUOLO DI PRESTATORE DI ULTIMA ISTANZA**

Uno degli appelli rivolti alla BCE, sicuramente il più improrogabile, è quello relativo all'assunzione da parte dell'organismo del ruolo di prestatore di ultima istanza, a garanzia dei debiti sovrani.

In un paese monetariamente indipendente, la banca centrale normalmente svolge questo ruolo, sotto la direttiva dei governi, al fine di evitare le crisi di liquidità. Nell'Eurozona sarebbe

possibile eliminare questo rischio qualora la BCE assumesse l'impegno di garantire sempre la liquidità necessaria nei diversi mercati nazionali dei titoli sovrani.

Più nel dettaglio, il ruolo di prestatore di ultima istanza viene svolto dalle banche centrali, anzitutto, in favore del settore bancario. Infatti, quest'ultimo è contraddistinto da un forte squilibrio a livello di bilancio, in quanto contrappone un passivo di breve termine ad un attivo di lungo termine, con la conseguenza, per le banche stesse, di essere sottoposte a tutte le criticità derivanti dalla riveniente esposizione finanziaria, dovuta in primo luogo dalla possibile crisi di liquidità.

Nel caso in cui si manifesti un clima di sfiducia nei confronti delle istituzioni bancarie, a seguito di manifeste crisi di liquidità, i titolari dei depositi potrebbero ritenere non più sicuro l'affidamento riposto nella propria banca e richiedere la conversione in contante dei depositi, generando una corsa agli sportelli.

Evidentemente, nessuna banca sarebbe in grado di fronteggiare un'enorme, improvvisa e contestuale richiesta di contante, considerando anche l'impossibilità di poter monetizzare le attività con la stessa rapidità, con l'esito di trovarsi coinvolte in una crisi di solvibilità, diffusa a tutto il sistema bancario.

Quindi, il ruolo di prestatore di ultima istanza della banca centrale è essenziale per prevenire, *ab origine*, la corsa agli sportelli, affinché i creditori siano rassicurati, per tempo, sulla possibilità di poter disporre comunque dei propri depositi.

In questo modo, le garanzie offerte dalla banca centrale sono sufficienti a garantire la stabilità del sistema bancario e difficilmente si verificherebbe che la banca centrale debba effettivamente fornire liquidità alle banche.

Il bilancio di uno stato in un'unione monetaria, è analogo a quello delle banche, con passività liquide e attività difficilmente liquidabili. Quindi, la vendita in massa dei titoli di Stato genererebbe una crisi di solvibilità analoga a quella suesposta.

Pertanto, il ruolo della banca centrale dell'unione monetaria, svolgendo il ruolo di prestatore di ultima istanza, è in grado di fornire al paese in difficoltà, le stesse garanzie e, quindi, proteggerne la stabilità economica.

Nel caso specifico dell'UEM, sono controverse le opinioni sui compiti che la BCE dovrebbe assolvere, purtuttavia dal 2012, con il varo del programma OMT, la Banca Centrale Europea si è impegnata ad acquistare quantità illimitate di titoli del debito pubblico di paesi in crisi.

Si deve però sottolineare che questa disponibilità della BCE è stata assoggettata ad

alcune condizioni, imprescindibili per l'applicazione dell'OMT, quali l'adozione di una serie di ulteriori provvedimenti di austerità da parte del paese in difficoltà.

Il programma OMT, nonostante le condizioni limitanti, ha contribuito significativamente alla riduzione del sentimento di sfiducia che, nel 2012, aveva compromesso la stabilità dell'Euro, rilanciando con decisione il futuro dell'Eurozona.

A conforto di quanto suddetto, è importante evidenziare come il mero annuncio della BCE di fornire liquidità agli stati in difficoltà, abbia rasserenato i mercati finanziari, determinando una riduzione immediata e sostanziale degli *spread*<sup>49</sup> tra i titoli pubblici, a partire dal 2012, (rif. figura 21).

Infatti, nel periodo di tempo considerato, pur non essendo stati rilevati miglioramenti strutturali dei fondamentali all'interno dei paesi in crisi, si è assistito ad una riduzione degli *spread*, evidentemente da ricondurre ad un maggior grado di fiducia dei mercati, rassicurati proprio dagli impegni della BCE.

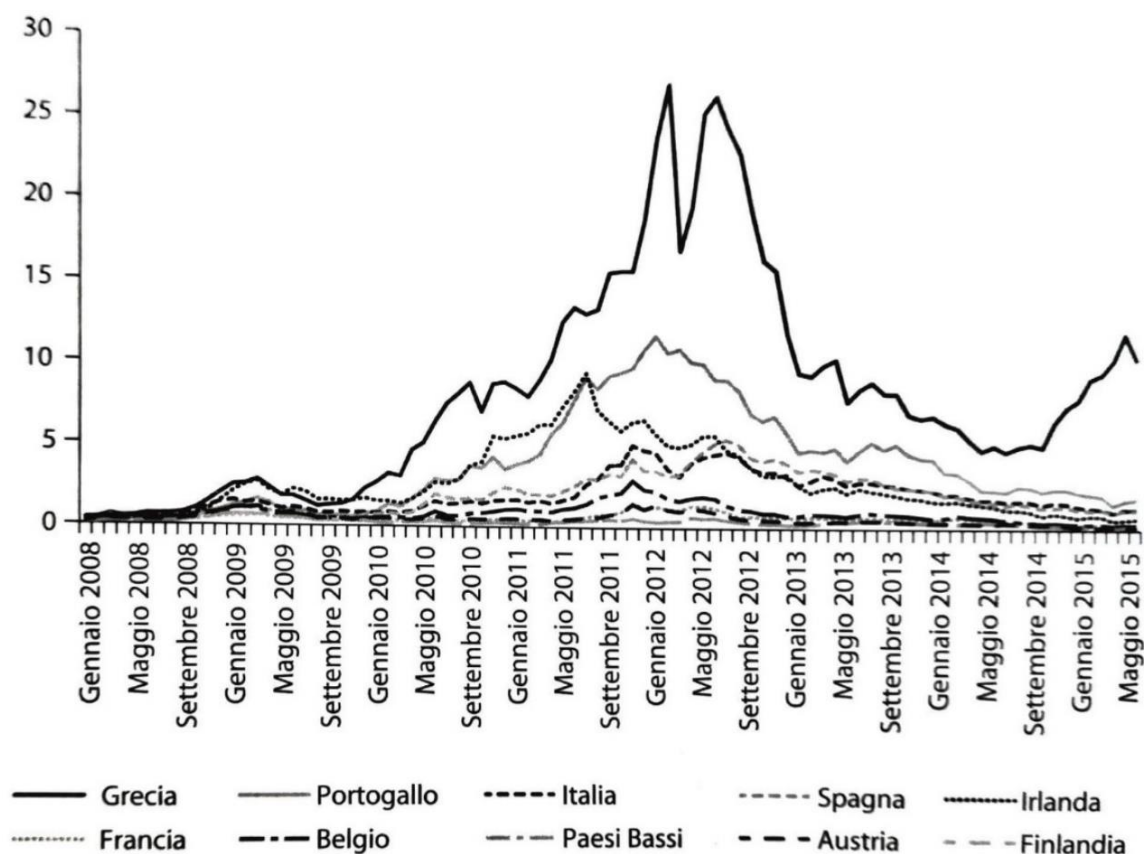


Figura 21 – Spread dei titoli di Stato decennali nell'Eurozona, 2008-2015 (%)

Fonte: P. De Grauwe, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino 2016

Dati: European Central Bank

<sup>49</sup> Per *spread* si intende il differenziale di rendimento fra determinati titoli ed un titolo preso a riferimento, normalmente quello a rischio minore.

Paradossalmente, nonostante gli evidenti vantaggi evidenziatisi nel periodo considerato, diversi soggetti si sono dichiarati contrari al ruolo che la BCE ha assunto, tra i quali la Corte Costituzionale tedesca, che ha definito il programma OMT incostituzionale, poiché non incluso nelle prerogative contenute all'interno del mandato conferito alla BCE stessa.

In merito, nel 2015, la Corte di Giustizia dell'Unione Europea (CGUE), alla quale la Corte Costituzionale tedesca si era appellata per la riduzione del programma in oggetto, ha sancito l'infondatezza delle violazioni contestate.

Tralasciando le questioni giuridiche, le critiche osservazioni che gli oppositori al programma in argomento hanno formulato sono tre:

1. IL RISCHIO DI INFLAZIONE: si basa sull'assunto che, nello svolgere tale ruolo, la BCE accresce la base monetaria e, come conseguenza, crea inflazione.
2. LE CONSEGUENZE FISCALI: si basa sull'obiezione che, qualora uno stato diventi insolvente, la BCE subirebbe perdite in misura pari all'acquisto di titoli del debito del medesimo stato, perdite che si rifletterebbero su tutti gli altri membri dell'Unione.
3. L'AZZARDO MORALE: si basa sull'incentivo che tale copertura potrebbe spingere alcuni paesi ad indebitarsi più del consentito.

De Grauwe, confuta tali assunti, in quanto:

- a. per la prima osservazione, non sempre il rapporto di causa-effetto è verificabile, anzi è probabile che, qualora la massa monetaria si discosti sensibilmente dalla base monetaria, la conseguente crescita inflazionistica non sarebbe così immediata. Osservando il grafico 22 si nota come, prima del 2008, i due aggregati, (base monetaria e M3<sup>50</sup>), siano fortemente collegati. Invece, con il manifestarsi e l'acuirsi della crisi, mostrano un discostamento crescente.

---

<sup>50</sup> Per M3 si intende l'ultimo aggregato monetario che aggiunge alla base monetaria, alla liquidità primaria e secondaria, anche tutte le attività finanziarie che sono utili come riserva di valore, ovvero obbligazioni e titoli di Stato con scadenza a breve termine.

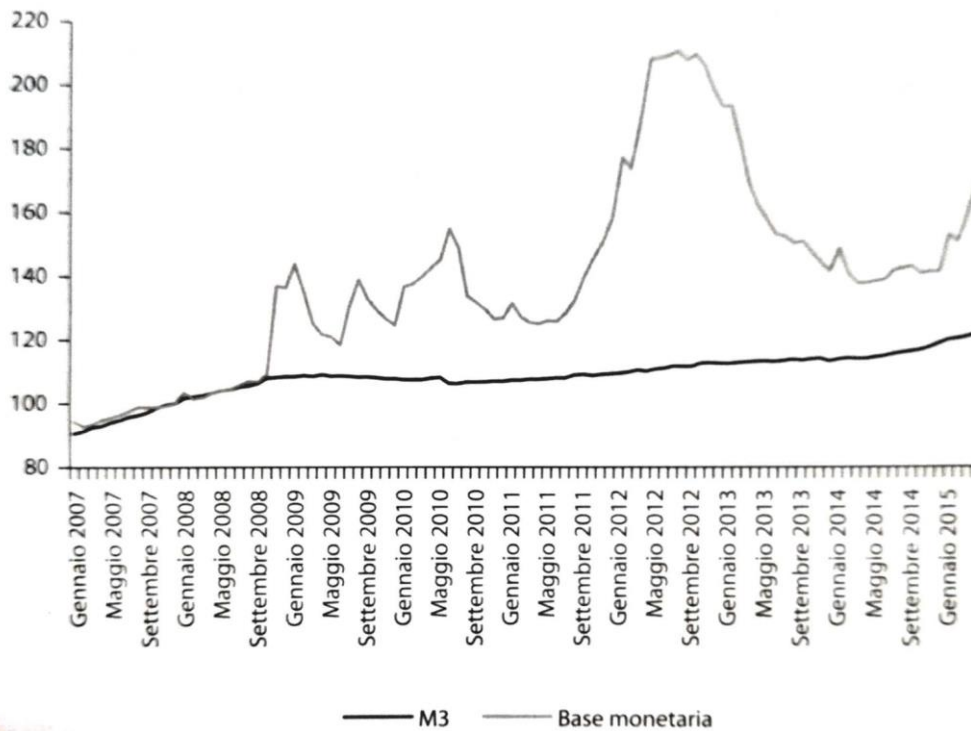


Figura 22 – Base monetaria e massa monetaria (M3) nell'Eurozona, 2007-2015 (dicembre 2007=100)  
 Fonte: P. De Grauwe, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino 2016  
 Dati: ECB, Statistical Data Warehouse

Gli scostamenti evidenziano una forte riduzione del moltiplicatore monetario, dovuto alla cosiddetta trappola della liquidità. L'avversione al rischio delle banche è talmente elevata che si rifiutano di impiegare le nuove riserve monetarie, lasciando che l'aggregato M3 non cresca rispetto alla base monetaria.

In più, il ruolo di garante della BCE come prestatore di ultima istanza, permette una rassicurazione degli operatori finanziari che riducono la volontà di detenere contante e, pertanto, producono una spinta contraria al processo deflazionistico. Queste osservazioni, confermate dal pensiero monetarista di M. Friedman, permettono di escludere il rischio inflazionistico sostenuto dai critici. In ogni caso, è necessario che, una volta che l'economia riprende il cammino di espansione, la liquidità immessa venga riassorbita gradualmente attraverso la vendita dei titoli di Stato acquistati precedentemente.

- b. Per la seconda osservazione, appare ovvio che, per una banca centrale, qualsiasi operazione di mercato aperto possa comportare il rischio di perdite, senza però che questo implichi per essa la necessità di astenersi da dette operazioni. Infatti, le operazioni di mercato aperto sono l'essenza costitutiva di una banca centrale, senza le quali non vi sarebbe motivo di esistenza di un'autorità monetaria. Risulta anche evidente che qualsiasi perdita subisca la BCE, essa non comporterebbe alcun problema

di bilancio, considerata la possibilità di stampare moneta in qualunque momento, eludendo ogni rischio di solvibilità, contrariamente ad un'impresa privata.

- c. Per la terza osservazione, risulta erroneo privarsi di uno strumento qual è un'autorità monetaria prestatore di ultima istanza, unicamente per il rischio di azzardo morale. Piuttosto, sembra essere più idonea l'adozione di una regolamentazione capace di limitare la possibilità degli stati di abusare del cd. "ombrello", per porre in essere manovre finanziarie temerarie.

### **3.2.2 IL CONSOLIDAMENTO DEL BILANCIO E DEL DEBITO PUBBLICO**

Un ulteriore passo verso il completamento dell'unione monetaria si individua nel consolidamento dei bilanci e dei debiti pubblici nazionali, a favore di una gestione sovranazionale. Ciò permetterebbe all'UEM di poter emettere strumenti di debito propri, denominati in una moneta che essa stessa controlla. Coincidendo le facoltà di emissione dei titoli e della moneta, sarebbe risolto il problema del rischio, per ogni paese membro, di essere trascinato forzatamente in una crisi debitoria.

Inoltre, un debito pubblico europeo potrebbe dar vita a un sistema di trasferimenti automatici in caso di shock asimmetrici, in grado di dare copertura ai paesi in difficoltà.

Deve essere però riconosciuto che un'unione di bilancio completa rappresenta l'obiettivo verso cui tendere nel lungo periodo, in quanto non è possibile, oggi, immaginare un trasferimento di sovranità in tema fiscale e di spesa pubblica, a favore di istituzioni europee. Ecco perché, per completare l'UEM, al momento è preferibile una strategia di piccoli *step*.

Un primo passo potrebbe essere rappresentato dall'introduzione di uno strumento di debito, emesso congiuntamente dagli stati membri, come ad esempio gli ipotetici *Eurobond*, che consenta di garantire in solido i titoli emessi e, quindi, di proteggere i paesi da possibili crisi di liquidità.

Il secondo passo si configura in un'unione bancaria, volta alla ripartizione sull'intera Eurozona dei costi per la risoluzione di eventuali crisi locali.

Effettivamente, l'UEM si è già dotata, nel 2015, di un sistema di risoluzione comune delle crisi bancarie, con l'istituzione del Comitato di Risoluzione Unico (SRB) e, nel 2014, di un organo unico di vigilanza, con la creazione del Meccanismo di Vigilanza Unico (MVU).



## CONCLUSIONI

Nel corso di questo elaborato si è cercato di costruire uno studio analitico di cosa l'Eurozona rappresenti alla luce della Teoria AVO. In particolare, si era partiti dalla curiosità personale di sciogliere alcuni dubbi in materia di valutazioni attuali dell'euro, ritenendo inadatto a questo scopo l'attuale dibattito politico.

Dunque, si è preferito dedicare il primo capitolo di tale elaborato alla dotazione di strumenti analitici, seppur ancora sintetici e poveri, al fine conoscere i modelli e le teorie economiche utili per una valutazione di merito in tema di aree valutarie ottimali.

Susseguentemente, si è ritenuto necessario un excursus storico che permettesse di inquadrare l'Eurozona all'interno del suo percorso del tutto peculiare, eludendo il rischio di compiere un'analisi priva delle necessarie considerazioni di contesto.

Alla luce di tutto ciò, nel terzo capitolo, si è tentato di provvedere ai riscontri di incompletezza che ad oggi ancora coinvolgono l'Unione Monetaria Europea, riportando quali sono le trasformazioni che, ad opinione di insigni economisti, risultano necessarie per la sostenibilità di tale apparato monetario.

Con uno sguardo verso le prossime elezioni europee del marzo 2019, ci si domanda quale futuro si stia costruendo per il Vecchio Continente e quanto dei principi ispiratori dei padri fondatori dell'UE sono ancora tenuti in considerazione dall'attuale classe politica europea. Sebbene le previsioni non siano così rosee, si ha fiducia comunque in una spinta verso il futuro che coinvolga la volontà di cambiamento. Infatti, è possibile ravvisare quantomeno una crescente consapevolezza all'interno delle istituzioni europee delle problematiche di base del progetto Europa, le cui soluzioni non sono più procrastinabili.

A riguardo si riporta quanto affermato all'interno della relazione "Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa", anche conosciuta come Relazione dei cinque presidenti<sup>51</sup>, nel definire l'attuale unione: *"una casa costruita nel corso di decenni ma solo parzialmente completata, di cui si sono dovuti stabilizzare in fretta e furia pareti e tetto quando è scoppiata la tempesta"*<sup>52</sup>.

Tale relazione ha preso atto che fino a quel momento non era stato possibile assistere a un effettivo processo di convergenza dei paesi aderenti, all'opposto si sono manifestate crescenti

---

<sup>51</sup> La relazione in oggetto è stata firmata da Jean-Claude Juncker, Presidente della Commissione Europea, Donald Tusk, Presidente del Consiglio Europeo, Jeroen Dijsselbloem, Presidente dell'Eurogruppo, Mario Draghi, Presidente della Banca Centrale Europea, e da Martin Schulz, Presidente del Parlamento Europeo.

<sup>52</sup> Cfr. "Completare l'unione economica e monetaria dell'Europa", 22 giugno 2015

divergenze che hanno posto l'accento sulle carenze e le lacune che l'UEM ha dimostrato di avere. Pertanto, i cinque presidenti hanno presentato un progetto di modifiche concrete, che intervengano alla base dell'attuale unione, con il fine ultimo di portare a compimento l'UEM entro il 2025.

Purtuttavia, rimangono evidenti i giudizi di molti economisti che attualmente danno all'euro così concepito scarse possibilità di sostenibilità, ritenendo insufficiente quanto finora cambiato dalle attuali istituzioni europee a seguito della crisi.

In particolare, risultano essenziali, ai fini del successo economico del Sistema Euro, progressivi miglioramenti in tema di flessibilità dei prezzi e dei salari e mobilità del lavoro, con parallelo sviluppo comune di regolamentazioni e politiche fiscali e finanziarie, il tutto condotto da una volontà politica che assuma il ruolo di protagonista all'interno dell'Unione Europea.

## **BIBLIOGRAFIA**

1. DE GRAUWE P. (2016), "*Economia dell'Unione Monetaria*", Il Mulino
2. DE GRAUWE P. e JI Y. (2015) "*Quantitative easing in the Eurozone: it's possible without fiscal transfers*", VOX CEPR Policy Portal
3. DE SIMONE E. (2006), "*Storia Economica*", V edizione, FrancoAngeli
4. DI TARANTO G. (2014), "*L'Europa Tradita, lezioni dalla moneta unica*", Luiss University Press
5. ENGEL C., ROJERS J. (1995), "*How Wide is the Border?*", International Finance Discussion Paper, n.498, Board of Governors of the Federal Reserve System
6. FRANKEL J.A., ROSE A.K., (1998), "*The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*", The Economic Journal, 108
7. FRIEDMAN M. (1953), "*The Case for Flexible Exchange Rates*", University of Chicago Press
8. Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, "*Piano d'azione per la mobilità e il lavoro (2007-2010)*", 18 dicembre 2008
9. KENEN P.B. (1969), "*The Optimum Currency Area: An Eclectic View*", Monetary Problems of the International Economy, University of Chicago Press
10. KRUGMAN P.R. (2010), "*How Reversible is the Euro?*", The New York Times
11. KRUGMAN P.R. (2012), "*Revenge of the Optimum Currency Area*", The New York Times
12. KRUGMAN P.R., OBSTFELD M., MELITZ M.J. (2015), *Economia Internazionale* 2, X edizione, Pearson
13. MKCKINNON R.I. (1963), "*Optimum Currency Areas*", The American Economic Review, vol. 53, n. 4
14. MUNDELL R. (1961), "*The Theory of Optimum Currency Area*", The American Economic Review", vol. 51, no. 4
15. OBSTFELD M. (1986), "*Rational and Self-fulfilling Balance of Payments Crises*", American Economic Review

16. PADOA-SCHIOPPA T. (2001), "Europa, forza gentile", Il Mulino
17. Rapporto al Consiglio e alla Commissione sulla "Realizzazione per fasi dell'Unione economica e monetaria nella Comunità", (Rapporto Werner). in Supplemento al Bollettino delle Comunità europee, n. 11, 1970;
18. TAVLAS G.S. (1993), "The 'New' Theory of Optimum Currency Areas", The World Economy, n. 16
19. TINDEMANS L. (1975), "*L'Union européenne. Rapport au Conseil européen*"
20. ZELI A. (2013), "*L'Utopia dell'Euroconvergenza*", Il Sole 24 ore

## SITOGRAFIA

1. BANCA MONDIALE, <https://www.worldbank.org/>
2. BANKPEDIA, “Unione Monetaria”, <http://www.bankpedia.org/index.php/it/131-italian/w/22919-unione-monetaria>
3. CVCE, Comunicato finale della Conferenza dell’Aia, 2 dicembre 1969:  
[https://www.cvce.eu/en/obj/final\\_communique\\_of\\_the\\_hague\\_summit\\_2\\_december\\_1969-en-33078789-8030-49c8-b4e0-15d053834507.html](https://www.cvce.eu/en/obj/final_communique_of_the_hague_summit_2_december_1969-en-33078789-8030-49c8-b4e0-15d053834507.html)
4. EUR-LEX, “Risoluzione del Parlamento europeo del 18 dicembre 2008 sul piano d'azione europeo per la mobilità del lavoro (2007-2010)”, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52008IP0624&from=IT>
5. EUROBAROMETRO, <http://www.europarl.europa.eu/italy/it/scoprire-l-europa/eurobarometro-i-sondaggi-d-opinione-del-pe>
6. EURONOTE, “La mobilità in Europa, buone intenzioni ma scarsi risultati per la mobilità nell’UE”, <https://www.euronote.it/2009/09/la-mobilita-in-europa/>
7. EUROPEAN CENTRAL BANK, DRAGHI M. (26 luglio 2012), “Speech at the Global Investment Conference in London”,  
<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>
8. EUROPEAN CENTRAL BANK, Protocollo sullo statuto del sistema europeo di banche centrali e della banca centrale europea  
[https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/it\\_statute\\_2.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/it_statute_2.pdf)
9. EUROPEAN CENTRAL BANK, Trattato sull’Unione Europea (29 luglio 1992), European Commission, [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/maastricht\\_it.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/maastricht_it.pdf)
10. EUROPEAN COMMISSION, “Completare l’Unione Economica e Monetaria Europea”, 22 giugno 2015: [https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/5-presidents-report\\_it.pdf](https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/5-presidents-report_it.pdf)
11. EUROPEAN COUNCIL, Conclusioni della presidenza, riunione speciale del Consiglio Europeo, Dublino 28 aprile 1990,  
[http://www.consilium.europa.eu/media/20569/1990\\_aprile\\_-\\_dublino\\_it\\_.pdf](http://www.consilium.europa.eu/media/20569/1990_aprile_-_dublino_it_.pdf)
12. EUROSTAT, <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>
13. FONDO MONETARIO INTERNAZIONALE,

<https://www.imf.org/external/index.htm>

14. INVESTOPEDIA, “*Optimum Currency Area*”

<https://www.investopedia.com/terms/o/optimal-currency-area.asp>

15. LETTURE, “*La moneta incompiuta. Il futuro dell’Euro e le soluzioni per*

*l’Eurozona*”, <https://www.letture.org/la-moneta-incompiuta-il-futuro-dell-euro-e-le-soluzioni-per-l-eurozona-marcello-minenna/>

16. STARTING FINANCE, “*L’Euro conviene? La Teoria delle Aree Valutarie Ottimali*”,

<http://www.startingfinance.com/euro-teoria-aree-valutarie-ottimali/>

17. TRECCANI, “*L’unione monetaria europea*”,

[http://www.treccani.it/enciclopedia/unione-monetaria-europea\\_%28Enciclopedia-Italiana%29/](http://www.treccani.it/enciclopedia/unione-monetaria-europea_%28Enciclopedia-Italiana%29/)

18. UNIONE EUROPEA, “*Cooperazione Internazionale in seno all’UE*”,

[https://europa.eu/european-union/about-eu/money/euro\\_it](https://europa.eu/european-union/about-eu/money/euro_it)

19. UNIONE EUROPEA, “*L’Euro*” [https://europa.eu/european-union/about-](https://europa.eu/european-union/about-eu/money/euro_it)

[eu/money/euro\\_it](https://europa.eu/european-union/about-eu/money/euro_it)