

LUISS 

Dipartimento
di Scienze Politiche

Cattedra Economia Internazionale

Valutazione sull'adesione di Croazia, Bulgaria e Romania nell'UEM, secondo la Teoria delle Aree Valutarie Ottimali

Prof. Magnani Marco

RELATORE

Prof. Hashas Mohammed

CORRELATORE

Roberto Chreiteh Matr. 640832

CANDIDATO

Anno Accademico 2021/2022

Introduzione

Capitolo 1- Teoria delle Aree Valutarie Ottimali

- 1.1 Introduzione
- 1.2. Aspetti introduttivi alla Teoria AVO
- 1.3 La prima versione della Teoria AVO
 - 1.3.1 Mundell
 - 1.3.2 McKinnon
 - 1.3.3 Kenen
 - 1.3.4 I Criteri
- 1.4 Una Teoria poco omogenea
- 1.5 I Vantaggi
- 1.6 Gli Svantaggi
 - 1.6.1 Shock Asimmetrici
 - 1.6.2 Economie chiuse
 - 1.6.3 Paesi ad alta inflazione
- 1.7 Costi e benefici a confronto
- 1.8 I vantaggi di un'unione fiscale

Capitolo 2- Il processo di integrazione monetaria europea e la crisi del debito sovrano: evoluzioni e cause

- 2.1 Introduzione
- 2.2 Gli step dell'integrazione monetaria: da Bretton Woods alla fine del SME
- 2.3 Integrazione monetaria: la strada verso l'UEM e l'euro
- 2.4 Dal Patto di Stabilità e Crescita al Trattato di Lisbona
- 2.5 La crisi dell'eurozona

Capitolo 3- L'importanza della teoria AVO nell'Unione Economica e Monetaria

- 3.1 Introduzione
- 3.2 L'Unione Economica e Monetaria e i criteri AVO
 - 3.2.1 Mobilità del lavoro
 - 3.2.2 Diversificazione e "trade specialization"
 - 3.2.2 Diversificazione e "trade specialization"

- 3.2.3 Il grado d'apertura dell'economia
- 3.2.4 Integrazione Fiscale
- 3.2.5 Integrazione del commercio
- 3.2.6 Integrazione finanziaria e politica
- 3.3 L'UEM non è (ancora) un'area valutaria ottimale

Capitolo 4- Valutazione sull'adeguatezza dell'euro per Croazia, Bulgaria e Romania secondo la teoria AVO

- 4.1 Introduzione
- 4.2 Aspetti generali dell'economia Bulgara, Croata e Rumena
- 4.3 La coerenza tra gli "shock comuni" (ECB relevant shocks) e i tre candidati come criterio omnicomprensivo della teoria AVO.
- 4.4 Convergenza economica dei tre candidati secondo i criteri imposti dall'art.140 TFUE
 - 4.4.1 I dati sulla convergenza della Croazia
 - 4.4.2 I dati sulla convergenza della Bulgaria
 - 4.4.3 I dati sulla convergenza della Romania
- 4.5 Valutazione sull'adeguatezza dell'euro per la Croazia secondo la teoria AVO

5-Conclusioni

Introduzione

L'allargamento dell'area euro è un processo ancora in atto, infatti dopo che la seconda fase di allargamento era culminata nel 2015 con l'adozione dell'euro da parte della Lituania, il terzo turno si è ufficialmente aperto con l'adozione dell'euro da parte della Croazia il primo gennaio 2023. Gli altri due paesi che fanno parte della terza fase di allargamento dell'eurozona sono la Bulgaria e la Romania. La Bulgaria è entrata a far parte degli Accordi Europei di Cambio (ERM II) il 10 luglio 2020 e ha presentato nel giugno 2021 un piano nazionale per l'adozione dell'euro, prevista per il primo gennaio 2024. L'aderenza minima di due anni agli AEC rappresenta una precondizione per

l'adozione della valuta comune. Nonostante la volontà politica dimostrata da parte della Romania di entrare a far parte degli accordi, e dunque di voler adottare l'euro, essa non ha ricevuto il consenso da parte dell'Eurogruppo e della BCE. Ad oggi (2023) la Romania non fa parte del ERM II e l'adozione dell'euro è ipotizzata per il 2028 o 2029. In seguito alla crisi del debito sovrano che ha colpito l'Europa nel 2010, si è assistito ad una crescente criticità nei confronti dell'Unione Economica e Monetaria (UEM), sia nella letteratura scientifica che nel sentire comune. Alcuni paesi membri dell'UE (in particolare l'Ungheria, la Polonia e la Repubblica Ceca) sono scettici sui benefici che l'adesione ad un'unione monetaria può portare. Proprio a questo riguardo, lo scopo di questa dissertazione è quello di valutare i benefici e gli svantaggi che l'adesione all'unione monetaria può portare alla Croazia, alla Bulgaria e alla Romania. In letteratura questo tipo di valutazione viene svolta tramite la teoria delle Aree Valutarie ottimali (AVO). La dissertazione si strutturerà quindi come segue.

Nel primo capitolo, verrà presentata la teoria AVO in tutti i suoi aspetti e nella sua evoluzione storica. Brevemente, la teoria AVO propone diversi criteri che un'economia dovrebbe soddisfare affinché il suo ingresso in un'unione monetaria dia esiti positivi e affinché l'adozione di una politica monetaria comune sia riuscita. La maggior parte dei criteri fanno riferimento all'esistenza di un certo grado di integrazione economica tra il paese e l'unione monetaria, questo perché una stretta integrazione economica riduce il rischio di shock asimmetrici. Alcuni dei criteri possono essere: il grado di integrazione commerciale e finanziaria, la sincronizzazione dei cicli economici, la mobilità del lavoro, la flessibilità dei prezzi e dei salari, il grado di diversificazione economica, l'integrazione politica e fiscale.

Nel secondo capitolo verrà presentato un excursus storico del processo di integrazione monetaria in Europa. Questo processo di integrazione è passato attraverso il Sistema Monetario Europeo per poi culminare nell'Unione Economica e Monetaria con la creazione della valuta comune. Uno degli aspetti che la letteratura sulla teoria AVO ha ignorato per molto tempo, è la modifica nelle dinamiche di debito quando un'economia perde la propria sovranità monetaria. Questo aspetto è stato ignorato fino allo scoppio della crisi del debito sovrano del 2010, e per questo motivo anche la suddetta crisi verrà analizzata in questo capitolo.

Il terzo capitolo valuterà l'importanza della teoria AVO nell'UEM e si cercherà di rispondere alla domanda se l'UEM possa veramente rappresentare un'area valutaria ottimale. Si osserverà inoltre il ruolo che ha avuto la teoria AVO nel dare forma alla governance dell'UEM.

Infine nel quarto e ultimo capitolo si cercherà di rispondere alla domanda principale che questa dissertazione si pone. I tre paesi candidati, sono pronti ed adeguati per entrare a far parte dell'UEM? Quali vantaggi e svantaggi possono incontrare le loro economie nell'adesione ad un'unione monetaria? Nel caso della Croazia si tratterà di una risposta ex-post. Usando le nozioni elaborate nei capitoli precedenti, si andranno ad applicare i

criteri della teoria AVO ai tre candidati per rispondere alle domande poste sopra. Nei vari paragrafi del capitolo si utilizzeranno due approcci diversi: il primo approccio fa uso delle meta-proprietà AVO, mentre il secondo utilizza i criteri standard.

Capitolo 1- Teoria delle Aree Valutarie Ottimali

1.1 Introduzione

Un decennio dopo la creazione della moneta unica (l'euro), l'eurozona è entrata in crisi inaugurando una stagione di pessimismo. L'euro ha cominciato ad essere percepito come un peso per alcuni paesi del Sud Europa. In seguito ai due shock asimmetrici che hanno colpito l'Unione Monetaria, ovvero la crisi finanziaria del 2007-08 e la crisi del debito sovrano del 2010, la perdita di fiducia verso la moneta unica europea si è propagata, oltre che nel sentire comune, anche nell'ambito scientifico ed accademico. La letteratura scientifica economica (soprattutto quella riguardante politiche macroeconomiche internazionali) ha infatti iniziato a studiare nuovamente la Teoria delle Aree Valutarie Ottimali. Una parte sostanziale della letteratura disponibile di quel periodo, ha dato rilevanza alle implicazioni della teoria AVO, sostenendo che gli stati appartenenti all'Unione Economica e Monetaria (UEM) europea non rispettassero pienamente i criteri di tale teoria¹. Quei criteri e quelle implicazioni non sono però omogenee.

Quando si analizza l'evoluzione della teoria delle Aree Valutarie Ottimali (AVO), si osservano diverse fasi che hanno dato contributi diversi alla teoria. Si suddivide la letteratura AVO in 4 fasi² solitamente:

1. la prima fase “dei pionieri” si sviluppa tra il 1961 e il 1971;
2. la seconda fase si è svolta negli anni settanta e viene definita “riconciliante”;
3. la terza fase è quella della “rivalutazione” (1980-1992 circa);
4. la quarta fase viene definita “empirica” e si è evoluta dagli anni novanta ad oggi.

Le prime due fasi furono caratterizzate dalla pubblicazione di saggi teorici che ebbero lo scopo di presentare i criteri necessari per definire e disegnare un'area valutaria ottimale. Come vedremo nei prossimi paragrafi, questi criteri possono essere discordanti e la teoria appare spesso come disomogenea. Le due fasi successive (soprattutto durante gli anni ottanta e novanta) sono state caratterizzate da una letteratura che si concentrava su studi empirici che valutassero i costi e i vantaggi di partecipare ad un'area valutaria (come un'unione monetaria). Durante la fase

¹ Hafner, K. A., Jager, J., “The Optimum Currency Area Theory and the EMU. An Assessment in the Context of the Eurozone Crisis”, in *Intereconomics. Review of European Economic Policy*, Volume 48, n.5, 2013, pp.315- 322.

²Mongelli, F. P. (2002): “New” Views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling Us?, ECB Working Papers, No. 138, European Central Bank, Frankfurt.

“pionieristica dell’AVO” gli apporti principali sono stati dati da Robert Mundell nel 1961³, Ronald McKinnon nel 1963⁴ e Peter Kenen nel 1969⁵. Questi saggi elencano numerosi criteri che dovrebbero determinare se paesi o regioni geografiche rappresentino un’area valutaria ottimale e se al singolo paese dovesse beneficiare far parte di un’unione monetaria. Queste prime pubblicazioni, che sembrano ben diverse dalla letteratura AVO più recente, de facto contengono discussioni sulla scelta tra un regime di tasso di cambio flessibile e un regime di tasso di cambio fisso. All’interno di questo dibattito un’unione monetaria rappresenta semplicemente una forma estrema di un regime di tasso di cambio fisso. Tutti e tre gli autori sono stati influenzati dal contesto che stavano vivendo: ovvero un regime monetario internazionale conosciuto come il Sistema di Bretton Woods. Questo regime monetario era caratterizzato da cambi fissi, controllo sui flussi di capitali e un primordiale e vago processo di integrazione europea (un’analisi storica su questi temi verrà presentata nel 2° capitolo). La prima versione della teoria AVO si è dimostrata incompleta, per motivi che verranno illustrati nei prossimi paragrafi. Degni di nota sono gli apporti fatti da Yoshihide Ishiyama nel 1975⁶, George Tavlas nel 1993⁷ e ante-tempore da Milton Friedman nel 1953⁸. Tante quante sono le incongruenze della teoria AVO, altrettanti sono i giudizi critici nei confronti dell’UEM. In particolare, come sottolinea P. De Grauwe: l’incompletezza, soprattutto della prima versione della teoria AVO, consiste nel non aver previsto una delle conseguenze della perdita dell’indipendenza monetaria di un paese, ossia la modifica nella capacità dei governi di finanziare i propri deficit di bilancio⁹. Tale aspetto è stato ignorato dalla letteratura scientifica fino alla crisi del debito sovrano in Europa nel 2010 (questo aspetto sarà approfondito ulteriormente nel 3° capitolo). Come sarà possibile evincere nel corso di questa dissertazione, comprendere a fondo la Teoria AVO è alquanto utile per analizzare le fragilità dell’Eurozona. Possiamo ora dare una generale e superficiale definizione di Area Valutaria Ottimale: un’area geografica ottimale per una o più valute, i cui tassi di cambio sono irrevocabilmente fissi e i cui confini rispecchiano quelli degli Stati partecipanti all’accordo. La teoria cerca di individuare

³ Mundell, R. A., “A Theory of Optimum Currency Areas”, *The American Economics Review*, 1961

⁴ McKinnon, R. I., “Optimum Currency Areas”, *The American Economic Review*, 1966

⁵ Kenen, P. B., “The theory of optimum currency areas: an eclectic view” in *Monetary Problems of The International Economy*, University of Chicago Press, 1969

⁶ Ishiyama, Yoshihide. “The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey.” *Staff Papers (International Monetary Fund)* 22, no. 2 (1975): 344–83. <https://doi.org/10.2307/3866482>.

⁷ TAVLAS G. S., The ‘New ’ Theory of Optimum Currency Areas, in *The World Economy* , vol. 16, 1993 pagg. 663-685.

⁸ Friedman, M. (1953) “The Case for Flexible Exchange Rates.” In *Essays in Positive Economics*, 157–203. Chicago: University of Chicago Press.

⁹ De Grauwe P. (2011), “The Governance of a Fragile Eurozone”. CEPS Working Document, n.346.

quali circostanze spingono dei Paesi ad entrare in un'unione monetaria e quali benefici potrebbero ottenere.

1.2. Aspetti introduttivi alla Teoria AVO

I costi derivanti da un'unione monetaria nascono nel momento in cui rinunciando alla propria moneta nazionale, un paese rinuncia anche a uno strumento di politica economica. L'economia in questione perde la capacità di attuare una politica monetaria nazionale. Di conseguenza in un'unione monetaria che sia completa, le singole banche centrali nazionali perderanno la loro ragione d'esistere¹⁰, impedendo così alla nazione parte di un'unione monetaria di poter: modificare il prezzo della propria moneta (valutazione/svalutazione), determinare la quantità di moneta nazionale circolante e infine di variare il tasso d'interesse a breve periodo. Questo ragionamento risulterà chiaro alla fine del capitolo, per evitare incomprensioni si vuole ora fare un passo indietro e capire il contesto da un punto di vista più lontano.

All'interno di economie aperte, i decisori politici sono guidati dal raggiungimento di due obiettivi principali: l'equilibrio interno e l'equilibrio esterno. L'equilibrio interno può essere definito in maniera concisa come il pieno impiego di tutti i fattori produttivi presenti nel paese e la stabilità del livello generale dei prezzi domestici. L'equilibrio esterno invece

prevede che il conto corrente di un'economia non sia né talmente in deficit da non poter ripagare i propri debiti verso l'estero, né talmente in surplus da mettere i propri debitori esteri nella posizione in cui non siano più in grado di ripagare il debito. Questi due obiettivi sono fondamentali per quanto riguarda la politica macroeconomica internazionale ed è anche per questo motivo che sin dal 19° secolo l'economia internazionale si è evoluta attraverso diversi sistemi monetari internazionali, ognuno dei quali ha portato con sé delle limitazioni insuperabili. I decisori politici di economie aperte dunque si vedono costretti a fronteggiare quello che viene chiamato il “trilemma monetario”, nel momento in cui scelgono il sistema monetario più congruo al raggiungimento dei loro obiettivi di equilibrio interno ed esterno. Questo concetto, conosciuto anche con il nome di “trinità impossibile”, è stato sviluppato da Robert Mundell e Marcus Fleming all'interno di diverse pubblicazioni tra il 1962 e il 1963. Il “trilemma monetario” prevede che: dati tre elementi fondamentali, necessari per il funzionamento di un sistema monetario internazionale, solo due di questi siano applicabili contemporaneamente, obbligando così il policy maker a doverne escludere uno. I tre elementi, o meglio obiettivi, sono rispettivamente un tasso di cambio fisso, una politica monetaria nazionale indipendente e la mobilità dei capitali. Secondo il

¹⁰ La funzione di banca centrale viene svolta da un'istituzione sovranazionale, come per esempio la Banca Centrale Europea nell'Eurozona.

modello di Mundell-Fleming dunque si possono trovare tre casi¹¹. Nel primo caso vi è perfetta mobilità dei capitali (PMC) e cambi fissi, sacrificando così l'indipendenza della politica monetaria; questo avviene perché modificando il tasso d'interesse interno rispetto al tasso d'interesse mondiale si minerebbe alla stabilità del tasso di cambio fisso, un'instabilità causata dall' apprezzamento o deprezzamento della moneta nazionale, non soddisfacendo la condizione di parità del tasso di cambio insito nei cambi fissi. Il secondo caso prevede una PMC e un'autonomia della politica monetaria, ciò può avvenire solo in un regime di cambi flessibili (per gli stessi motivi del primo caso) e obbliga la rinuncia ad un regime di cambi fissi. Infine nel terzo caso coesistono l'autonomia della politica monetaria e un regime di cambi fissi, escludendo la PMC; le barriere e i controlli sui capitali evitano i movimenti dei capitali dati da un regime di cambi flessibili (dove i capitali si spostano assecondando il differenziale del tasso di interesse).

La letteratura della prima versione AVO usava estensivamente la Curva di Phillips nel breve periodo (ossia un trade-off tra inflazione e disoccupazione nel breve periodo) e la vischiosità dei prezzi e dei salari associata all'esistenza di politiche monetarie e fiscali che aggiustassero con successo l'economia lungo il corso della Curva di Phillips¹². La letteratura scientifica era piuttosto concentrata sugli shock specifici di un certo settore o di una certa industria, data l'immobilità dei capitali. Questa immobilità fece sì che i primi autori della teoria AVO avessero a che fare principalmente con due casi estremi di regimi di cambio: il primo quello flessibile mentre il secondo quello fisso permanentemente. In ultima analisi all'origine della teoria AVO vi è il noto dibattito sui meriti di tassi di cambio fissi vis-a-vis cambi flessibili¹³. Kunroo¹⁴ afferma che l'obiettivo principale di Mundell, McKinnon e Kenen fosse quello di trovare le condizioni le quali, se soddisfatte, avessero diminuito i punti a favore di un regime a cambio flessibile.

1.3 La prima versione della Teoria AVO

1.3.1 Mundell

Quasi contemporaneamente ai suoi studi sul "trilemma monetario" Robert Mundell si interroga sulla natura delle persistenti crisi della bilancia dei pagamenti delle economie aderenti al sistema di Bretton Woods¹⁵. In questo contesto egli sviluppa formalmente in

¹¹ De Arcangelis G. (2017), *Economia internazionale*. Milano, McGraw-Hill.

¹² Kunroo M.H. (2015), "Theory of Optimum Currency Area: A Literature Survey" *Review of Market Integration* 7(2) 87-116, INDIA. SAGE Publications.

¹³ Ishiyama Y., op.cit.

¹⁴ Kunroo M.H., op.cit.

¹⁵ "It is patently obvious that periodic balance-of-payments crises will remain an integral feature of the international economic system as long as fixed ex- change rates and rigid wage and price levels prevent the terms of trade from fulfilling a natural role in the adjustment process [...] But the question then arises whether all existing national currencies should be

un articolo del 1961 la teoria delle AVO, in cui la definisce come l'area geografica (non il territorio nazionale) dove gli obiettivi di equilibrio interno ed esterno potessero essere raggiunti al meglio. Mundell cerca all'interno di questa pubblicazione di spiegare quali caratteristiche potessero essere desiderabili affinché fosse più conveniente per un paese rinunciare all'autonomia della propria politica monetaria, per istituire una moneta comune. Una risposta veloce pare essere che un'unione monetaria tra due o più paesi è ottimale se è soddisfatta una delle seguenti condizioni: a) che vi sia sufficiente flessibilità salariale; b) che vi sia sufficiente mobilità del lavoro.

Volendo analizzare ampiamente la risposta data da Mundell e volendo farlo anche con un linguaggio che metta in relazione la teoria con l'odierno assetto della UEM è utile presentare l'interpretazione fatta da Paul De Grauwe¹⁶ in tempi recenti sul "modello di Mundell". Si parta dalla definizione di shock asimmetrico, ossia un improvviso cambiamento nella domanda o nell'offerta aggregata che colpisce in maniera differente i Paesi di una regione. Ora si ipotizzi che due Paesi, Francia e Germania, costituiscano un'unione monetaria, rinunciando così alla propria sovranità monetaria in favore di un organo comune, la Banca Centrale Europea. Inoltre, si assuma che le economie si trovino inizialmente in equilibrio interno (il reddito è a livello di pieno impiego), finché uno shock asimmetrico permanente, sotto forma di un cambiamento delle preferenze dei consumatori dai prodotti francesi verso quelli tedeschi, si ripercuote sulle domande aggregate dei due Paesi, come si evince dalla figura 1.1¹⁷

flexible. Should the Ghanaian pound be freed to fluctuate against all currencies or ought the present sterling-area currencies remain pegged to the pound sterling? Or, supposing that the Common Market countries proceed with their plans for economic union, should these countries allow each national currency to fluctuate, or would a single currency area be preferable? The problem can be posed in a general and more revealing way by defining a currency area as a domain within which exchange rates are fixed and asking: What is the appropriate domain of a currency area?"- Mundell R., op.cit.

¹⁶ De Grauwe, P., "Economia dell'Unione Monetaria", Il Mulino, 12a Edizione, 2018, p. 16

¹⁷ ibidem

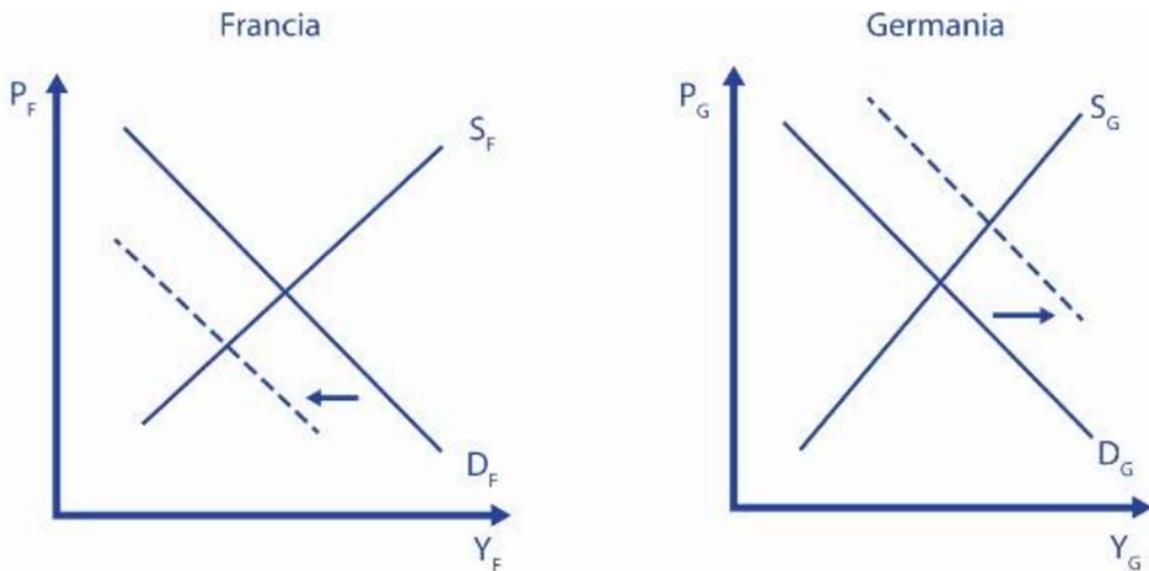


Figura 1.1 Shock asimmetrico. Fonte Paul De Grauwe (2016)

Conseguentemente ci si aspetta due effetti immediati ed opposti sia per quanto riguarda la produzione (reddito Y) sia per quanto concerne la bilancia commerciale. In seguito allo shock asimmetrico la domanda aggregata della Francia si è contratta, facendo diminuire il reddito e aumentando al contempo la disoccupazione, il paese è quindi in recessione. In Germania lo shock ha provocato un'espansione della domanda aggregata tedesca, il reddito ora è aumentato e la disoccupazione è diminuita. In Germania c'è ora un eccesso di domanda di lavoro che provoca pressione sul rialzo dei prezzi e dei salari, in altri termini: inflazione. In Francia la bilancia commerciale è in deficit, sia perché il cambiamento delle preferenze ha aumentato l'importazione di beni tedeschi, sia perché le esportazioni francesi sono diminuite. Per le ragioni opposte la bilancia commerciale in Germania è in surplus. Volendosi chiedere se vi fosse un meccanismo automatico di aggiustamento per questa situazione, troveremmo la risposta all'inizio di questo paragrafo. Mundell afferma che ci sono due meccanismi che ristabiliscono l'equilibrio nei due paesi; il primo si basa sulla flessibilità del salario mentre il secondo sulla mobilità del lavoro. Osservando la figura 1.2, notiamo come in Francia, in seguito alla forte disoccupazione, i lavoratori accettino salari più bassi. La riduzione dei salari comporta una diminuzione del livello generale dei prezzi e uno spostamento della curva di offerta verso il basso. In Germania al contrario il saggio del salario aumenta e così pure la curva di offerta. I prodotti francesi ora sono più competitivi rispetto a quelli tedeschi, così la D.A. francese sale mentre la D.A. tedesca scende.

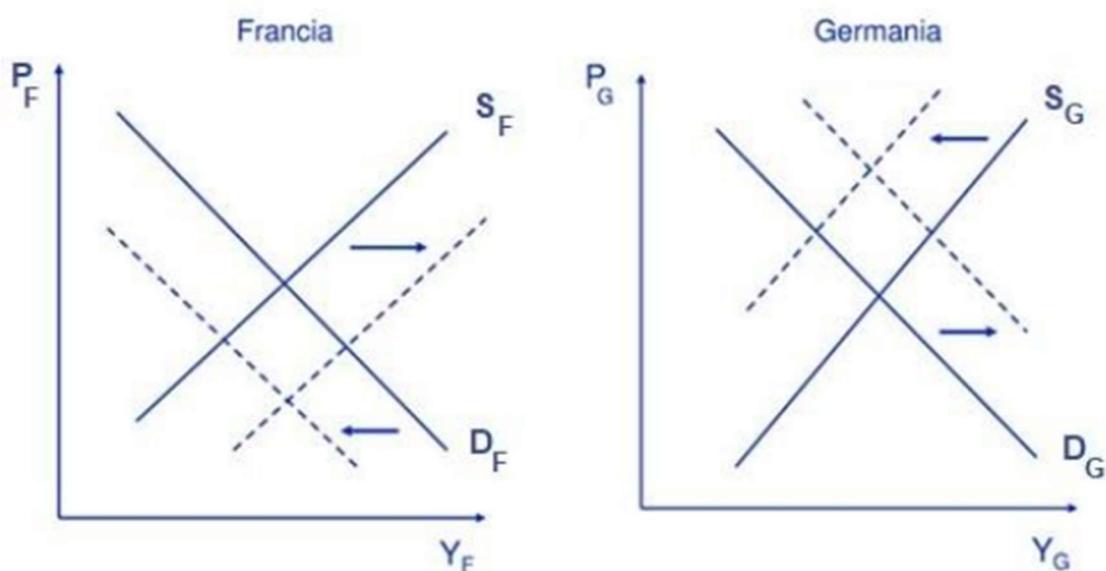


Figura 1.2 Il processo di aggiustamento automatico. Fonte Paul De Grauwe (2016)

Nel secondo meccanismo che si basa sulla mobilità del lavoro, i lavoratori francesi disoccupati si trasferiscono in Germania dove vi è un eccesso di domanda di lavoro. Ciò elimina la necessità di ridurre i salari in Francia e aumentarli in Germania: così facendo si risolve il problema della disoccupazione in Francia e dell'inflazione in Germania.

Nel caso in cui i prezzi e i salari francesi non si riducessero (per motivi politici o sociali) e vi fossero degli ostacoli all'emigrazione francese, allora l'onere dell'aggiustamento verrà spostato in Germania, che assisterà a un fenomeno inflattivo tale da rendere i prodotti francesi più attraenti rispetto a quelli tedeschi. Concludiamo allora che in un'unione monetaria (dove i paesi membri non hanno sovranità monetaria) nel caso in cui, in seguito ad uno shock asimmetrico, non vi fosse flessibilità dei salari e dei prezzi e mobilità del lavoro, allora il peso dell'aggiustamento ricadrebbe su un paese (o una regione di paesi). Nel caso che abbiamo appena visto il peso del riequilibrio ricadrebbe sulla Germania, sotto forma di inflazione.

Ci chiediamo ora cosa sarebbe accaduto se i due paesi non avessero aderito ad un'unione monetaria. Nel caso in cui Francia e Germania non avessero adottato una valuta comune avrebbero avuto davanti a loro due scenari alternativi, entrambi gli scenari coinvolgono il libero uso di strumenti di politica monetaria nazionale per fronteggiare gli shock asimmetrici (prima di continuare con l'esposizione dei due casi,

è necessario ribadire che l'approccio usato da Mundell nel 1961 era diverso¹⁸, noi ora stiamo utilizzando l'interpretazione di De Grauwe, poichè più utile al fine ultimo della dissertazione).

Il primo scenario è quello in cui Francia e Germania aderiscono ad un regime di cambi flessibili: la Germania potrebbe alzare il tasso d'interesse interno così da ridurre l'offerta di moneta e combattere l'inflazione. Al contrario la Francia potrebbe abbassare il tasso d'interesse interno, aumentando l'offerta di moneta stimolando così la domanda aggregata. Queste politiche monetarie espansive e restrittive hanno come conseguenza ultima l'apprezzamento del Marco e il deprezzamento del Franco: i prodotti francesi diventano più competitivi di quelli tedeschi, portando in equilibrio le due economie. Il secondo scenario prevede invece l'aderenza dei due paesi ad un regime di cambi fissi: la Francia dovrebbe svalutare il Franco mentre la Germania dovrebbe valutare il Marco, il risultato finale sarebbe identico a quello del primo scenario. Pare evidente che entrambi i paesi risultano sfavoriti dall'appartenenza ad un'unione monetaria, dovendo la Francia affrontare una recessione e contemporaneamente la Germania affrontare pressioni inflazionistiche. Fuori dall'unione monetaria i due paesi affrontano lo shock con politiche monetarie autonome. Questo ragionamento verrà ripreso nei prossimi paragrafi quando analizzeremo i vantaggi e gli svantaggi di un'unione monetaria. Per adesso ci limitiamo a ribadire che, per essere ottimale, un'area deve essere dotata di una cospicua flessibilità salariale e di una fluida mobilità del fattore lavoro.

Meno conosciuta è una seconda elaborazione della teoria AVO fatta da Mundell nel 1973¹⁹, nella letteratura viene spesso nominata "Mundell II". Secondo questa versione, il libero spostamento dei capitali fa diventare il tasso di cambio un target di movimenti speculativi destabilizzanti; dunque una fonte di shock asimmetrici. Non bisogna dimenticare che la perfetta mobilità dei capitali è divenuta d'uso dal 1971, ma sembrava

¹⁸ Mundell fornì tre esempi per illustrare la sua ipotesi. In primis uno scenario con due paesi, detti rispettivamente A e B; dove il paese B è colpito negativamente da uno shock asimmetrico sulla domanda aggregata. Nella possibilità in cui i prezzi possano salire nel paese A, la modifica alle ragioni di scambio aiuterà ad alleviare il peso dell'aggiustamento nel paese B. Nel caso in cui invece la banca centrale del paese A dovesse decidere di attuare una politica monetaria restrittiva per combattere la pressione inflazionistica, l'aumento dei prezzi nel paese A non aiuterebbe ad alleviare la disoccupazione nel paese B. In questo caso il paese B sarebbe costretto a sopportare il peso dell'aggiustamento attraverso una disoccupazione crescente. Il secondo scenario prevede un paese (relativamente grande) diviso in due regioni, A e B, dove uno shock asimmetrico colpisce negativamente la domanda aggregata della regione B. Questo crea una pressione inflazionistica nella regione A e una crescente disoccupazione nella regione B. Se la banca centrale decide di aumentare l'offerta di moneta in tutto il paese allora aumenterebbe l'inflazione nella regione A mentre diminuirebbe la disoccupazione nella regione B (grazie alle ragioni di scambio negative). Infine il terzo scenario prevede che ci siano due paesi, per esempio USA e Canada, ognuno con la propria valuta e prevede inoltre che vi siano due regioni, orientale ed occidentale che sconfinano tra USA e Canada. La regione orientale, in entrambi i paesi, produce legname mentre la regione occidentale (in entrambi i paesi) produce automobili. Ora si ipotizzi che la regione orientale subisca uno shock asimmetrico sull'offerta, nella forma di un aumento di produttività. Questo conduce ad un surplus d'offerta del prodotto orientale e un surplus di domanda del prodotto occidentale. In altri termini lo shock sulla produzione causa disoccupazione ad oriente e inflazione ad occidente e in più un deficit della bilancia commerciale orientale mentre un surplus commerciale occidentale. Ci troviamo di fronte ad un disequilibrio sia interno che esterno. Le banche centrali di entrambi i paesi cercano di risolvere la disoccupazione della regione orientale e se effettivamente diminuisce la disoccupazione in entrambe le regioni allora non sarà evitabile l'inflazione in entrambi i paesi. Lo stesso vale per la situazione opposta. Questo tipo di scenario non rende chiaro quali tra i due paesi debba svalutare la propria moneta, il che implica che i tassi di cambio flessibili non riportino all'equilibrio. In questo caso i due paesi non formano un'AVO.

¹⁹ Mundell R. (1973) "Uncommon Arguments for Common Currencies". In H.G. Johnson and A.K. Swoboda (Eds) *The Economics of Common Currencies* (pp. 143-72). London: Allen & Unwin Ltd.

piuttosto remota nel 1961. Infatti questa versione aggiornata abbandona l'idea di usare il tasso di cambio come strumento per aggiustare l'economia dopo uno shock asimmetrico. In un sistema che permette la perfetta mobilità dei capitali, l'aderenza ad un'unione monetaria non deve essere vista come un costo, bensì come un benefit (poiché la fonte di shock asimmetrici, e.g. tassi di cambio variabili, viene eliminata). Mundell II inoltre sottolinea l'uso dei mercati dei capitali come un meccanismo di assicurazione contro gli shock asimmetrici. Questo è possibile ovviamente solo all'interno di un'unione monetaria: un paese che ne sta fuori dovrà affrontare enormi shock asimmetrici causati dall'instabilità dei flussi di capitali internazionali. Mundell II divenne nell'Europa degli anni novanta un testo cardine per promuovere l'unione monetaria.

1.3.2 McKinnon

Un'altro autore che ha contribuito notevolmente alla teoria AVO è stato R.I. McKinnon tramite una pubblicazione del 1963²⁰. Lui ha fornito altri due criteri fondamentali per valutare l'aderenza ad un'Area Valutaria Ottimale: a) il grado d'apertura di un'economia e b) la misura di un'economia. L'autore definisce il grado d'apertura di un'economia come il rapporto tra beni commerciabili e beni non-commerciabili prodotti da quella economia. Spiega inoltre che tassi di cambio fissi favoriscono le economie più aperte mentre i tassi di cambio flessibili favoriscono economie più chiuse. Volendo dimostrare questo punto si supponga che un'economia subisca uno shock negativo alle ragioni di scambio così che il suo tasso di cambio nominale si deprezzi. Se i decisori della politica economica del paese volessero stabilizzare il livello generale dei prezzi, l'innalzamento del prezzo dei beni commerciabili (a causa del deprezzamento del tasso di cambio) richiederebbe una contrazione della domanda aggregata interna per spingere al ribasso i prezzi dei beni non-commerciabili. Dunque più è aperta un'economia (per esempio più è grande la percentuale di output commerciabile), più grande sarà la necessaria contrazione della domanda. McKinnon illustra anche che più è aperta un'economia e più è probabile che si tratti di un'economia piccola (in termini di PIL). Infatti ne consegue che piccole economie siano candidati più favorevoli ad un'unione monetaria. Un altro fattore che viene rimarcato è che modifiche ai tassi di cambio nominali, all'interno di economie relativamente aperte, sono meno efficienti nel modificare le ragioni di scambio e meno utili come meccanismi di aggiustamento. Tali modifiche porterebbero a cambi rapidi e destabilizzanti del salario nazionali e dei prezzi interni. In altre parole, i salari scenderebbero mentre i prezzi sarebbero soggetti, a causa dello spostamento dei tassi di cambio, alle modifiche dei prezzi dei beni commerciabili. Tra le altre cose, questo meccanismo porterebbe alla riduzione dell'illusione monetaria. In questo caso il suggerimento di McKinnon a

²⁰ McKinnon R.I. (1963) op.cit.

economie piccole con problemi nella bilancia commerciale, è di usare strumenti alternativi quali le politiche fiscali.

1.3.3 Kenen

Il terzo autore che ha contribuito maggiormente alla teoria AVO è P. Kenen. La sua pubblicazione del 1969²¹ studia gli effetti di shock sui prodotti per l'export (e.g. shock di settori specifici o industrie specifiche). Grazie a questo saggio Kenen riesce a dare tre nuovi criteri alla teoria AVO. Il primo criterio, l'integrazione fiscale, è fondamentale per giudicare l'ottimalità di un'area valutaria. Risulta chiaro dal saggio che più è forte l'integrazione fiscale tra due regioni²², più grande sarà la loro abilità nel gestire shock asimmetrici attraverso trasferimenti fiscali dalla regione con disoccupazione più bassa alla regione con disoccupazione più alta. Il secondo criterio: due regioni con strutture produttive simili e alta mobilità del lavoro saranno ottime candidate per un'unione monetaria formata da queste stesse due regioni. Infatti uno shock alle ragioni di scambio (per esempio uno shock ad un settore specifico) avrà un'alta probabilità di colpire le due regioni in maniera simmetrica. Infine, il terzo criterio nasce dall'opinione di Kenen che una mobilità perfetta del lavoro sia piuttosto rara. L'autore preferisce quindi ricorrere al criterio della "diversificazione dei prodotti". Si immagini un paese "poco diversificato" che ha come output un solo prodotto, che anche esporta. Ora si immagini che questo paese venga colpito da uno shock negativo sulla domanda, che riduce notevolmente l'export. La caduta di redditi da export può essere attenuata da un tasso di cambio flessibile. Questo perché è possibile deprezzare la moneta (attraverso la contrazione della domanda di moneta). Se questa economia "poco diversificata" invece si trovasse sotto un regime di tassi di cambio fissi, allora l'aggiustamento dovrebbe passare per la riduzione dei salari e dei prezzi o attraverso l'aumento della disoccupazione. D'altro canto si immagini ora un'economia "ben diversificata" e con un'ampia diversificazione dei settori per l'export. Se questa economia subisce molti shock non correlati tra loro (uno positivo in un settore o industria e uno negativo in un altro settore o industria) allora si cancellano a vicenda automaticamente, proprio perché la diversificazione ha garantito un certo isolamento. Non saranno necessari frequenti modifiche alle ragioni di scambio attraverso modifiche al tasso di cambio. Risulta evidente che economie diversificate siano più adeguate a far parte di un'unione monetaria.

1.3.4 I Criteri

²¹ Kenen P. (1969) op.cit.

²² Il motivo per cui qui si usa la parola "regione" e non "paese" viene spiegato nella nota n.19

Dopo i contributi dati dai “tre pionieri” la letteratura AVO ha elaborato altri criteri notevoli necessari per determinare un’AVO. Siamo in grado di elencare tutti i criteri che utilizzeremo negli ultimi due capitoli per verificare la compatibilità della teoria AVO con la UEM, dove ci concentreremo in particolar modo sull’ottimalità dell’Euro come moneta per la Croazia, la Bulgaria e la Romania. Di seguito i criteri necessari (sarà presentata una breve spiegazione solo per i criteri che non sono già emersi nei sottoparagrafi precedenti):

1. Flessibilità dei prezzi e dei salari;
2. Mobilità del lavoro;
3. L’integrazione dei mercati finanziari: partendo dal secondo contributo di Mundell sul ruolo dell’integrazione finanziaria sottoforma di detenzione transnazionale dei titoli (quindi una forma di condivisione internazionale del rischio), McKinnon²³ sostiene che i Paesi che adottano una valuta comune possono mitigare gli effetti di shock asimmetrici diversificando le loro fonti di guadagno. Ad esempio, tramite assicurazioni ex-ante che possono allentare shock temporanei o permanenti, fintanto che l’output è imperfettamente correlato, come i diritti sui dividendi, gli interessi e i guadagni dai prestiti in altre Paesi, oppure tramite aggiustamenti ex-post, modificando il loro portafoglio, comprando o vendendo titoli e prendendo in prestito/prestando dal/al mercato del credito. L’approccio “Mundell II”, asserisce che una valuta può essere condivisa da Stati soggetti a shock asimmetrici finché si “assicurino” a vicenda attraverso il mercato finanziario privato;
4. Il grado di apertura delle economie;
5. La diversificazione dei prodotti;
6. Tassi di inflazione simili: squilibri esterni possono generarsi anche da persistenti differenze nei tassi di inflazione nazionali derivanti da sviluppi strutturali, dal mercato del lavoro, dalle politiche economiche o semplicemente da preferenze sociali. Fleming ha notato che quando il differenziale dell’inflazione tra due Stati è basso e costante, il commercio ne beneficia guadagnando stabilità²⁴
7. Il grado di sincronizzazione dei cicli economici e degli shock: un alto grado di sincronizzazione dei cicli economici facilitano il raggiungimento di un’unione monetaria. Un alto grado di sincronizzazione comporta che i paesi membri siano esposti a shock simili sulla domanda e offerta aggregata e che la trasmissione di

²³ McKinnon R., “Optimum Currency Areas and Key Currencies: Mundell I versus Mundell II,” *Journal of Common Market Studies* Vol. 42, No. 4, 2004, pp. 689-715.

²⁴ Mongelli, F. P., 2008. “European economic and monetary integration and the optimum currency area theory”, in *Economic Papers* 302, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs

questi shock sia pressochè simmetrica; in questo modo una politica monetaria unica (comune) sarà adeguata per tutti i paesi membri²⁵;

8. Il livello di integrazione del commercio: un alto livello di integrazione del commercio riduce l'importanza della sovranità monetaria. McKinnon pensava che l'integrazione del commercio giocasse un ruolo chiave nel definire un'AVO. Sosteneva infatti (come verrà ribadito più volte in questo lavoro) che piccole economie aperte avrebbero beneficiato dall'adesione ad un'unione monetaria con i propri partner commerciali. Questo criterio è comunque strettamente legato al grado di apertura dell'economia esposto nel paragrafo 1.3.2 e sono pressochè sovrapponibili;
9. Integrazione fiscale e politica: alcuni autori ritengono che l'integrazione fiscale e politica siano due precondizioni necessarie la sostenibilità di lungo periodo di un'unione monetaria. Kenen sostenne che l'integrazione fiscale avesse potuto facilitare il funzionamento di un'unione monetaria potendo diminuire il bisogno di ricorrere ad aggiustamenti attraverso modifiche del tasso di cambio nominale. In particolare nel caso in cui un paese dovesse essere colpito da uno shock asimmetrico ne uscirebbe più facilmente se l'unione fosse adeguatamente fornita di un meccanismo assicurativo in grado di compiere trasferimenti fiscali diretti. Collegato a questo, altri autori²⁶ sono convinti che un'integrazione politica (sotto la forma di una volontà politica di essere integrati) sia fondamentale per istituire una valuta comune. La ratio dietro questa convinzione è che la volontà di integrarsi stimola i paesi membri a rispettare le regole comuni e ad impegnarsi nello sviluppare un coordinamento di politiche economiche. Appare chiaro che non vi può essere un'unione fiscale senza una ferma volontà politica di coordinazione e solidarietà.

1.4 Una Teoria poco omogenea

Mongelli²⁷ riesce ad illustrare chiaramente le criticità e le limitazioni della teoria AVO. Egli elenca numerose incongruenze che fanno apparire la teoria poco omogenea. Per questo motivo vi sono diversi riferimenti nella letteratura che decretano la non completa affidabilità della teoria AVO nel giudicare l'adeguatezza alla partecipazione di un paese ad un'unione monetaria. La teoria è priva di una cornice strutturale, è possibile infatti disegnare confini diversi di un'area valutaria utilizzando criteri diversi. I criteri e gli

²⁵ Il criterio della sincronizzazione è tipico degli apporti più recenti della teoria AVO. Si veda per esempio: Mongelli, F. P. (2002) op.cit.

²⁶ Mintz, N. N. (1970): Monetary Union and Economic Integration, The Bulletin, New York University, New York.

²⁷ Mongelli, F. P., 2008. op.cit.

elementi essenziali delle AVO possono portare in direzioni diverse, un problema che viene definito dell'inconclusività²⁸. Ad esempio, un Paese potrebbe essere abbastanza aperto in termini di scambi reciproci, e in questo caso sarebbe preferibile un tasso di cambio fisso tra i partner o meglio una moneta unica, ma, al contempo, lo stesso Paese potrebbe presentare una bassa mobilità dei fattori produttivi, suggerendo un regime di tassi di cambio flessibili come strumento di aggiustamento agli shock. Un secondo problema riguarda la coerenza: nel caso di un Paese piccolo, solitamente aperto al commercio internazionale, sarebbe preferibile adottare un regime di cambi fissi, o addirittura una valuta comune. Tuttavia, le piccole economie sono meno differenziate rispetto alle grandi, di conseguenza il paese beneficerebbe maggiormente da regime di cambi flessibili²⁹, perché un basso grado di diversificazione aumenta i costi di abbandonare la sovranità monetaria. Un'altra mancanza nella prima versione AVO citata da Mongelli è il non aver previsto il ruolo crescente della "service economy". Inoltre la teoria AVO non contiene criteri per identificare se esistono meccanismi nelle unioni monetarie che possano estinguere squilibri macroeconomici e mitigare i circoli viziosi tra i bilanci delle banche e le finanze pubbliche. Risulta evidente, vista la crisi del debito sovrano, che tali meccanismi siano fondamentali per la stabilità a lungo periodo e l'ottimalità di un'unione monetaria. La storia recente dell'area euro ha mostrato come: se alcuni stati membri sviluppano squilibri macroeconomici senza freni, questi saranno costretti ad aggiustarli, creando dei costi alle economie "sane" dell'unione monetaria. Durante gli anni sessanta non vi era praticamente una mobilità perfetta dei capitali, questo forniva alle banche centrali grande autonomia nella dirigenza delle politiche monetarie: infatti la prima versione AVO sovrastima l'efficienza della politica monetaria e del regime di cambio in piccole economie aperte³⁰. Economisti e politici non riuscivano a trovare una risposta alla domanda se l'Europa avesse dovuto proseguire verso un'integrazione monetaria completa o meno. In questo frangente l'attenzione dei ricercatori si spostò da studi teorici a studi empirici. Grazie ad autori quali Frankl e Rose³¹ questo stallo venne superato nei primi anni novanta quando diversi autori introdussero la questione sull'endogeneità dell'integrazione monetaria. Si elaborò l'idea che vi fosse una certa endogeneità nei criteri della teoria AVO. Questo vuol dire in termini semplici che l'essere membro di un'unione monetaria possa aiutare a raggiungere i criteri necessari benchè non fossero soddisfatti al momento dell'aderenza all'unione stessa. In particolare criteri quali il grado d'apertura dell'economia e la sincronizzazione del ciclo economico non sono irreversibilmente fissati, ma possono mutare. Per esempio dopo l'entrata in un'unione

²⁸ Tavlas, G.S. (1994), "The Theory of Monetary Integration," *Open Economies Review*, Vol. 5 no. 2, pp 211-230

²⁹ *ibidem*

³⁰ Mongelli si riferisce a questo problema riportando le critiche fatte negli anni ottanta dalle dottrine monetariste alla prima versione AVO, ritenuta essere troppo inserita in una cornice di stabilizzazione Keynesiana.

³¹ Frankel, J., and A. Rose (1998): *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*, *Economic Journal*, Volume 108, pp. 1009 – 1025.

monetaria, il commercio estero tra il nuovo membro e il resto dell'unione può intensificarsi portando al miglioramento ulteriore della sincronizzazione dei cicli economici. L'endogeneità è particolarmente rilevante nel caso dell'area euro: per quanto riguarda l'integrazione finanziaria, si è notato come i mercati della moneta si siano integrati immediatamente dopo la creazione della UEM³². Un'integrazione quasi immediata si è verificata anche nel mercato dei debiti pubblici, come evidenziato dall'equalizzazione dei rendimenti sui bond di stati fondamentalmente diversi.

1.5 I Vantaggi

Nonostante le criticità osservate è importante indagare sui vantaggi che un regime di cambi fissi e l'istituzione di un'unione monetaria portano con se. In prima istanza un regime di cambi fissi favorisce lo stimolo al commercio internazionale e la credibilità anti inflazionistica. In un regime di cambi fissi gli investitori sono rassicurati sul valore futuro della valuta estera, incentivando così il commercio. Successivamente gli agenti economici che valutano con un'alta aspettativa inflazionistica uno stato vengono rassicurati dalla credibilità anti inflazionistica che il regime fisso comporta. Un'aumento dell'inflazione attesa può avere come conseguenza una perdita di potere d'acquisto nei confronti delle valute estere e un aumento dei costi di importazione. Per ridurre queste aspettative inflazionistiche esistono due strategie: a) utilizzare la politica monetaria promettendo di mantenere una stabilità dei prezzi e precisi obiettivi di medio-lungo periodo; b) ancorare una valuta (debole) ad un'economia forte con bassa inflazione, ne consegue la perdita di sovranità monetaria compensata però da una fiducia acquisita da parte degli operatori finanziari³³. Affinchè i vantaggi di aderire ad un regime di cambi fissi siano effettivi dobbiamo fare tre precisazioni. In primo luogo deve essere mantenuta la sincronicità dei cicli economici degli stati membri: il tasso d'interesse nazionale deve seguire le oscillazioni del tasso d'interesse estero³⁴. Ne consegue che nel caso in cui due cicli economici siano asincroni, lo stato che ha adottato il cambio fisso deve per forza maggiore utilizzare politiche economiche anticicliche, rischiando di peggiorare la situazione. In secondo luogo l'impegno di aderire ad un regime di cambi fissi può essere non mantenuto, per esempio svalutando la moneta. Il vincolo deve perciò rimanere inalterato. In terzo luogo, nonostante un'economia possa aver raggiunto una certa credibilità anti inflazionistica, essa è costretta a rimanere nel regime fisso, poichè un'uscita potrebbe portare a immediate spirali di inflazione e deprezzamento.

³² De Grauwe, P., and F. P. Mongelli (2005): Endogeneities of Optimum Currency Areas. What Brings Countries Sharing a Single Currency Closer Together?, ECB Working Papers, No. 468, European Central Bank, Frankfurt.

³³ De Arcangelis, G., "Economia internazionale", McGraw Hill, 2013, pp. 539-543

³⁴ Poichè, a patto che vi sia PMC e perfetta sostituibilità dei titoli, il tasso di cambio è stato fissato unilateralmente

Appartenere ad un'unione monetaria porta sicuramente dei vantaggi di ordine macroeconomico ad un'economia. Innanzitutto rispetto ad un regime di cambio fisso si osserva una maggiore credibilità della stabilità del cambio, dal momento che un'uscita dal vincolo risulterebbe essere molto più onerosa in termini di riconversione. Non vi è dubbio, in seconda analisi, che una maggiore stabilità possa eliminare gli attacchi speculativi contro le valute nazionali. Cionondimeno la crisi del debito sovrano ha insegnato che l'attenzione degli attacchi speculativi possa venir spostata sui Titoli di Stato, minando la "lealtà"³⁵ degli stati membri più indebitati. In un regime di cambi fissi molte risorse vengono utilizzate per le riserve ufficiali che garantiscono il cambio, mentre in un'unione monetaria queste risorse possono essere recuperate. Sempre all'interno di un regime di cambi fissi, dove vi è il rischio di cicli asincroni, le scelte di politica monetaria appaiono poco democratiche poichè gli organi preposti alla politica monetaria rispondono alla necessità delle singole economie. In un'unione monetaria d'altra parte le decisioni di politica monetaria vengono prese da un organo collegiale che lavora nell'interesse dell'intera unione. I vantaggi di un'unione monetaria possono essere anche di natura microeconomica, quale ad esempio l'eliminazione dei costi di conversione tra valute e una maggiore trasparenza dei prezzi³⁶, infatti dal punto di vista della concorrenza ciò è un vantaggio³⁷.

Infine ci sono dei benefici legati al ruolo internazionale di una moneta e la moneta di un'AVO tende a diventare una moneta internazionale.

1.6 Gli Svantaggi

Nei paragrafi precedenti è emerso chiaramente che la prima versione della Teoria AVO poteva essere vista come un dibattito sulle qualità di un regime a cambio fisso vis-à-vis uno a cambio flessibile, ciò ha permesso di definire anche quelli che sono gli svantaggi di un regime a cambio fisso. Da un lato si osserva la perdita della capacità di un'economia di ridurre i prezzi relativi nazionali usando il deprezzamento della moneta, dall'altro lato osserviamo che non è più possibile impostare il tasso d'interesse nazionale in maniera autonoma, dovendo esso seguire l'andamento di quello estero. Abbiamo osservato inoltre come l'unione monetaria venisse descritta come un caso estremo del regime a cambio fisso, infatti gli svantaggi poc'anzi elencati vengono portati all'estremo in essa: i prezzi sono destinati a convergere mentre il tasso d'interesse viene individuato da un organo collegiale sovranazionale³⁸. Nei prossimi sottoparagrafi analizzeremo alcuni casi limite in cui gli oneri di questi svantaggi

³⁵ Il rischio che si corre in questa situazione è l'abbandono dello stato membro dell'unione.

³⁶ De Grauwe P., op.cit. p.55

³⁷ La Commissione Europea ha stimato un risparmio di 13-20 miliardi di Euro all'anno dall'eliminazione dei costi di transazione. - ibidem.

³⁸ De Arcangelis, G., op.cit., p.481

vengono amplificati. I casi che verranno elaborati sono: shock asimmetrici, economie chiuse con bassa diversificazione dell'economia, economie con alta inflazione.

1.6.1 Shock Asimmetrici

Nel paragrafo 1.3.1 abbiamo già presentato gli svantaggi derivanti da uno shock asimmetrico. Infatti abbiamo capito che in un'unione monetaria uno shock asimmetrico, dato per esempio dal cambiamento delle preferenze dei consumatori dai prodotti francesi a quelli tedeschi, si ripercuote sulle domande aggregate dei due paesi. Nel caso descritto precedentemente la Francia andava incontro a disoccupazione crescente e un calo del reddito mentre la Germania andava incontro ad un fase espansiva con crescente inflazione (non voluta). Il modello di Mundell ha dimostrato come, in assenza di politiche monetarie autonome, questo disequilibrio potesse essere risolto tramite flessibilità salariale o mobilità del lavoro. Nel caso in cui questi due meccanismi non fossero entrati in uso, avremmo dovuto fare due considerazioni. Primo, quella sarebbe stata la dimostrazione che l'unione monetaria in questione non rappresentasse un' area valutaria ottimale. Secondo, il disequilibrio si sarebbe risolto tramite un'inflazione pesante in Germania che avrebbe reso i prodotti francesi nuovamente competitivi. Ovviamente questo sarebbe stato un grosso svantaggio per l'economia tedesca. Sempre all'interno di quel paragrafo abbiamo esposto due casi nei quali i due paesi non facevano parte di un' unione monetaria, mantenendo quindi la propria sovranità monetaria. Nel caso riguardante un regime di cambi flessibili la Banca Centrale Francese avrebbe attuato una politica monetaria espansiva, facendo deprezzare il Franco; al contrario la Banca Centrale tedesca avrebbe utilizzato una politica monetaria restrittiva facendo apprezzare il Marco. Queste manovre avrebbero infine reso di nuovo competitivi i prodotti francesi, risolvendo il disequilibrio macroeconomico. In un regime di cambi fissi, i due paesi avrebbero usato la stessa strategia, svalutando o valutando la propria valuta. In entrambi i regimi lo shock sarebbe stato risolto dalle rispettive politiche monetarie autonome. Vi è un' altro aspetto legato al caso degli shock asimmetrici che non è stato riportato nel paragrafo 1.3.1. Quando un paese aderisce ad un'unione monetaria, perde la propria sovranità monetaria e questa perdita modifica la capacità dei governi di finanziare i propri deficit di bilancio. Come si vedrà nel prossimo capitolo, questo fatto è stato ampiamente ignorato dalla letteratura fino allo scoppio della crisi del debito sovrano europeo del 2010³⁹. Paesi che non fanno parte di un'unione monetaria e che possiedono indipendenza monetaria possono finanziare il proprio debito pubblico emettendo titoli nella loro valuta nazionale. Chi possiede questi titoli è rassicurato dal fatto che se necessario la Banca Centrale del paese fornirà la liquidità necessaria al governo per ripagare il debito. All'interno di un'unione monetaria dove la

³⁹ De Grauwe P., 2011, op.cit.

banca centrale è un organo collegiale sovranazionale questo non è possibile, di conseguenza i detentori di titoli di stato sono preparati all'idea del rischio d'insolvenza del paese, arrivando a chiedere tassi d'interesse sempre crescenti. Queste aspettative sull'insolvenza possono mettere in moto dei processi che portano all'autorealizzazione dell'aspettativa, portando il paese al default. I titoli emessi da un paese aderente un'unione monetaria, sono de facto emessi in una moneta che non controlla e la banca centrale non è costretta a fornire liquidità al singolo stato membro. Dunque quando c'è una perdita di fiducia degli investitori verso la capacità del paese di onorare il proprio debito potrebbe avvenire un deflusso di capitali verso titoli di stato più forti e sicuri. Il primo effetto di questo comportamento è la divergenza dei tassi d'interesse nazionali dell'unione monetaria. Il paese dal quale ci si aspetta l'insolvenza osserverà un aumento del tasso d'interesse che a sua volta comprometterà la posizione finanziaria delle imprese e delle banche nazionali. A tutto questo potrebbe seguire un calo degli investimenti che provoca una contrazione dell'output, minando ulteriormente la fiducia degli investitori. Si tratta di un vero e proprio circolo vizioso. Diverso invece è lo scenario che si prospetta per un paese avente indipendenza monetaria. Quando gli investitori temono l'insolvenza di un paese come per esempio il Regno Unito (che ha indipendenza monetaria) venderanno i titoli britannici in loro possesso, ottenendo in cambio delle Sterline. Successivamente vorranno liberarsi delle Sterline vendendole nel mercato dei cambi con l'effetto di generare un rialzo dei tassi d'interesse sui titoli e un deprezzamento della Sterlina. Questo deprezzamento continuerà finché la Sterlina avrà raggiunto un prezzo così basso da essere di nuovo attraente per gli investitori disposti ad acquistarla. Le Sterline rimane in questo modo bloccata nel mercato monetario inglese, dove verrebbero investite in attività domestiche⁴⁰. In un paese aderente un'unione monetaria, una volta che i titoli di stato vengono venduti dagli investitori poco fiduciosi, essi verranno ripagati nella valuta comune. La valuta comune potrà essere reinvestita in un'altro paese membro dell'unione, considerato virtuoso. Questa differenza fa sì che l'innalzamento del tasso d'interesse e il deflusso di capitali nel paese ritenuto a rischio default non venga compensato dal deprezzamento della moneta nazionale (che non esiste in questo caso). Al paese colpito non resta che affrontare una crisi di liquidità che potrà dar luogo ad una crisi di solvibilità. Appliciamo questa dinamica alla figura 1.1 del paragrafo 1.3.1, dove in seguito allo shock asimmetrico la Francia si trova in una recessione e il governo decide di combattere a disoccupazione e il calo delle entrate tributarie con un aumento della spesa pubblica. Nel caso in cui il debito pubblico francese dovesse crescere troppo gli investitori potrebbero vendere i titoli di stato francesi, attivando la dinamica sopra descritta. La Francia ora si trova in una crisi di liquidità con tassi d'interesse cresciuti; di conseguenza si ridurranno i consumi e gli investimenti che faranno contrarre la domanda aggregata francese (come si può osservare nella fig.1.3). Gli euro ottenuti dalla vendita dei titoli di stato francesi

⁴⁰ ibidem

saranno reinvestiti in titoli di stato più sicuri, come quelli tedeschi. La Germania assisterà ad una riduzione del tasso d'interesse interno e ad un'espansione della domanda aggregata⁴¹. Parlando degli svantaggi derivanti da un'unione monetaria, si può affermare che la variazione dei tassi d'interesse di lungo periodo e le dinamiche del debito possono peggiorare gli effetti già negativi di uno shock asimmetrico.

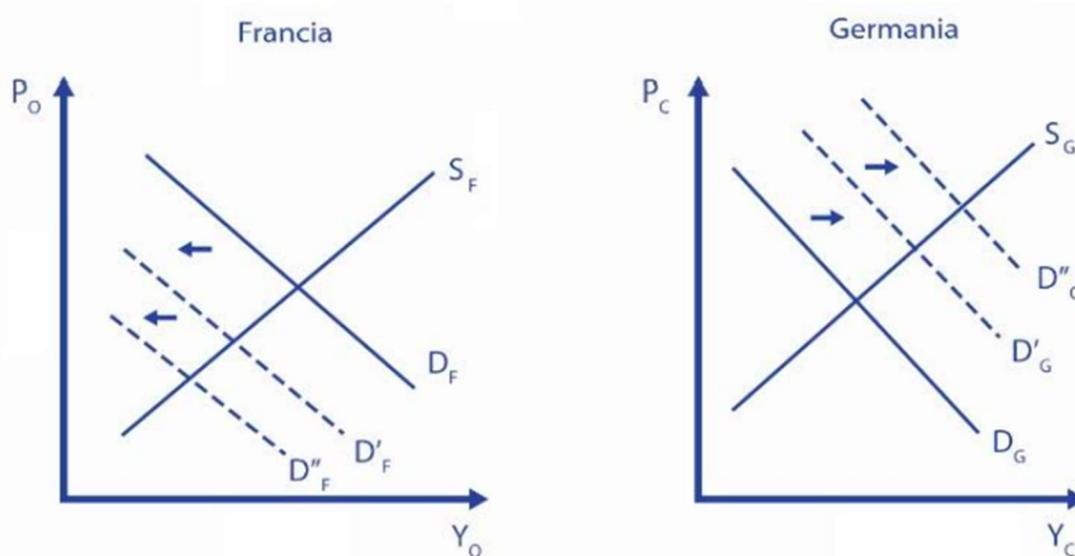


Figura 1.3 Amplificazioni di shock asimmetrici. Fonte Paul de Grauwe (2016)

1.6.2 Economie chiuse

Il secondo caso limite che andremo a considerare per quanto riguarda gli svantaggi di un'unione monetaria è quello legato alla struttura produttiva di un paese. In particolare analizzeremo il caso di un'economia chiusa dove le esportazioni sono poco diversificate. Importante in questo contesto è considerare la relazione tra il grado d'apertura di un'unione monetaria e il realizzarsi di shock asimmetrici. La Commissione Europea in questo frangente ritiene che una maggiore integrazione comporta una maggiore simmetria degli shock⁴². Nel 1990 la Commissione Europea ritenne che essendo il commercio tra i membri UE di tipo intra-industriale, i prodotti importati ed esportati dai paesi membri appartenessero sostanzialmente alla stessa categoria. Per questo motivo una crisi specifica di un settore ha un effetto simmetrico su tutti i membri e di conseguenza una maggiore integrazione non può che esaltare questa caratteristica. D'altro canto altri autori, quali P. Krugmann⁴³ sono dell'avviso che l'integrazione commerciale e la concentrazione della produzione industriale a livello

⁴¹ De Grauwe P., 2018, op.cit. pp.25-26

⁴² Commission of the European Communities, 1990. "One market, one money An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union". European Economy n.44

⁴³ Krugman, P. (1993), "Lessons of Massachusetts for EMU". In Francisco Torres and Francesco Giavazzi (eds.), Adjustment and Growth in the European Monetary Union, pp. 241-269.

regionale⁴⁴ favoriscano gli shock asimmetrici, perché shock specifici per un settore potrebbero diventare degli shock specifici per un'intera economia.

Bisogna ribadire che nonostante sia evidente che la creazione di cluster industriali sia favorita dall'integrazione economica, una vasta parte della letteratura tende a concordare con la visione della Commissione Europea⁴⁵. In secondo luogo dobbiamo considerare il ruolo del tasso di cambio in paesi che non fanno parte di un'unione monetaria e che vengono colpiti da uno shock asimmetrico. Per fare questo si prendano in considerazione due casi estremi: un paese molto aperto al commercio internazionale che esporta il 99% del PIL e un paese molto chiuso che esporta solo l'1% del proprio PIL. Questi due paesi sono raffigurati nella figura 1.4 che esprime l'efficacia di un deprezzamento in funzione del grado di apertura di un'economia.

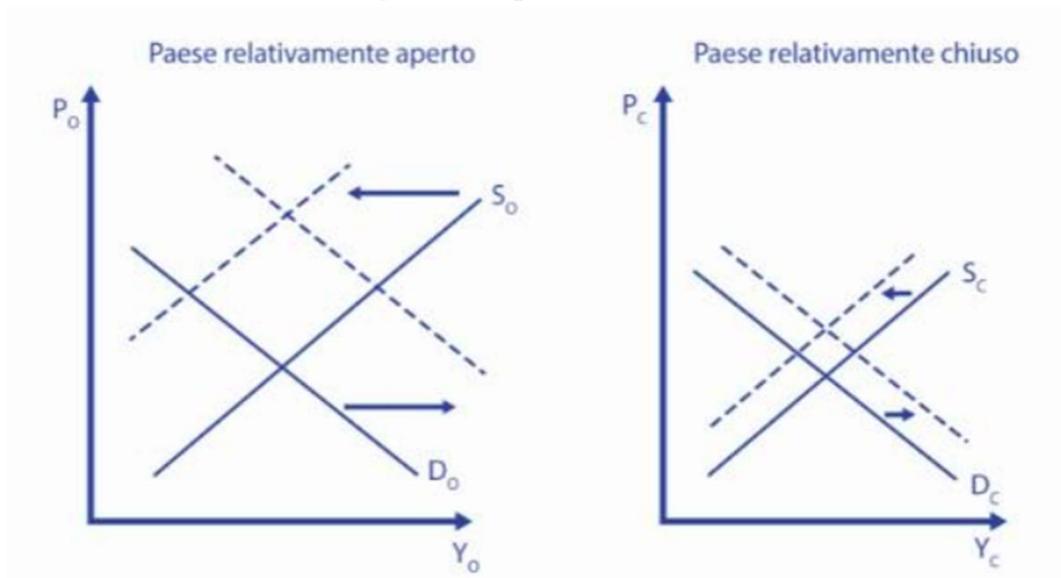


Figura 1.4 Efficacia di un deprezzamento della moneta in funzione del grado di apertura economica. Fonte Paul De Grauwe (2016)

Ad entrambi i paesi viene applicata una svalutazione del 10% della valuta: la svalutazione ha effetti più grandi sulla domanda e sull'offerta aggregata del paese aperto. Possiamo osservare che la domanda aggregata è in espansione mentre l'offerta si contrae. Questa contrazione della domanda è dovuto dall'aumento delle importazioni che a sua volta si ripercuote sull'indice dei prezzi al consumo, causando infine una spirale prezzi-salari più veloce che nell'economia chiusa⁴⁶. Questa osservazione ci dovrebbe far comprendere meglio l'analisi fatta da McKinnon (paragrafo 1.3.2). Secondo il saggio del 1963 aggiustare un disequilibrio macroeconomico attraverso la politica monetaria conduce verso una variazione del tasso di cambio e una variabilità dei prezzi che ha effetti più dirompenti in un'economia aperta rispetto ad una chiusa. Ne deriva che la partecipazione ad un'unione monetaria e la relativa perdita di

⁴⁴ Incentivata dalle economie di scala e dall'abbattimento delle barriere agli scambi.

⁴⁵ De Grauwe P., 2018, op.cit., p.44

⁴⁶ *ivi*, p.72

indipendenza monetaria, risulta essere meno onerosa in un paese con un alto grado di apertura economica. Inoltre anche nel remoto caso di uno shock asimmetrico (poco probabile in una regione ben integrata, almeno secondo la Commissione Europea) i costi connessi alla perdita di sovranità monetaria sarebbero comunque più bassi dei costi dovuti alla variabilità dei prezzi a seguito di un deprezzamento o apprezzamento del tasso di cambio⁴⁷. Un'economia con un basso grado di diversificazione affronta costi più alti nella partecipazione ad un'unione monetaria (questa conclusione sarà molto importante nell'ultimo capitolo quando analizzeremo il caso della Croazia).

1.6.3 Paesi ad alta inflazione

Il terzo caso limite è quello dei paesi ad alta inflazione, anche qui i costi derivanti dalla partecipazione ad un'unione monetaria sono più onerosi, infatti si parla di “signoraggio monetario” in questo frangente. Considerando gli effetti dell'inflazione nel ridurre il peso del debito, tra cui quello pubblico, e che il gettito fiscale viene calcolato sui salari nominali, che si gonfiano all'aumentare dell'inflazione, si può concludere che per i Paesi che fanno affidamento su queste dinamiche per finanziare le proprie entrate risulta più costoso fissare il tasso di cambio – a cui solitamente sono legati obiettivi di contenimento dell'inflazione.

1.7 Costi e benefici a confronto

Nei paragrafi precedenti sono stati identificati i costi e i benefici di un'unione monetaria, in questo paragrafo si conclude la discussione confrontando in maniera sintetica costi e benefici. Questo paragrafo ci tornerà utile nel terzo capitolo, dove valuteremo la saggezza dei paesi membri dell'UE che hanno aderito all'UEM; inoltre ci fornisce una base teorica solida per il quarto capitolo dove trarremo delle conclusioni in merito all'opportunità economica dell'adesione all'UEM di quei paesi membri che sono in attesa di entrarvi o che vi sono recentemente entrati (Croazia, Bulgaria e Romania).

In primo luogo dobbiamo combinare le curve che mettono in relazione costi e benefici con il grado di apertura di un paese. Si consideri la figura 1.5, il punto di intersezione della retta dei benefici con quella dei costi determina il livello critico di apertura che rende conveniente per un paese aderire a un'unione monetaria con i suoi partner commerciali. A sinistra di quel punto il paese si trova in una posizione migliore se mantiene la propria indipendenza monetaria, mentre a destra si trova in una posizione migliore se adotta la valuta dell'unione.

⁴⁷ *ivi*, p.73

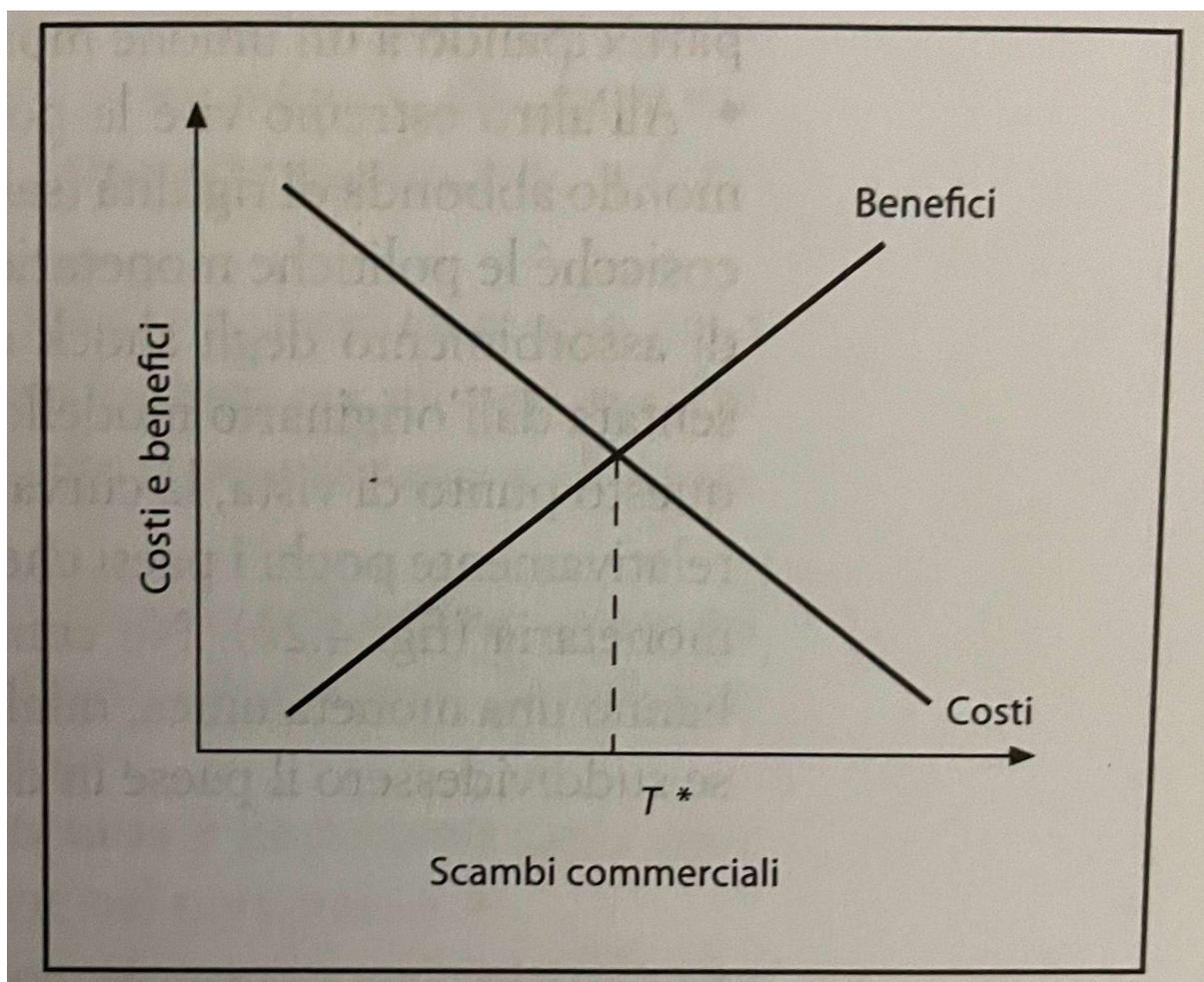


fig. 1.5

La figura 1.5 ci permette di trarre alcune conclusioni qualitative sui costi e i benefici di aderire ad un'unione monetaria, però la forma e la posizione della curva dei costi dipende da alcuni fattori, in particolare da come si giudica l'efficacia delle politiche monetarie nazionali e di conseguenza da come si giudicano le manovre sui tassi di cambio in seguito a dei shock (questo aspetto è stato evidenziato nel par.1.6.2). Per questo motivo dobbiamo ora considerare la figura 1.6.

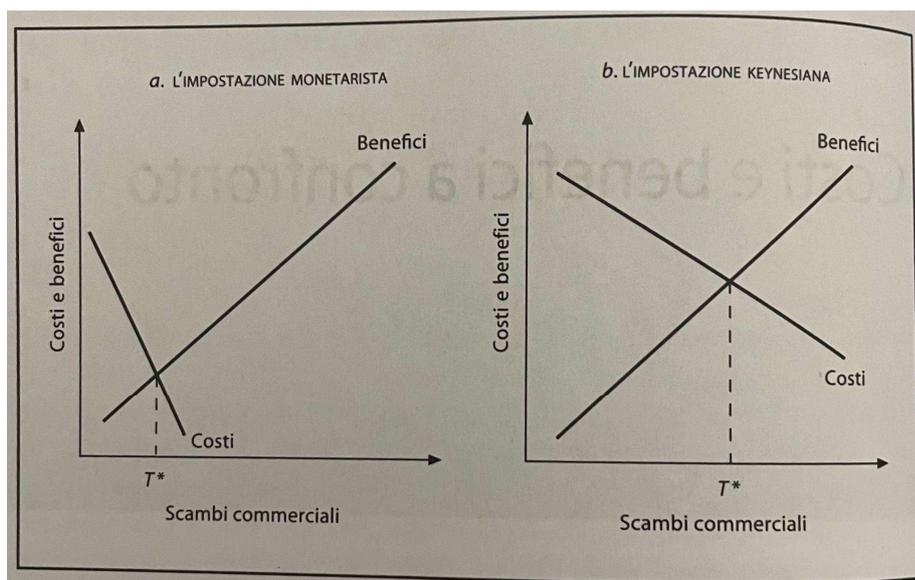


fig.1.6

Il lato sinistro della figura 1.6 viene rappresentata la posizione “monetarista”, secondo la quale le variazioni del tasso di cambio sono inefficaci come strumento per correggere gli shock asimmetrici, permanenti o temporanei. In secondo luogo la scuola monetarista ritiene che le politiche di quel genere siano dannose per il benessere del paese a priori. Come si può notare, nell’impostazione “monetarista” la curva dei costi è molto vicina all’origine: il punto critico che rende conveniente l’adesione ad un’unione monetaria è vicino all’origine, volendo dire che molti paesi del mondo guadagnerebbero dall’abbandono delle proprie monete nazionali.

Il lato destro della figura 1.6 rappresenta l’impostazione keynesiana, secondo la quale il mondo abbonda di rigidità, ovvero prezzi e salari sono vischiosi e il lavoro è poco mobile. In un mondo rigido le politiche monetarie e del tasso di cambio sono strumenti forti per assorbire gli shock asimmetrici (questa era infatti la posizione assunta dal modello Mundell I). Data questa impostazione, la curva dei costi risulta essere lontana dall’origine, rendendo pochi paesi veramente idonei a fare parte di un’unione monetaria. Questo permette in linea teorica la suddivisione in differenti aree monetarie di grandi economie.

La dottrina monetarista è divenuta dominante nelle scelte di politica economica (spodestando quarant’anni di predominio “keynesiano”) soprattutto a partire dagli anni ottanta, emblema di questo cambio di passo sono stati i governi di M. Thatcher (1979, Regno Unito) e R. Reagan (1980, USA). Questa dottrina ha reso positiva l’idea dell’istituzione di un’unione monetaria, e non si tratta di un caso che l’UEM sia divenuta realtà negli anni novanta. Sembra però che la crisi del debito sovrano del 2010 e le conseguenti difficoltà in molti paesi dell’Eurozona abbiano ridotto la popolarità del monetarismo.

1.8 I vantaggi di un'unione fiscale

Nonostante le criticità emerse, un'unione monetaria può dotarsi di strumenti assicurativi per affrontare squilibri e difficoltà, questo richiede però tra le altre cose grande integrazione politica. L'integrazione politica serve in particolar modo volendo creare un'unione fiscale.

Il bilancio comune di un'unione monetaria composto da porzioni dei vari budget nazionali, permette la creazione di un meccanismo di assicurazione fondato sulla solidarietà degli stati membri. Questo meccanismo permette trasferimenti diretti verso gli stati membri colpiti da shock, inoltre il budget comune concede la possibilità di emettere debito comune per fornire liquidità all'intera unione ed evitare default. Useremo ora il modello a due paesi che abbiamo già utilizzato in alcuni paragrafi precedenti: la differenza consiste nel fatto che questa volta l'unione monetaria a due paesi sarà maggiormente integrata e dotata di un budget comune gestito da un governo sovranazionale. Il governo sovranazionale ha facoltà di riscuotere in maniera diretta le tasse e ha facoltà di redistribuire queste risorse attraverso trasferimenti diretti ai cittadini (pensioni, sussidi di disoccupazione etc..). Il vantaggio di questa unione monetaria rafforzata da un'unione fiscale è dato dalla possibilità di intervenire direttamente nelle economie colpite da shock asimmetrici. Se per esempio la Francia subisce una contrazione della propria domanda aggregata a causa di uno shock asimmetrico, ne seguirà un contributo fiscale al budget comune minore. Specularmente il contributo fiscale dato dalla Germania sarà più alto, proprio in virtù dell'espansione della sua domanda aggregata. In questo caso l'unione sarà in grado di redistribuire le risorse liberate dalla riduzione della spesa sociale in Germania verso i cittadini francesi, attraverso dei sussidi contro la disoccupazione (o qualsiasi altra forma di trasferimento diretto)⁴⁸. Questa assicurazione contro i momenti difficili rappresenta allo stesso tempo un potenziale svantaggio, vi è il rischio di andare incontro ad un "moral hazard". La certezza di poter far affidamento su dei trasferimenti diretti da parte del bilancio comune, non incentiva le regioni o i paesi poco performanti dell'unione a risolvere i propri problemi strutturali. Nonostante l'unione fiscale, i governi nazionali dovrebbero avere l'onestà di rispettare i criteri di convergenza ed attuare le riforme strutturali necessarie. Un'unione fiscale rappresenta un sistema di notevole importanza, dato il fatto che permette l'emissione di debito comune e come abbiamo visto in precedenza il ruolo del debito è critico in un'unione monetaria. Infatti alla centralizzazione del budget corrisponde la centralizzazione del debito pubblico, portando così gli investitori a calcolare il rischio del rimborso del debito in maniera diversa da quella sopra descritta. Gli investitori prenderanno in considerazione la capacità dell'unione di ripagare il debito (come nel caso di un paese con indipendenza monetaria), evitando così aspettative di insolvenza e movimenti speculativi di capitali.

⁴⁸ ivi p.22

Capitolo 2- Il processo di integrazione monetaria europea e la crisi del debito sovrano: evoluzioni e cause

2.1 Introduzione

L'integrazione monetaria in Europa fa parte di un più ampio processo di integrazione che favorisce anche l'integrazione economica e finanziaria (e.g. UEM). In questo capitolo si vuole enfatizzare l'aspetto monetario di questo processo, pur facendo riferimento ad altri aspetti dell'UEM. Questo capitolo si struttura nel modo seguente. Iniziamo con il tracciare alcuni degli step che hanno portato alla cooperazione monetaria, al SME e poi all'UEM fino al lancio della moneta unica. Dopo aver presentato un indice di integrazione istituzionale discutiamo la crisi del debito sovrano che ha colpito l'eurozona nel 2010. Si discuterà anche sul ruolo della teoria AVO nel plasmare i criteri di convergenza e il design della governance dell'UEM.

2.2 Gli step dell'integrazione monetaria: da Bretton Woods alla fine del SME

I primi passi formali dell'integrazione monetaria europea risalgono indietro nel tempo quasi quanto la teoria AVO. Nell'ottobre del 1962 la Commissione rilasciò un memorandum (Memorandum Marjolin) che può essere visto come il primo passo formale nel processo di integrazione monetaria. Il memorandum diede vita alle discussioni riguardanti una valuta comune e suggerì diverse misure nel campo della cooperazione monetaria. I tassi di cambio dei membri della Comunità Economica Europea (CEE) non furono mai stati fissati direttamente, benché fossero tutti ancorati al dollaro USA. A quei tempi la stabilità del tasso di cambio era ancora assicurata dal sistema di Bretton Woods, e non vi era urgenza per un sistema istituzionale nuovo tra le valute europee. Sotto le disposizioni del memorandum, un Comitato dei Governatori (CG) delle banche centrali delle nazioni della CEE venne istituito nel 1964. Questo comitato accrebbe d'importanza nel corso degli anni e sviluppò una struttura ideale per la cooperazione monetaria (per esempio fu questo il comitato che redasse la prima bozza dello Statuto della BCE nel 1990).

Alla fine degli anni sessanta, l'ambiente internazionale era cambiato a causa di persistenti deficit della bilancia commerciale degli USA (il paese ancora del sistema Bretton Woods) insieme all'emergere di pressioni inflazionistiche che furono esacerbate dal primo shock del petrolio. Il sistema di Bretton Woods collassò nell'agosto del 1971 e i membri della CEE perseguirono ognuno politiche economiche

differenti. Questa divergenza causò tensioni sui tassi di cambio tra di loro e minacciò di quasi distruggere l'unione doganale e il mercato agricolo comune. Nel 1969 i governi europei richiesero un piano per la realizzazione di un'unione economica e monetaria. Questo condusse alla creazione del Werner Report pubblicato nel 1970, che si prefissò l'obiettivo di creare un'unione economica e monetaria in diversi stadi e passaggi entro il 1980. Mentre l'obiettivo finale di un'unione monetaria non venne mai raggiunto, in quanto il report risultò essere troppo avanzato per il livello di integrazione economica e finanziaria del tempo, alcuni dei suoi elementi poterono ancora essere implementati. Nel 1972, dopo la dissoluzione del sistema Bretton Woods, venne creato il "serpentone monetario", un sistema di tassi di cambio per i paesi europei.

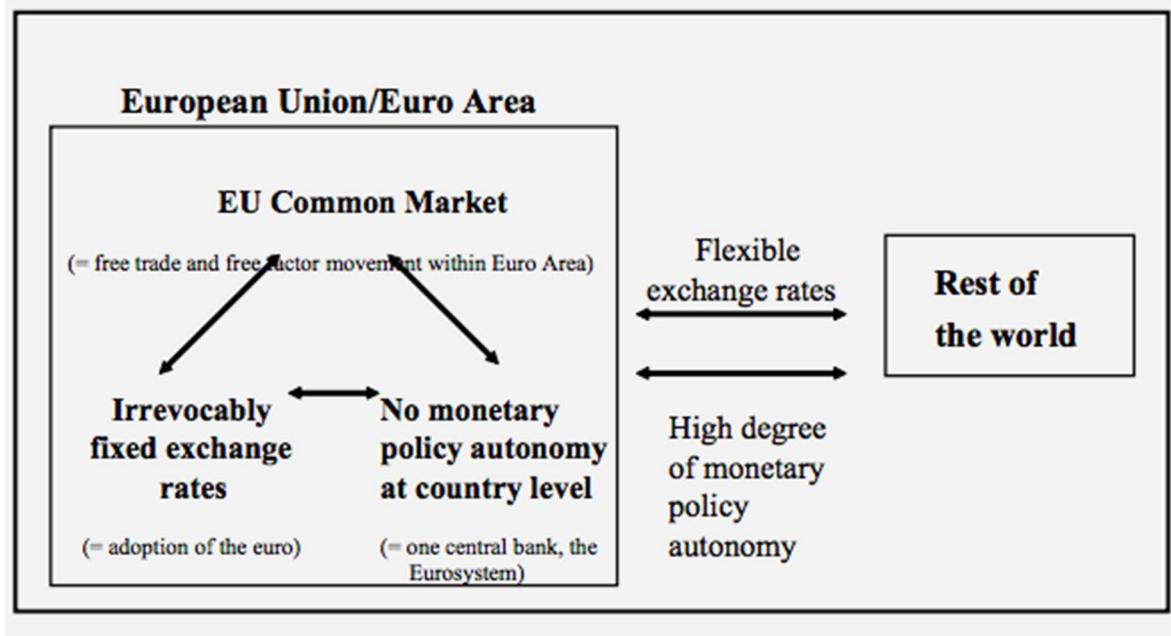
Nel marzo del 1979 il processo di integrazione monetaria si ravvivò grazie alla fondazione dello SME (Sistema Monetario Europeo), il cui obiettivo principale era quello di ridurre l'impatto dirompente di svalutazioni considerevoli dei tassi di cambio e regolare cambi nella parità. Gli elementi basilari dello SME erano: la definizione dell'Unità Valutaria Europea (UVE/ECU) come paniere di valute, poi un Accordo Europeo di Cambi (AEC/ERM) basato sul concetto dei margini dei tassi di cambio fissi⁴⁹. I tassi di cambio erano basati sull'UVE, il cui valore veniva determinato come una media ponderata delle valute partecipanti. Una griglia di parità di tassi bilaterali venne calcolata sulla base di questi tassi centrali espressi in UVE, e le fluttuazioni valutarie dovevano essere contenute entro un margine del 2,25% su entrambi i lati dei tassi bilaterali. Ufficialmente nessuna valuta aveva la funzione di "ancora". Tuttavia il marco tedesco e la Bundesbank (banca centrale tedesca) rappresentavano indubbiamente il centro dello SME: tutte le altre valute seguivano il suo corso. La cooperazione monetaria divenne più stretta e i legami tra le banche centrali dei paesi si rafforzarono. La stabilità monetaria interna ed esterna diventò uno scopo importante. Le politiche economiche domestiche avevano lo scopo importante nel raggiungere la stabilità dei tassi di cambio. In quegli anni i paesi con pressioni inflazionistiche trovarono abbastanza facile perseguire politiche deflattive, piuttosto che il contrario. Questo favorì una convergenza discendente dei tassi d'inflazione, ridusse eventuali volatilità eccessive dei tassi di cambio, favorendo al contempo il commercio e un miglioramento complessivo delle performance economiche. Anche i controlli sui capitali vennero gradualmente rilassati. Al contempo però, la mancanza di una convergenza fiscale rimase una fonte di tensione, in quanto alcuni paesi continuavano ad avere persistentemente grandi deficit di bilancio.

Lo SME durò dal 1979 fino al lancio dell'euro nel 1999. Durante quei due decenni attraversò 4 fasi principali e diversi periodi di turbolenza. La prima fase dello SME andò dal 1979 fino al 1985, all'interno della quale alcuni paesi mantennero i controlli sui capitali ed esibirono differenziali d'inflazione significativi. Con tassi di cambio

⁴⁹ Giavazzi, F. and A. Giovannini (1989), "Limiting Exchange Rate Flexibility: the European Monetary System", The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.

nominali fissati questo risultò in continui disallineamenti che richiesero frequenti aggiustamenti delle parità ufficiali. La convergenza nominale piena non era stata raggiunta ancora e inoltre erano sostanziali ancora differenziali dei deficit di budget e debito pubblico. L’aggiustamento delle parità ufficiali avvenivano spesso volte nel mezzo di tumulti dei mercati finanziari, il che portò periodicamente a galla discussioni sulla sostenibilità del ERM⁵⁰. Tutto sommato, durante questa prima fase, vi furono nove aggiustamenti che coinvolsero molte valute allo stesso tempo. La seconda fase dello SME si estese dal 1986 fino al settembre del 1992. In quel periodo molti dei membri dello SME riuscirono ad abbassare il loro livello d’inflazione fino al livello di quello tedesco. In questo periodo lo SME viene descritto dalla letteratura come la “Deutsche Mark Area” in quanto le politiche monetarie di tutti i membri (tranne la Germania ovviamente) erano de facto soggette a quella tedesca: il marco tedesco era effettivamente l’ancora dello SME (come era stato il dollaro USA per il sistema di Bretton Woods). Tra l’inizio del 1986 e il gennaio del 1987 vi furono tre aggiustamenti ulteriori, e poi fino al 1992 non vi furono più riallineamenti (fatta eccezione per un aggiustamento della parità centrale della lira italiana)⁵¹. Furono smantellati in quegli anni i controlli sui capitali e proibiti ufficialmente nel luglio del 1990. In seguito all’eliminazione dei controlli sui capitali, con riferimento al trilemma monetario di Mundell-Fleming spiegato nel primo capitolo, tutte le banche centrali partecipanti all’ERM rinunciarono de facto alla loro politica monetaria indipendente (fig.3.1) .

Figure 3.1. The European way to solve the “impossible trinity”



⁵⁰ Baldwin R. and Wyplosz C., 2022, The economics of european integration. 7th ed. McGrawHill Education pub. pp.3-45

⁵¹ ibidem

fig.3.1

Questa seconda fase dello SME diede diversi frutti dal punto di vista di un'ulteriore integrazione. L'opportunità per impostare il cammino verso un'unione economica e monetaria si aprì dopo l'adozione dell'Atto Unico Europeo del 1986 (questo atto introdusse il Mercato Unico come uno degli obiettivi principali della Comunità Europea). Jacques Delors, Presidente della Commissione Europea, istituì un comitato per studiare la fattibilità di un'unione monetaria. Il report del Comitato Delors che ne conseguì venne approvato a Madrid nel 1989. Il completamento del Report Delors venne accelerato in quel periodo proprio per la concomitante dissoluzione dell'Unione Sovietica e dall'incombente riunificazione tedesca, quasi si trattasse di una "tempesta perfetta". Questo report funse da modello per il Trattato di Maastricht che venne firmato nel febbraio del 1992. Un processo a tre stadi che avrebbe condotto entro la fine del decennio alla moneta unica e al disegno delle istituzioni corrispondenti. Solo due anni prima, nel 1990 venne pubblicato il ben noto report "One Money, One Market"⁵², commissionato nel 1988 come supporto per il Report Delors. Benchè il report "One Money, One Market" fosse stato pubblicato troppo tardi per poter aver avuto un'influenza nella stesura del Trattato di Maastricht, ebbe il merito di spingere i ricercatori a ristudiare l'integrazione monetaria e anticipò il ritorno della teoria AVO in letteratura⁵³. Tavlas⁵⁴ nel 1993, studiando la letteratura disponibile suddivide quella che vede come la "vecchia teoria AVO" e la "nuova teoria AVO", dove la prima è quella inserita in un'ottica keynesiana mentre la seconda in un'ottica monetarista. Il report "One Money, One Market" chiaramente esprime una visione monetarista, facendo adottare questo approccio alla Commissione Europea durante tutte le sue scelte negli anni novanta e primi anni duemila.

La terza fase dello SME, collocabile dal settembre 1992 al marzo 1993, è segnato dalla più grave crisi del SME. Alcuni paesi, che non furono in grado di ridurre l'inflazione, decisero gradualmente di rivalutare e sovravalutare le proprie monete. In quel breve periodo furono molti gli eventi avversi che co-causarono quella crisi. I disallineamenti continuarono a crescere, benchè ad un passo più lento, a causa dei differenziali d'inflazione che erano ancora notevoli in alcuni paesi (considerando che erano comunque scesi). Due eventi di quel periodo sono da considerarsi "la miccia" della crisi. Da un lato la politica monetaria restrittiva perseguita dalla Bundesbank dopo la riunificazione tedesca e dall'altro il voto contrario dell'elettorato danese sul Trattato di Maastricht, allarmarono i mercati dei cambi e incentivarono attacchi speculativi sulle monete sovravalutate. Gli attacchi speculativi quasi distrussero lo SME tra il settembre '92 e il marzo '93; il Regno Unito e l'Italia erano state forzate a lasciare lo SME (l'Italia

⁵² Commission of the European Communities (Emerson M. et.al.), 1990. "One market, one money An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union". *European Economy* n.44

⁵³ Wyplosz C. (2006), "European Monetary Union: The Dark Sides of a Major Success", *Economic Policy*, April (46), pp 207-247.

⁵⁴ Tavlas, G.S. (1993), "The 'New' Theory of Optimum Currency Areas", *The World Economy*, pp 663-685.

sarebbe rientrata nel 1996) e i margini di fluttuazione vennero allargati dal +/- 2,5% al +/- 15%. Questo segnò la fine del ERM rigoroso.

La quarta e ultima fase dello SME durò fino al 1999 anno di fondazione dell'euro, il che mantenne vivo il principio dei tassi di cambio fissi, benchè indebolito. Il Sistema Monetario Europeo smise di funzionare nella sua forma originale quando undici stati UE fissarono irrevocabilmente i rispettivi tassi di cambio in preparazione all'adozione dell'euro. Il successore del sistema originale (ERM I) fu il ERM II, iniziato il primo gennaio 1999. In questo nuovo ERM il paniere UVE è scartato e rimpiazzato dall'euro come valuta "ancora" per i paesi partecipanti. Furono molte le lezioni imparate dai due decenni di attività dello SME. L'esperienza aveva mostrato che tenere valute separate con tassi di cambio fissi tra di loro, accompagnato da una perfetta mobilità dei capitali, può solo che condurre a tensioni: diventa insostenibile se le autorità monetarie cercano di perseguire obiettivi diversi e se i tassi di inflazioni divergono. In questo senso l'unione monetaria è stata vista come la soluzione chiave a questo dilemma. L'intenzione originale del Report Delors era quella di presentare il cammino verso l'unione monetaria come una conseguenza naturale del Atto Unico Europeo (1986). Tassi di cambio fissati e perfetta mobilità dei capitali impediscono una politica monetaria indipendente che rappresenta il trilemma monetario. Dunque, il Report Delors ebbe anche uno scopo difensivo: ovvero mostrare che una stabilità del tasso di cambio favorisca il commercio mentre una volatilità del tasso di cambio e disallineamenti danneggino il commercio; inoltre che persino tassi di cambio ancorati strettamente non possano imporre sufficiente disciplina sulla politica monetaria. Un'opinione molto diffusa era anche che il Mercato Unico non era ritenuto essere capace di sfruttare il suo massimo potenziale senza la moneta unica. Si riteneva che la moneta unica avrebbe assicurato una più grande trasparenza dei prezzi per i consumatori e investitori, eliminato il rischio di cambio, ridotto i costi di transazione e in generale migliorato il welfare economico della Comunità Europea. Durante la maggior parte dello SME tutti i paesi che ne facevano parte, tranne la Germania in quanto paese "ancora", avevano di fatto perso il controllo sulla loro politica monetaria. D'altro canto una nuova valuta e una banca centrale sovranazionale avrebbe permesso a tutti i paesi europei di condividere l'influenza sulle decisioni di politica monetaria. Il governo tedesco acconsentì a questo piano soprattutto per motivi politici.

2.3 Integrazione monetaria: la strada verso l'UEM e l'euro

Avendo preso in considerazione tutte le lezioni apprese in quei primi dieci anni, i dodici membri della CEE decisero di rilanciare il progetto dell'UEM. Nel giugno del 1988 il Concilio Europeo nominò un comitato guidato da J. Delors per proporre passi concreti che avrebbero condotto all'unione economica e monetaria. Il Report Delors formò in

questo modo il modello per il Trattato di Maastricht che delineò una tabella temporale basata su tre stadi e gli elementi chiave per l'Eurosistema.

Il primo stadio dell'UEM coincise con la piena liberalizzazione dei movimenti di capitali in Europa. Nel suo modello di bozza per la creazione del ESCB (Sistema Europeo delle Banche Centrali), che prese in analisi l'esperienza delle banche centrali nazionali e che influenzò fortemente il Trattato di Maastricht, il Comitato descrisse i maggiori principi per creare una Banca Centrale Europea. Gli stati membri avrebbero potuto partecipare all'unione solo se avessero dimostrato un alto grado duraturo di convergenza confermato dal raggiungimento di quattro criteri economici⁵⁵ (inflazione, tassi di interessi a lungo periodo, debito fiscale e deficit e tassi di cambio). Il Rapporto Delors sostenne anche l'idea di una banca centrale indipendente, con lo scopo primario della stabilità dei prezzi. Altre disposizioni importanti vennero incluse successivamente del Trattato di Maastricht.

Tuttavia, per completare la seconda e terza fase fu prima necessario modificare il Trattato di Roma del 1957, istitutivo della Comunità economica europea. Di conseguenza nel 1991 fu convocata una Conferenza Intergovernativa che si concluse il 7 febbraio 1992 con la firma a Maastricht del Trattato sull'Unione Europea (TUE). Esso, allargando ampiamente le materie di competenza dell'Unione, da quel momento divise in tre pilastri, istituzionalizzò due diverse tipologie di processi di decisione: una sovranazionale, in cui il Parlamento Europeo e il Consiglio erano co-legislatori, ovvero riguardo il Mercato Unico (primo pilastro), e una intergovernativa, in cui le decisioni erano prese esclusivamente dai governi, precisamente per la Politica Estera e di Sicurezza Comune (PESC, secondo pilastro) e nella Cooperazione giudiziaria e di polizia in materia penale (terzo pilastro). Bisogna notare come il Trattato di Maastricht sia stato frutto di tre diversi compromessi: uno istituzionale, caratterizzato dal doppio regime di processo decisionario, uno politico e uno economico. Il compromesso politico riguardava l'istituzione dell'Unione Economica e Monetaria (poiché il Trattato la annovera espressamente tra gli obiettivi della riformata "Comunità europea")⁵⁶. Considerando che l'UEM non fu concepita esclusivamente su ragioni economiche, bensì anche politiche, Regno Unito, Danimarca e Svezia, contrari a tale integrazione, ottennero formalmente la possibilità di mantenere la propria valuta nazionale⁵⁷. Nella fase preparatoria al Trattato, vi erano due visioni contrapposte sul come raggiungere l'integrazione monetaria, quella francese "monetarista" e quella tedesca "economista"⁵⁸. Secondo la visione monetarista, l'integrazione monetaria avrebbe condotto alla fine ad una convergenza economica, con una Banca Centrale impegnata

⁵⁵ Espresi inizialmente dal combinato disposto degli ex articoli 121, paragrafo 1, 122, paragrafo 2, seconda frase, e 123, paragrafo 5, del TCE, oggi raggruppati nell'art. 140 TFUE

⁵⁶ Trattato di Maastricht, Articolo B, Titolo I Disposizioni comuni <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:11992M/TXT&from=IT>

⁵⁷ Fabbrini, S., *Which European Union? Europe After the Euro Crisis*, Cambridge University Press, 2015, p. 22

⁵⁸ Mongelli F.P., 2008, op.cit. p.9-10

ad assicurare una bassa inflazione nell'area valutaria; mentre secondo la visione economista era necessario centralizzare le politiche fiscali come preconditione per un progetto di successo⁵⁹. I funzionari tedeschi si espressero anche sulla necessità di un processo di convergenza delle economie prima di avviare l'unione monetaria. Questo perché nei primi anni novanta la situazione macroeconomica variava molto tra gli Stati aspiranti, e la Germania, riluttante ad abbandonare la sua stabile moneta, era preoccupata che alcuni Paesi non fossero pronti a adottare una moneta che avrebbe dovuto essere forte tanto quanto il marco tedesco. Infatti insistettero per un'ammissione non automatica all'UEM⁶⁰. Alla fine si decise di combinare la centralizzazione della politica monetaria con la decentralizzazione della politica fiscale, senza aver prima stabilito dei precisi parametri. Le garanzie richieste dalla Germania portarono all'inclusione nel trattato di tre principi: la stabilità dei prezzi, l'indipendenza della banca centrale e la disciplina fiscale. La stabilità dei prezzi si sarebbe dovuta raggiungere mantenendo l'inflazione al di sotto del 2%⁶¹. Secondo la teoria della neutralità della moneta, nel lungo periodo la politica monetaria influisce solo sulle variabili nominali, quali il tasso di cambio, i salari e, infine, i prezzi, mentre non avrebbe alcun effetto sulle variabili reali, ossia il PIL, i consumi e l'occupazione. Anche per questa ragione il Trattato stabilisce un obiettivo primario e altri obiettivi secondari, a differenza della Federal Reserve, la quale per statuto deve raggiungere anche la piena occupazione. Questa caratteristica del sistema europeo riflette la visione tedesca, traumatizzata dall'iperinflazione degli anni 20. Per rispettare il suo mandato della stabilità dei prezzi, la Banca Centrale deve essere libera di operare senza interferenze esterne. Anche con una forte garanzia dell'indipendenza della Banca Centrale, i governi possono intenzionalmente creare condizioni che minano direttamente la politica monetaria comune. Ad esempio durante una crisi finanziaria, la pressione che pesa sui governi per l'impossibilità di reperire risorse sui mercati finanziari si sposta sulla banca centrale che interviene a tutela del sistema bancario. In caso quest'ultima decida di attuare una politica monetaria espansiva si creerebbe inflazione nel lungo periodo e dunque è necessaria disciplina da parte dei governi. Nelle Unioni Monetarie questa minaccia è ancor di più incentivata che nei sistemi nazionali, per questo vi è disciplina fiscale nel trattato di Maastricht e nel SGP. Dato che l'inflazione è determinata dalla politica monetaria e gli stati allora avevano la propria, la presenza di tassi d'inflazione divergenti era un fatto comune, mentre i tassi di cambio erano aggiustati periodicamente per mantenere la competitività. Quindi, per unirsi a un'Unione Monetaria era necessario che ogni membro rimanesse competitivo aderendo rigorosamente alla stabilità dei prezzi.

⁵⁹ Fabbrini S., 2015, op.cit. p.24

⁶⁰ Baldwin, R., Wyplosz, C., The Economics of European Integration, McGraw-Hill Education, sesta Edizione, 2019 p. 382

⁶¹ Articolo 282.2 TFUE "Il SEBC è diretto dagli organi decisionali della Banca centrale europea. L'obiettivo principale del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo tale obiettivo, esso sostiene le politiche economiche generali nell'Unione per contribuire alla realizzazione degli obiettivi di quest'ultima.

Uno dei criteri della teoria AVO riguarda l'integrazione commerciale, infatti la competitività è essenziale per rispettare il criterio. Gli altri criteri economici da rispettare obbligatoriamente, tra cui la mobilità del lavoro e l'esistenza di meccanismi di trasferimento, sono stati essenzialmente trascurati⁶². Sono cinque i requisiti macroeconomici per entrare a far parte dell'UEM, i cosiddetti criteri di Maastricht⁶³. Il primo riguarda la stabilità dei prezzi data dalla convergenza dei tassi di inflazione. Il tasso di inflazione di un Paese non deve superare del 1.5% la media dei tre tassi più bassi. Il secondo requisito impone bassi tassi di interesse nominale di lungo periodo, non devono eccedere di più di due punti percentuali la media dei tre paesi a più bassa inflazione, in modo che i Paesi non possano modificare i dati congelando i prezzi dei beni pubblici poco prima di entrare nell'unione. La spiegazione si ritrova nel principio di Fisher⁶⁴, per cui il tasso di interesse nominale equivarrebbe alla somma del tasso di interesse reale e l'inflazione attesa di lungo periodo. Il terzo è quello che stabilisce la stabilità del tasso di cambio. Bisogna essere membri degli Accordi Europei di Cambio (AEC) per almeno due anni senza avere deprezzato la propria moneta, dimostrando così la propria capacità a mantenere il tasso di cambio legato alle valute partner della futura unione monetaria. Il quarto riguarda il deficit di bilancio: anche in questo caso prevalse la visione tedesca, la quale prediligeva la "golden rule", ossia che il deficit pubblico fosse accettabile solo per investimenti, fonte di crescita e che in futuro avrebbero ripagato il pagamento iniziale. Precisamente non doveva superare il 3% del PIL. Infine l'ultimo requisito concerne il debito pubblico. Come nel caso dell'inflazione che può essere elusa, lo stesso vale per i deficit tra spese e tasse, questo quinto requisito è legato alla teoria della sostenibilità del debito. Si scelse di considerare come limite massimo il 60% del PIL, tuttavia, su richiesta del Belgio, che nel 1991 superava il 120%, si scelse di trovare una formula flessibile, facendo intendere che bastava dimostrare di muoversi in direzione del 60%.

La fondazione dell'EMI (European Monetary Institute) all'inizio del 1994 come istituto di transizione segnò la partenza del secondo stadio dell'UEM. La responsabilità per la condotta delle politiche monetarie nell'UE rimase tuttavia sotto l'egida delle autorità nazionali. Le due competenze principali dell'EMI erano: 1) di rafforzare la cooperazione tra banche centrali e il coordinamento delle politiche monetarie; 2) creare le preparazioni necessarie per la fondazione dell'ESCB, per la condotta della politica monetaria unica e per la creazione della moneta unica durante il terzo stadio⁶⁵. Allo stesso tempo, il modello di bozza per l'Eurosistema richiedeva anche che l'EMI portasse avanti il lavoro preparatorio per la struttura regolativa, organizzativa e logistica

⁶² Fabbrini, S., op. cit., p. 24

⁶³ Espresi inizialmente dal combinato disposto degli ex articoli 121, paragrafo 1, 122, paragrafo 2, seconda frase, e 123, paragrafo 5, del TCE, oggi raggruppati nell'art. 140 TFUE.

⁶⁴ Baldwin, R., Wyplosz, C., op. cit., p. 385

⁶⁵ Mongelli, F. P., 2008. "European economic and monetary integration and the optimum currency area theory", in Economic Papers 302, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs. p.15

necessaria per l'ESCB. Inoltre doveva preparare la struttura per la futura relazione monetaria e di tasso di cambio tra l'area euro e gli altri paesi UE. L'EMI si accordò su un piano direttivo che fungesse da strumento per organizzare, monitorare e valutare tutte le attività coinvolte nelle diverse aree, coinvolgendo esperti dell'EMI e delle banche centrali nazionali. Il primo gennaio 1999 il terzo stadio dell'UEM prese piede, tramite l'introduzione dell'euro in undici paesi membri, la creazione dell'Eurosistema e il trasferimento sulla responsabilità della condotta della politica monetaria alla BCE. Allo stesso tempo entrarono in forza, il meccanismo intra-UE dei tassi di cambio (ERM II) e il Patto di Stabilità e Crescita.

2.4 Dal Patto di Stabilità e Crescita al Trattato di Lisbona

Nel 1997 gli stati membri dell'ormai Unione Europea (ex Comunità Europea), decisero di istituire il "Patto di Stabilità e Crescita", che avrebbe avuto la funzione di far rispettare i parametri di Maastricht e la disciplina di bilancio. Venne formalmente costituito da due Regolamenti del Consiglio, il 1466/97 "per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche"⁶⁶ e il 1467/97 "per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della Procedura per i disavanzi eccessivi (PDE)"⁶⁷, e dalla Risoluzione 97/C 236/01 del Consiglio europeo⁶⁸ che contiene gli impegni politici degli Stati membri, della Commissione e del Consiglio. Il Patto trova fondamento direttamente negli artt.121 e 126 del Trattato sul Funzionamento dell'UE (ex artt. 99 e 104 TCE), che precisano il ruolo della sorveglianza multilaterale e il funzionamento della PDE. La PDE rispecchiava chiaramente la visione ordo-liberale tedesca, ossia la "Scuola di Friburgo"⁶⁹. L'ordoliberalismo presuppone che il libero mercato e il laissez faire economico da soli non possano garantire sia la libera concorrenza che un livello minimo di equità e giustizia sociale, pertanto è lo Stato l'ente preposto a creare un ordine di regole che possano soddisfare entrambi gli obiettivi⁷⁰ (per questo motivo nella letteratura delle scienze sociali nell'ambito dell'economia dell'UE si usa spesso il termine "social market economy").

Nonostante fossero identificati chiaramente i parametri legali e macroeconomici su cui il coordinamento tra Stati avrebbe dovuto vegliare, questi ultimi avrebbero avuto

⁶⁶ Regolamento (CE) N. 1466/97 del Consiglio <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A31997R1466>

⁶⁷ Regolamento (CE) N. 1467/97 del Consiglio <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A31997R1467>

⁶⁸ Risoluzione 97/C 236/01 del Consiglio europeo [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:31997Y0802\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:31997Y0802(01))

⁶⁹ Fabbrini, S., op. cit., p. 24

⁷⁰ Ralf Ptak, 2009. "Neoliberalism in Germany: Revisiting the Ordoliberal Foundations of the Social Market Economy", in Philip Mirowski e Dieter Plehwe *The Road From Mont Pèlerin: The Making of The Neoliberal Thought Collective*, Cambridge, MA., Harvard University Press., pp. 124–25,

l'ultima parola su come gestire eventuali violazioni, attraverso le istituzioni di tipo intergovernativo. Questa caratteristica è una delle tante contraddizioni su cui si fonda l'Unione Europea, ed è stata messa maggiormente in risalto durante la crisi dell'eurozona. Infatti, non era stato possibile nessun intervento da parte di istituzioni comunitarie e sovranazionali (come il Parlamento e la Commissione) che potesse obbligare gli Stati a adottare una determinata condotta riformatrice riguardo le proprie politiche economiche. Nel 2003 questo si dimostrò essere un problema, quando Francia e Germania, avendo violato le regole sul deficit pubblico, ricevettero un report della Commissione con cui si chiedeva l'avvio di una PDE ai sensi dell'ex. Art. 104.5 TCE. Il Consiglio decise di non avviare la PDE, nonostante le diverse proteste da parte degli Stati più piccoli. Divenne evidente che il Patto di Stabilità e Crescita non era stato dotato del potere necessario per subordinare la discrezione nazionale⁷¹. In seguito a questa vicenda, nel 2005 la Commissione, dopo aver insistito sul problema, ottenne una revisione del Patto, con l'intento di combinare flessibilità e maggiore chiarezza delle regole. Considerando che i primi anni duemila furono caratterizzati da una crescita piuttosto bassa nell'eurozona, furono innanzitutto ampliate le giustificazioni per il superamento della regola del deficit entro il 3% in rapporto al PIL, in caso di crescita negativa. Allo stesso tempo da quel momento in avanti si sarebbe dovuto prendere in considerazione anche la posizione economica e di bilancio di medio termine, ossia le condizioni congiunturali, la crescita potenziale, gli investimenti nella ricerca e innovazione, nonché i contributi finanziari destinati alla solidarietà internazionale e allo sviluppo del progetto europeo⁷².

Cercando di superare la divisione in pilastri dell'assetto legale europeo, il 1 dicembre 2009 entrò in vigore il Trattato di Lisbona, successivamente ai trattati di Amsterdam del 1997 e di Nizza del 2001. Tuttavia, la doppia tipologia di decision-making, una comunitaria e una intergovernativa, sopravvisse. In questo contesto bisogna notare come a sopravvivere fu anche la centralizzazione della politica monetaria e la decentralizzazione della politica economica. Osservando soprattutto il Consiglio ECOFIN (quella parte del Consiglio dell'UE che riunisce i ministri del tesoro e delle finanze degli Stati membri) si nota come anche il nuovo assetto creato desse preponderanza ai governi, piuttosto che agli enti comunitari. Il ruolo della Commissione rimane però notevole, in quanto è deputata a presentare proposte legislative e monitorare la situazione dei bilanci pubblici, con un'attenzione particolare al debito pubblico. La Commissione deve inoltre adempiere a queste disposizioni valutando il rispetto dei parametri della PDE (a cui Lisbona ha dedicato un Protocollo apposito, il n. 12) e viene autorizzata a presentare al Consiglio un'opinione su un'eventuale deficit

⁷¹ Fabbrini, S., op. cit., p. 25

⁷² Servizio Studi, Camera dei Deputati, XV legislatura.

http://leg15.camera.it/cartellecomuni/leg14/RapportoAttivitaCommissioni/testi/05/05_cap01.htm#:~:text=Nel%202005%20si%20C3%A8%20dunque,%20Unione%20economica%20e%20monetaria

eccessivo o il rischio che possa concretizzarsi⁷³. Tuttavia, sempre secondo l'art. 126, il contributo della Commissione rimane di tipo squisitamente tecnico e non decisionale visto che è sempre il Consiglio l'ultimo a poter decidere eventuali sanzioni.

2.5 La crisi dell'eurozona

Subito dopo il fallimento della Lehman Brothers i leader europei negarono l'esistenza di pericoli per l'economia europea, poiché si riteneva fosse una crisi essenzialmente limitata al settore finanziario statunitense. Tanti politici europei, consapevoli del fatto che il settore bancario europeo era cresciuto in maniera esponenziale, nascosero il fatto che in alcuni casi le passività di alcune banche superavano il PIL del paese in cui avevano sede (caso Fortis-Belgio). Nel giro di pochi giorni dalla bancarotta della Lehman, il 22 settembre 2008, il governo tedesco fu informato della reale situazione della banca tedesca Hypo Real Estate Holding AG (HRE) che nascondeva attività fuori di bilancio. Questa vicenda fu significativa perché rese chiaro il ruolo che ha avuto il rapporto tra economia e politica nella crisi dell'eurozona. Infatti, la Cancelliera Merkel, che decise di salvare la Banca con un accordo misto pubblico privato, dovette fare i conti con l'opinione pubblica tedesca, contraria ad eventuali salvataggi pubblici. Da lì, l'agenda politica nazionale ed europea, venne dettata in parte da sentimenti populistici e dal ciclo elettorale senza sosta tedesco, poiché vi era il timore, nel Governo federale, che la Germania avrebbe pagato in modo più che proporzionale il salvataggio delle banche straniere e per l'incapacità di valutare il vero status del sistema finanziario⁷⁴. Il congelamento del mercato interbancario colpì l'Europa (così come gli USA): molte banche furono costrette a chiudere i propri fondi d'investimento (ad esempio BNP Paribas), altre furono acquistate da gruppi come Fortis, infine alcune furono salvate dai governi nazionali. In questo primo momento della crisi, la BCE, guidata da Jean Claude Trichet, si mise in prima linea fornendo liquidità alle banche tramite il "fixed rate full-allotment"⁷⁵. Trichet in persona, conoscendo il funzionamento dei mercati finanziari e della loro componente psicologica, iniziò a chiedere in maniera assertiva ai governi di trovare una soluzione comune europea, poiché la BCE da sola non aveva i mezzi per agire. Nel settembre 2008, un organo tecnico di Bruxelles, il Financial Services Committee, studiò una risposta comune europea al problema della ricapitalizzazione delle banche. La prima vera proposta venne da parte di funzionari olandesi, i quali presentarono l'idea di un "European Recapitalization Fund" in cui tutti gli Stati Membri avrebbero impegnato sotto forma di garanzia, il proprio 3% del PIL ma ad uso esclusivo

⁷³ Art. 126,5 TFUE "La Commissione, se ritiene che in uno Stato membro esista o possa determinarsi in futuro un disavanzo eccessivo, trasmette un parere allo Stato membro interessato e ne informa il Consiglio"

⁷⁴ Bastasin, C., *Saving Europe. Anatomy of a Dream*, Brooking Institution Press, 2015, pp. 1-22

⁷⁵ *Ibidem*, p. 27

dello Stato in questione. Nell'ottobre 2008 durante la riunione dei Capi di Stato e Governo esclusivamente dell'area euro , ovvero l'Euro summit il piano olandese fu respinto e si decise di proseguire ognuno per la propria strada. I mercati reagirono negativamente agli annunci di tanti pacchetti nazionali di salvataggio e, invece di considerare l'eurozona come un unicum, iniziarono a l'UEM divisa, causando in questo modo un aumento dei premi per i CDS e un aumento degli spread⁷⁶.

Nell'imminenza dello scoppio della crisi del debito sovrano, i paesi dell'eurozona presentavano differenze significative nelle condizioni di finanza pubblica e nel tasso di crescita. All'inizio del 2009 iniziò a prendere forma il circolo vizioso tra problemi di bilancio statali e crisi bancarie. Dato che entrambi i problemi, fiscali e bancari, venivano governati a livello nazionale, e nessuno strumento che unisse risorse europee era ancora stato progettato, gli spread rispettivamente alla Germania della Grecia, Irlanda, Spagna, Portogallo e Italia, iniziarono a divergere. Inizialmente si individuò come fonte di squilibrio il fallimento del PSC nel tenere a bada le finanze pubbliche, e una prima risposta si trovò direttamente nel Trattato di Maastricht: consolidamento fiscale nel breve periodo, regole fiscali più rigide nel medio e riforme strutturali nel lungo. La prima era considerata inevitabile per riguadagnare la fiducia dai mercati finanziari, la seconda per evitare crisi future, mentre la terza avrebbe aumentato la flessibilità nei mercati del lavoro e beni e avrebbe facilitato aggiustamenti dei salari e prezzi. I cosiddetti Paesi core (come la Germania) si connotavano per livelli contenuti del debito pubblico e per un'attività economica più solida, mentre i cosiddetti Paesi PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna), o "periferici", si caratterizzavano per una maggiore vulnerabilità legata a dinamiche non sostenibili del debito pubblico, dovuta all'indebitamento accumulato negli anni, all'incremento incontrollato del deficit e a bassi tassi di crescita del PIL e, non ultimo, agli oneri delle operazioni di salvataggio degli istituti bancari in crisi. Nonostante tali differenze, nel 2010 l'area euro ha beneficiato della ripresa economica che ha interessato le principali economie avanzate, sebbene con ritmi e modalità eterogenei tra paesi e aree geografiche: i tassi di crescita del Pil hanno raggiunto i valori pre-crisi negli Stati Uniti e in Germania, ma si sono mantenuti a livelli significativamente inferiori nel Regno Unito e in molti paesi dell'area euro, tra i quali l'Italia. Il dissesto dei conti pubblici della Grecia, reso noto nell'ottobre 2009, ha segnato, tuttavia, il passaggio a una nuova fase della crisi, quella del debito sovrano, interrompendo la ripresa già incerta. La crisi ha avuto epicentro nei paesi periferici dell'eurozona (Portogallo, Irlanda e Grecia) per poi estendersi nel corso del 2011 a Spagna e Italia. Ma la colpa è da attribuire totalmente ai paesi periferici? Osserviamo.

In realtà è importante notare come il rapporto Debito/PIL in molti Stati Membri in difficoltà era in declino prima del 2008; Irlanda e Spagna, fortemente impattate dalla crisi del debito sovrano, hanno mantenuto surplus per diversi anni e il rapporto era al di

⁷⁶ Ibidem, pp. 39-42

sotto del 60%; Francia e Germania avevano in realtà violato il 3% deficit e il rapporto deb/Pil era sopra il 60%. L'unico paese per cui si può esplicitamente trovare un legame tra un deficit di bilancio e la crisi del debito è la Grecia⁷⁷. Una caratteristica in comune dei paesi periferici erano gli elevati deficit e debiti esteri, enfatizzati dallo stop improvviso del credito. Infatti, l'introduzione della valuta unica, e la relativa scomparsa dell'incertezza data dal tasso di cambio, ha incentivato fortemente la convergenza dei tassi di interesse e incrementato l'attività finanziaria tra paesi. Grandi quantità di flussi finanziari (sottoforma di prestiti bancari) si erano spostati verso la Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna, soprattutto dai Paesi con eccesso di risparmio e bassa domanda di credito nazionale, poiché i primi offrivano maggiori rendimenti.

Tuttavia, i flussi finanziari intensi all'interno dell'area euro non ebbero un effetto di stabilizzazione, bensì scaldarono cicli di espansione insostenibili nei paesi periferici. Guardando al saldo del conto corrente negli anni che vanno dal 1999 al 2008 dei paesi centrali rispetto a quelli periferici, notiamo come i paesi periferici fossero costantemente in deficit, mentre quelli centrali in surplus. Il deterioramento del saldo commerciale dei paesi periferici è direttamente associato con la forte mobilità internazionale dei capitali dopo la creazione dell'UEM. L'adozione della moneta unica eliminò il rischio di deprezzamento delle valute nazionali, ancorando le aspettative inflazionistiche e riducendo i premi di rischio, questo a sua volta ridusse enormemente il costo dei prestiti per i paesi periferici. I tassi di interesse sui prestiti bancari nei paesi periferici anche calarono considerevolmente, il che, nonostante l'ottimismo di consumatori e imprese, causò un innalzamento della domanda di prestiti da parte di famiglie ed aziende. Le banche andarono incontro all'alta domanda di prestiti, chiedendo loro stesse prestiti all'estero. I loro creditori erano spesso banche dei paesi centrali. Inizialmente si credette che gli squilibri nei paesi periferici fossero un fenomeno naturale legato al processo della convergenza reale, e che ciò non avrebbe rappresentato un pericolo per l'euro nel suo insieme. Tuttavia, come abbiamo in parte già visto, dopo lo scoppio della crisi finanziaria globale, divenne chiaro che i grandi squilibri, degli anni precedenti alla crisi, nei paesi periferici, fossero il riflesso del serio surriscaldamento delle loro economie. Gli squilibri macroeconomici che si accumularono nei paesi periferici, come risultato di abbondanti flussi di capitali, aumentarono la vulnerabilità di questi paesi nel caso di shock negativi. Il fatto fondamentale era che il capitale estero ricevuto dai paesi periferici dopo la creazione della UEM, non era stato assorbito da attività produttive. Inoltre, il capitale estero che era giunto in questi paesi era associato a prestiti esteri delle banche, che lo usarono per estendere i prestiti dei consumatori e prestiti d'investimento per l'edilizia. I paesi periferici andarono così incontro ad un cambiamento strutturale, con l'espansione in attività orientate verso il mercato domestico, come l'edilizia e le costruzioni. Come

⁷⁷ Monteverdi, A., Optimum Currency Area theory and EMU: lessons from the euro crisis, CROIE Working papers, 2016, pp. 40-43

risultato in una eccessiva dipendenza dall'influsso di capitali esteri, i paesi periferici erano molto più soggetti al deterioramento delle condizioni di finanziamento, rispetto agli altri paesi europei. Il restringimento graduale delle condizioni di finanziamento e della domanda domestica, nei paesi periferici, iniziò nel 2007, sotto l'influenza di politiche monetarie restrittive della BCE. Una visione che portò alla creazione nel dibattito pubblico europeo delle figure degli innocenti e dei colpevoli, che avrebbero dovuto sobbarcarsi l'intero costo dell'aggiustamento. Il funzionamento del meccanismo che ha alimentato la crisi dell'eurozona viene analizzato nel primo capitolo: si tratta delle amplificazioni degli effetti degli shock asimmetrici. Riprendendo la teoria, è importante avere a mente come in un'unione monetaria alla vendita dei titoli di stato non faccia seguito un deprezzamento della moneta a compensare l'aumento dei tassi di interesse e arrestare il deflusso dei capitali (nel caso dell'eurozona, dai paesi periferici a quelli centrali), pertanto quella che era nata come crisi di liquidità può trasformarsi in crisi di solvibilità. La figura del prestatore di ultima istanza, ruolo che in principio avrebbe dovuto essere affidato alla BCE, è esplicitamente vietato dai Trattati, precisamente dall'articolo 123 TFUE. Una soluzione alternativa, che evitasse eventuali violazioni della normativa europea, fu trovata solo nel 2012 quando la BCE annunciò il varo del programma Outright Monetary Transactions. In generale, durante la crisi gli sforzi compiuti per migliorare la resilienza dell'Unione Europea e dell'Eurozona sono stati incanalati lungo tre direttrici: rafforzare la governance economica, creare una rete di sicurezza per i sovrani sotto pressione e intenti ad attuare riforme strutturali, e migliorare la stabilità finanziaria. Per quanto riguarda il sistema fiscale europeo, quindi il braccio preventivo delle future crisi, esso venne integrato con diversi strumenti. Rientra in questa categoria il semestre europeo, poiché il suo obiettivo sarebbe stato quello di coordinare le politiche economiche degli Stati membri anteriormente alla loro adozione. Inoltre, con l'adozione del c.d. six pack del 2011 e two pack del 2013, venne rafforzato il braccio preventivo e correttivo del Patto di Stabilità e Crescita; venne firmato il Fiscal Compact nel 2012 con regole di bilancio più stringenti, tra cui la famosa golden rule, e meccanismi sanzionatori automatici. Riguardo il supporto ai sovrani, vennero istituiti dei fondi salva-stati per concedere prestiti agli Stati membri impossibilitati a reperire i finanziamenti necessari nei mercati finanziari, tra di essi figurano: lo European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM), lo European Financial Stability Facility (EFSF) e, infine, il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES) che dal giugno 2013 avrebbe rimpiazzato gli strumenti precedenti. È stato determinante anche l'evoluzione avvenuta all'interno della BCE, che ha visto accrescere notevolmente il suo ruolo, nonostante fosse divisa inizialmente tra la consapevolezza della necessità di prendere decisioni forti e immediate per dare segnali ai mercati finanziari in subbuglio, e l'altrettanto importante impegno di mantenere l'indipendenza dalle pressioni politiche esterne. Sfidando i giudici della Corte costituzionale tedesca e gli economisti tedeschi contrari all'intervento della Banca di Francoforte sui mercati dei

titoli secondari, la BCE a guida Trichet nel 2010 avviò il primo programma di acquisto, il Securities Markets Programma (SPM), seguito dal LTRO nel 2011. A partire dal 2014 si manifestarono i primi segnali di moderata ripresa, ma al contempo il rischio di cadere in deflazione o nella “stagnazione secolare” finì al centro del dibattito economico. Solo nel 2017 alcuni parametri macroeconomici dell’Area euro tornarono a valori pre-2008, tuttavia, fu altrettanto chiaro che i ritmi di crescita, soprattutto in alcuni Paesi, erano troppo bassi e che permanevano numerose divergenze in termini macroeconomici. Nei momenti più acuti della crisi il ruolo della BCE si era rivelato fondamentale nel calmare i mercati internazionali e alleggerire di conseguenza il peso del debito gli Stati membri in difficoltà. Ma non solo. La BCE è stata altrettanto importante per rispondere al rischio deflattivo di cui sopra e nel tentare di far emergere l’UEM dalla bassa crescita – per farlo, ha dovuto reinventarsi. La politica monetaria convenzionale si rivelò limitata quando i tassi di interesse furono portati in prossimità dello zero; fu necessario, quindi, adottare strumenti di politica monetaria c.d. non convenzionali, quali le forward guidance, nonché l’avvio di diversi programmi di acquisto massicci di titoli di stato e privati (TLTRO, TLTRO II). Il vero punto di svolta fu l’avvio, nel gennaio 2015, del Quantitative Easing (QE), un programma di operazioni di mercato aperto con l’intento di incrementare la liquidità nel sistema bancario, battere la prospettiva deflazionistica, ma anche per migliorare le condizioni di credito e stabilizzare i mercati.

Capitolo 3- L'importanza della teoria AVO nell'Unione Economica e Monetaria

3.1 Introduzione

Quando i leader della Comunità Europea discutevano sulla possibilità di istituire un'unione monetaria, le loro argomentazioni avevano principalmente natura politica, certamente però accompagnarono queste motivazioni politiche al desiderio di usare i vantaggi economici di una valuta comune. L'obiettivo nel creare un'unione monetaria era quello di eliminare le incertezze causate dagli spostamenti dei tassi di interesse nominali e sfruttare il pieno potenziale del Mercato Unico. Il fatto però, che diversi stati membri non fossero pienamente pronti a unirsi ad un'unione monetaria, secondo la teoria delle aree valutarie ottimali, non pose preoccupazioni tra i leader Europei del tempo (forse rassicurati dal concetto dell'endogeneità della teoria AVO emerso proprio in quel periodo). Considerando però la crisi che colpì l'UEM nel 2010, pare evidente che l'assetto originale dell'UEM avesse delle debolezze.

3.2 L'Unione Economica e Monetaria e i criteri AVO

In linea di principio la Teoria AVO ci dovrebbe dire se ha avuto senso costituire un'unione monetaria in Europa. Come già discusso in precedenza, è improbabile che la risposta possa essere definitiva e chiara. I benefici e sono difficili da quantificare, e così sono anche i criteri, i quali potrebbero essere soddisfatti solo in parte. Guardando ai criteri della teoria Avo cercheremo nel prossimo paragrafo (iniziando a dare delle pre-risposte già in questo) di dare un senso a questo intricato dibattito.

3.2.1 Mobilità del lavoro

Un'approccio naturale per verificare la mobilità del lavoro nell'UEM è quello di confrontarlo con aree valutarie "pressoché" ottimali già esistenti come gli USA. La fig. 3.1 ci mostra che la mobilità tra gli stati è considerevolmente più bassa in Europa che negli Stati Uniti. La migrazione infatti presuppone dei costi sia economici che culturali e sociali che sono difficili da affrontare. Un aspetto ancora più interessante però è la limitata mobilità tra regioni dello stesso stato in Europa⁷⁸. Questi dati, da un lato, indicano una forte presenza di ostacoli alla mobilità del lavoro in Europa, e una

⁷⁸ Baldwin, R., Wyplosz, C., op. cit., p. 355

manca di motivazione dall'altro⁷⁹. Tra le barriere principali alla mobilità tra stati membri troviamo differenze linguistiche e culturali, vincoli legali. Negli anni novanta quando l'UEM era in fase di creazione, trovavamo ostacoli quali controlli ai confini e valute nazionali diverse (prima dell'implementazione dell'Accordo Schengen e dell'euro). L'esistenza di questi vincoli spiega solo in parte la differenza tra gli Stati Uniti e l'UE, un'altra ragione risiede nel fatto che la società americana è tradizionalmente molto mobile, mentre gli europei sono tradizionalmente ancorati a località specifiche e ciò impatta sul comportamento della popolazione. Concludendo, l'UEM è lontana dal soddisfare il criterio della mobilità. Un'importante conseguenza di ciò è che tra gli stati dell'area euro quando accadono shock asimmetrici, quelli che hanno perso competitività reagiscono con alta disoccupazione. Come è possibile osservare dalla fig. 3.2, la migrazione gioca un ruolo minore in Europa rispetto agli USA quando avvengono shock asimmetrici.

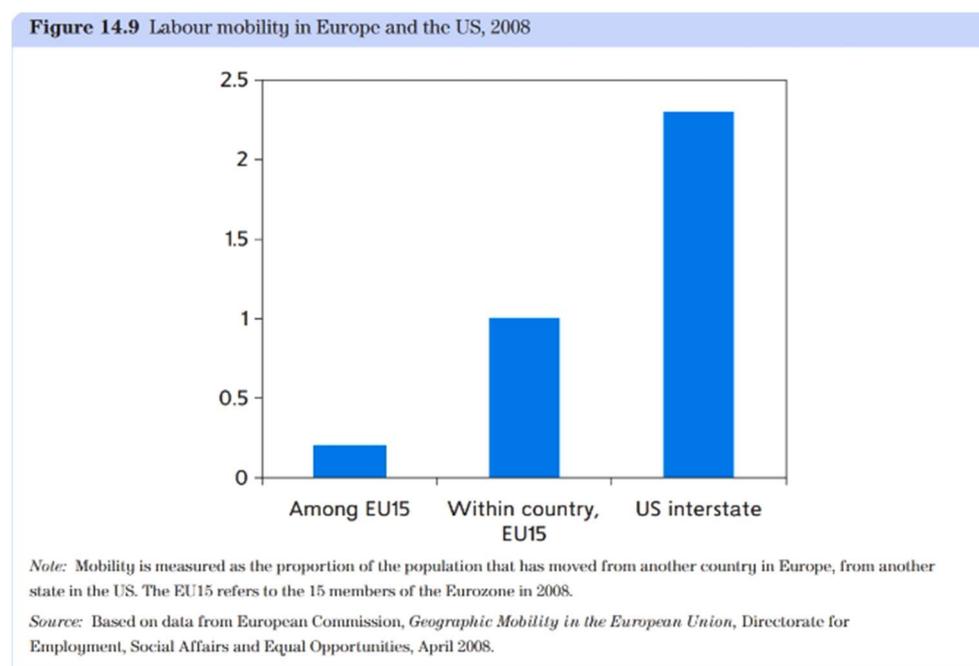


fig. 3.1 fonte: Baldwin, R., Wyplosz, C., *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill Education, sesta Edizione, 2019

⁷⁹ Deskar-Skribic M., Kotarac K., Kunovac D., 2020. "The third round of euro area enlargement: are the candidates ready?". *Journal of International Money and Finance* 107 (2020) p.8

Figure 14.10 Labour market responses

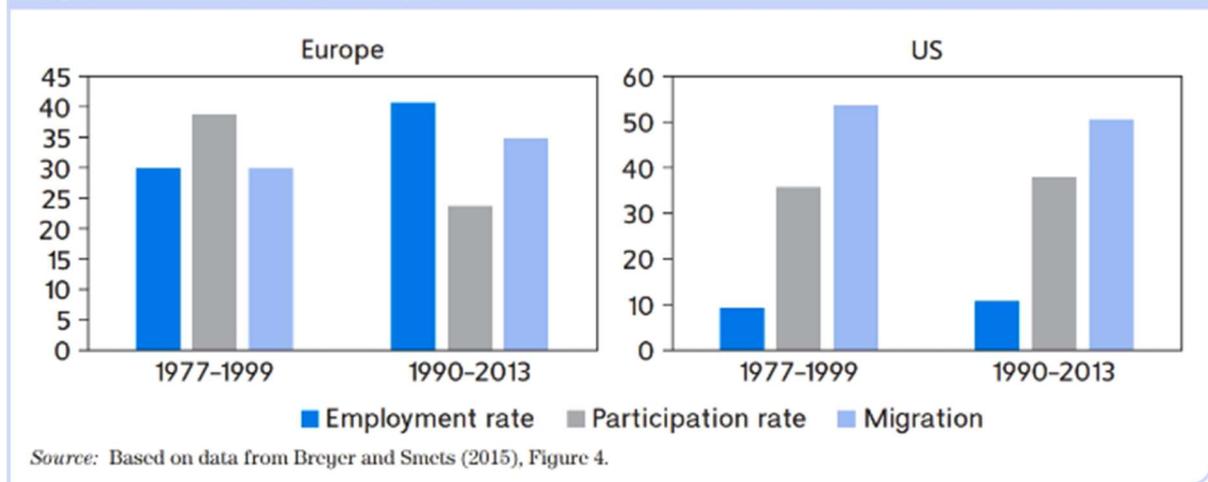
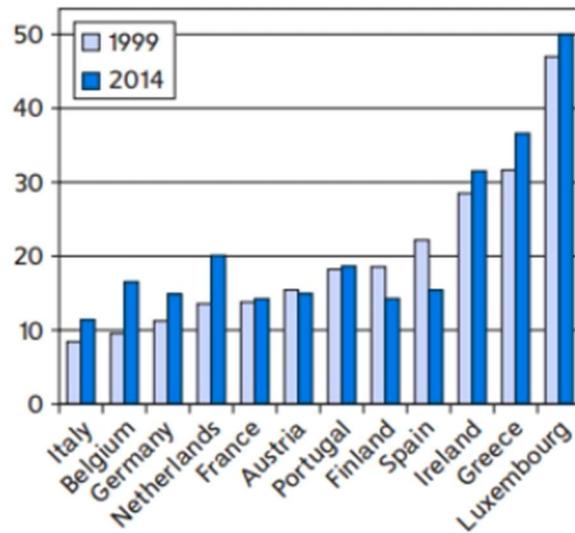


fig. 3.2 fonte: Baldwin, R., Wyplosz, C., The Economics of European Integration, McGraw-Hill Education, sesta Edizione, 2019

3.2.2 Diversificazione e “trade specialization”

Il criterio di Kenen si basa sull’idea che shock asimmetrici siano meno probabili tra paesi che condividono simili pattern di produzione e il cui commercio sia diversificato. La fig.3.3 presenta un indice di specializzazione per i membri iniziali dell’unione monetaria europea. L’indice guarda, per ogni paese, a come la distribuzione di settori economici si diversifichi dalla distribuzione media dell’Eurozona. Sono dieci i settori presi in considerazione. La figura mostra che, quando fu creato l’euro nel 1999, alcuni paesi, come l’Italia e il Belgio, fossero vicini alla media dell’Eurozona; mentre il Lussemburgo (nel quale è dominante il settore finanziario) e la Grecia (dove l’attività maggiore è il turismo) fossero entrambi non portati a soddisfare il criterio formulato da Kenen.

Figure 14.11 Specialization index



Note: The index measures the difference between individual countries' economic structures and the monetary union average.

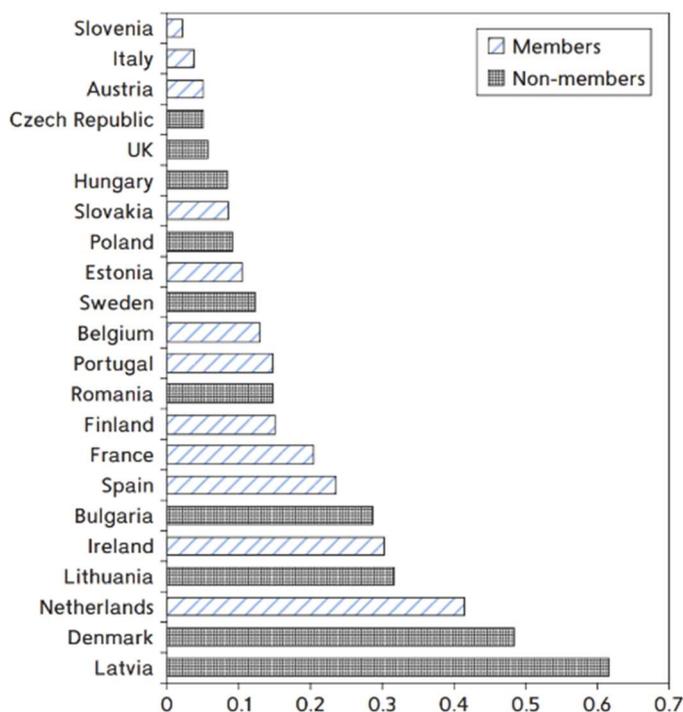
Source: Based on data from Mongelli et al. (2016).

fig.3.3 fonte: Baldwin, R., Wyplosz, C., The Economics of European Integration, McGraw-Hill Education, sesta Edizione, 2019

3.2.3 Il grado d'apertura dell'economia

L'apertura economica, che potrebbe ridurre l'utilità di un tasso di cambio indipendente, viene solitamente definita come la percentuale di attività economica devota al commercio internazionale. Il rapporto delle esportazioni sul PIL misura la proporzione di prodotto domestico che viene esportato. Il rapporto delle importazioni sul PIL misura la proporzione di spesa domestica che ricade nelle importazioni. L'indice di apertura presentato nella fig. 3.4 riassume entrambi (e questo spiega perché può arrivare al 200%). La maggior parte dei paesi dell'area euro sono molto aperti, in particolare quelli piccoli (in termini di economia), il che spiega anche perché i paesi più piccoli in Europa siano stati anche quelli più favorevoli all'Unione monetaria. Dunque per quanto riguarda il criterio di McKinnon, i paesi membri dell'UE sono qualificati ad aderire ad un'unione monetaria.

Figure 14.12 Openness to trade



Note: The index is the ratio of the sum of exports and imports to GDP. It may exceed 200% as some imports are re-exported and therefore double-counted. Luxembourg (433%) and Malta (240%) are excluded.

Source: Based on data from AMECO, European Commission.

fig. 3,4 fonte: Baldwin, R., Wyplosz, C., The Economics of European Integration, McGraw-Hill Education, sesta Edizione, 2019

3.2.4 Integrazione Fiscale

Il criterio dell'integrazione fiscale non è raggiunto da parte dei paesi dell'area euro "originale" (quelli già membri nel 1999). Generalmente, l'esistenza di meccanismi fiscali di protezione che sottintendono un certo grado di condivisione del rischio, sia a livello nazionale che a livello di unione monetaria, consentono di livellare la domanda nel caso di shock negativi, il che a sua volta permette di proteggere altri membri dell'unione monetaria da effetti negativi di spillover⁸⁰. A differenza con gli USA (che consideriamo un'AVO riuscita) nell'area euro non vi è un sistema di trasferimenti fiscali inteso ad aiutare regioni o paesi dell'unione monetaria colpiti negativamente da shock macroeconomici. Mentre i membri dell'UE hanno a disposizione un budget comune, è comunque relativamente piccolo e mancante di strumenti di assistenza di breve periodo nel caso di una recessione. Il budget comune rappresenta circa poco più dell'1% del PIL europeo e veniva usato solo per tre funzioni: le spese operative della Commissione, la Politica Agricola Comune e i Fondi Strutturali che supportano le regioni più povere a prescindere, al di là dell'esistenza di shock negativi. Inoltre, la

⁸⁰ Allard, C., P. L. Brooks, J. C. Bluedorn, F. Bornhorst, K. Christopherson, F. Ohnsorge, and T. Poghosyan (2013): Toward a Fiscal Union for the Euro Area, IMF Staff Discussion Notes, No. 13/09, International Monetary Fund, Washington, DC

legislazione dell'UE proibisce esplicitamente ai membri e all'unione stessa di assumere il debito di altri membri (no bail out provision). Tuttavia, la recente esperienza negativa della crisi finanziaria rivelò che la restrizione non è credibile, visto che nel caso di shock asimmetrici il peso della crisi sarebbe da essere condiviso da tutti i membri, se l'unione monetaria vuole essere preservata. Per questo motivo i paesi membri dell'area euro presero su di sé implicitamente il peso dell'aggiustamento fiscale nei paesi membri periferici dopo l'evolversi della crisi del debito, nonostante il mutuo finanziamento fosse formalmente proibito. Per fare un esempio, nonostante la presa visione di questi argomenti nel secondo capitolo, nella prima metà del 2010 i paesi membri assicurano alla Grecia fondi sostanziali nella forma di prestiti bilaterali per finanziare il proprio programma di aggiustamento macroeconomico. Poco tempo dopo furono istituiti formalmente fondi di crisi; prima come due fondi temporanei e poi come fondo permanente, ovvero il MES (meccanismo europeo di stabilità). Tutti i paesi membri dell'area euro sono azionisti del MES e quindi obbligati a finanziare il suo capitale ed estendere delle garanzie che assicurino il più alto rating di credito per il MES⁸¹. I piazzamenti del MES sono concessi a tassi d'interesse bassi e hanno una maturazione molto più lunga rispetto ai prestiti del FMI, il che fornisce risparmi di budget considerevoli per i paesi beneficiari. Tuttavia, bisogna sottolineare che il MES non è stato disegnato per essere un sistema di trasferimenti fiscali perennemente a disposizione degli stati. Il MES era stato pensato per fornire supporto solo nel caso di profonde crisi economiche e finanziarie, dove il trasferimento dei fondi sarebbe dipeso da una consistente implementazione di programmi d'aggiustamento macroeconomici e/o da programmi di ristrutturazione del settore finanziario. In tempi recenti abbiamo visto un evolversi verso un "qualcosa" che possa ricordare un sistema di trasferimento fiscale ma che non lo è pienamente. Per esempio, la crisi pandemica di Covid-19 ha portato alla creazione del Recovery Fund (dal valore di 750 miliardi di euro), che ha la funzione di ridistribuire denaro dai paesi meno bisognosi a quelli più bisognosi. Possiamo concludere dicendo che nell'area euro si potrebbe affermare l'esistenza di una forte integrazione fiscale, solo se fosse istituita una funzione di stabilizzazione macroeconomica per i paesi membri, sotto la forma di un programma comune di aiuti diretti contro la disoccupazione, un programma comune di protezione degli investimenti e un fondo d'emergenza comune⁸².

3.2.5 Integrazione del commercio

Il criterio dell'integrazione del commercio suggerisce che vi sia un forte argomento economico a favore dell'esistenza di un'unione monetaria dei paesi

⁸¹ <https://www.esm.europa.eu/publications/safeguarding-euro>

⁸² Beblavý, M., G. Marconi, and I. Maselli (2015): A European Unemployment Benefit Scheme – the Rationale and the Challenges Ahead, Publications Office of the European Union, Luxembourg.

europei. In particolare, il volume del commercio estero tra gli stati dell'UEM a 12 paesi membri (1999) è molto alto, il che, secondo la teoria AVO, è un forte incentivo alla creazione di un'unione monetaria e un importante fattore per la sua efficienza. Nell'anno dell'istituzione dell'UEM, per la maggior parte dei 12 paesi membri, il commercio con il resto dell'unione monetaria contava più della metà del commercio totale di beni. Il volume del commercio tra i 12 paesi membri originari, contato come percentuale del commercio totale in beni, era ormai sceso nel 2016. Questo fu in parte dovuto al rafforzarsi del commercio con i nuovi membri dell'UE, ma si può lo stesso ribadire che nell'insieme il commercio tra i paesi dell'UEM sia ancora alto. Si osservi la fig.3.5

	1999		2016	
	Share in total trade (%)	Share in GDP (%)	Share in total trade (%)	Share in GDP (%)
Luxembourg	77.3	70.3	73.1	51.0
Portugal	68.8	34.7	64.9	39.8
Austria	62.5	39.5	52.5	43.2
Belgium	61.0	77.8	54.0	92.1
Spain	59.4	22.4	48.7	24.1
Netherlands	53.3	51.5	45.3	64.7
Greece	53.1	13.7	35.2	13.9
France	52.7	22.4	51.4	22.4
Italy	51.0	18.6	40.9	19.6
Germany	43.3	19.7	38.0	26.3
Finland	35.7	19.7	36.4	18.8
Ireland	31.7	38.3	33.8	23.4

Sources: IMF and authors' calculations.

fig. 3.5 fonte: Brkić M. and Šabić A., 2018. "Is the Euro the Optimum Currency for Croatia: An Assessment Using the Optimum Currency Area Theory". Croatian National Bank, Surveys S-30. Zagreb.

3.2.6 Integrazione finanziaria e politica

Il criterio dell'integrazione finanziaria è sufficientemente soddisfatto, purtroppo però questo tipo di integrazione ha condotto a disequilibri macroeconomici notevoli. Guardando ai primi anni dell'UEM a 12, l'istituzione dell'UEM incoraggiò l'integrazione finanziaria tra i paesi membri, soprattutto per quanto riguarda i mercati

monetari e i mercati del debito governativo, dove i rendimenti conversero completamente subito dopo la formazione dell'area euro⁸³. Tuttavia, i flussi finanziari intensivi all'interno dell'area euro non ebbero un effetto di stabilizzazione, bensì infiammarono cicli di espansione insostenibili in alcuni paesi membri. La fig. 3.6 mostra le dinamiche del saldo del conto corrente dei cosiddetti "core countries"⁸⁴ relativamente alle dinamiche di saldo dei paesi membri "periferici"⁸⁵. Nel periodo 1999-2008, è evidente che i paesi periferici registrarono costantemente deficit, mentre i "core countries" registrarono costantemente dei surplus. Il deterioramento del conto corrente dei paesi periferici è direttamente legato con l'aumento di flussi di capitali internazionali, dopo la creazione dell'UEM. Infatti, la creazione della moneta unica eliminò il rischio di deprezzamento delle valute nazionali, ancorò le aspettative sull'inflazione e ridusse considerevolmente i premi sui rischi sovrani. Questo insieme di fattori condusse alla riduzione dei costi di prestiti per i paesi periferici⁸⁶. Anche i tassi di interesse sui prestiti bancari nei paesi periferici scesero molto, il che, nonostante un grande ottimismo dei consumatori e delle imprese, causò una crescita della domanda di prestiti da parte di famiglie e aziende. Le banche dei paesi periferici andarono incontro alla grande domanda di prestiti, prendendo loro stesse a prestito dall'estero, specialmente da banche dei "core countries", come Germania, Francia e Paesi Bassi⁸⁷. Inizialmente si credeva che gli squilibri nei paesi periferici fossero un fenomeno naturale associato al processo della convergenza reale e che non rappresentassero rischi per l'area euro nel suo insieme⁸⁸. Tuttavia, dopo l'avvento della crisi finanziaria globale, divenne chiaro che i grandi squilibri in quei paesi periferici fossero il riflesso del surriscaldamento delle loro economie. Anche per questo motivo vennero colpiti dalla crisi con molta violenza⁸⁹. Gli squilibri macroeconomici che si sono accumulati in quegli anni nei paesi meno centrali, come risultato di abbondanti flussi di capitali, hanno aumentato la vulnerabilità di quelle economie nel caso di shock negativi sulla domanda. Questo è il risultato di un semplice fatto: dopo l'istituzione dell'UEM, i capitali esteri ricevuti dai paesi periferici non sono stati assorbiti da attività produttive. Come visto nel capitolo precedente, quei capitali sono stati usati nell'edilizia e nel mercato immobiliare, e in parte nel commercio (fig. 3.7).L'eccessiva dipendenza dai capitali

⁸³ De Grauwe, P., and F. P. Mongelli (2005): Endogeneities of Optimum Currency Areas. What Brings Countries Sharing a Single Currency Closer Together?, ECB Working Papers, No. 468, European Central Bank, Frankfurt.

⁸⁴ Germania, Francia, Belgio, Paesi Bassi, Austria e Lussemburgo

⁸⁵ Grecia, Irlanda, Spagna e Portogallo

⁸⁶ Ignazio Angeloni and Michael Ehrmann (2007) "Euro Area Inflation Differentials," The B.E. Journal of Macroeconomics : Vo l. 7 Iss.1 (Topics), Article 24

⁸⁷ Hale G. and Obstfeld M., (2014). "The Euro and the Geography of International Debt Flows" FEDERAL RESERVE BANK OF SAN FRANCISCO-WORKING PAPER SERIES. Working Paper 2014-10

⁸⁸ Ca'Zorzi, M., and M. Rubaszek (2008): On the Empirical Evidence of the Intertemporal Current Account Model for the Euro Area Countries, ECB Working Papers, No. 895, European Central Bank, Frankfurt.

⁸⁹ Wyplosz, C. (2013): The Eurozone Crisis and the Competitiveness Legend, Asian Economic Papers, Volume 12(3), pp. 63 – 81.

esteri e una robusta domanda interna rese i paesi periferici vulnerabili al deterioramento delle condizioni finanziarie, molto più che negli altri paesi UEM⁹⁰.

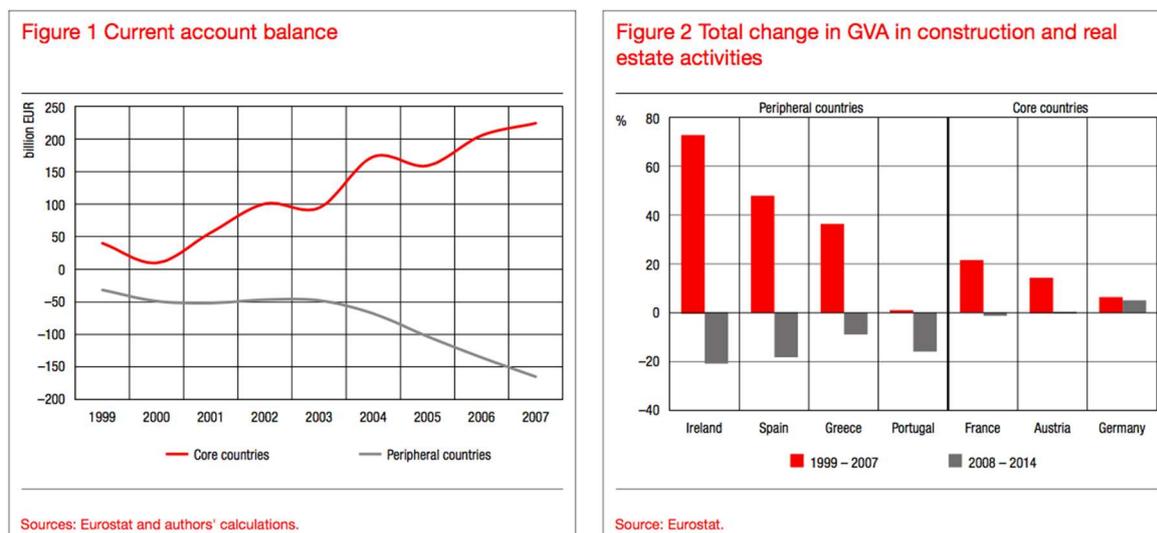


Fig. 3.6 (a sinistra) e fig. 3.7 (a destra) fonte: Brkić M. and Šabić A., 2018. “Is the Euro the Optimum Currency for Croatia: An Assessment Using the Optimum Currency Area Theory”. Croatian National Bank, Surveys S-30. Zagreb.

La crescita non controllata dei disequilibri nei paesi periferici, potrebbe in parte essere attribuita anche al fatto che i paesi dell'area euro fallirono nel raggiungere un livello soddisfacente di integrazione politica, soprattutto per quanto riguarda la preparazione a implementare regole comuni e trasferire poteri ulteriori alle autorità sovranazionali. In particolare, nonostante l'abbandono della politica monetaria sovrana e della moneta sovrana, i paesi membri mantennero l'autonomia delle politiche fiscali e delle politiche strutturali (e questa è stata una grossa mancanza). Infatti dovremmo notare come in alcuni paesi il feedback negativo tra banche e finanza pubblica, non fosse stato il risultato delle agitazioni nel settore bancario, bensì derivò da squilibri fiscali. In paesi come Grecia, Portogallo e Italia, il problema della liquidità delle banche era il frutto dell'enorme aumento del premio del rischio, causato a sua volta dalla veloce accumulazione di debito pubblico e condizioni macroeconomiche generalmente deboli. Possiamo quindi affermare che l'assenza di un meccanismo protettivo atto a limitare l'interazione negativa tra il saldo delle banche e il governo non rispecchia l'idea di integrazione finanziaria e politica posta dalla teoria AVO. Un motivo in più per determinare che l'UEM a 12 non fosse un'area valutaria ottimale.

⁹⁰ per un'analisi più approfondita di queste tematiche si rimanda al capitolo 2

3.3 L'UEM non è (ancora) un'area valutaria ottimale

Al netto dell'analisi fatta nel paragrafo precedente, la maggiorparte dei paesi dell'Eurozona performano bene nel grado di apertura e nella diversificazione, mentre sono deboli per quanto riguarda la mobilità del lavoro. L'UEM fallisce nell'unione fiscale, rendendola un'unione monetaria incompleta e rimane poco chiaro il verdetto sull'unione politica. Queste performance possono essere interpretate in due modi. Primo, la moneta unica rimane controversa, né i sostenitori né gli oppositori sono riusciti a portare argomentazioni conclusive e finali. Un'unione monetaria porta con sé costi e benefici, nessuno dei quali possono essere misurati fino in fondo né comparati. I criteri AVO sono di per sé inconcludenti (come abbiamo visto nel primo capitolo). Non è probabile che siano definitivamente soddisfatti o definitivamente non raggiunti. Alla fine, il caso economico rimane indeciso e la decisione di creare un'unione monetaria è rimasta al giudizio di considerazioni politiche⁹¹.

Secondo, il raggiungimento parziale dei criteri AVO sottintende che, data la decisione di creare l'unione monetaria lo stesso, dei costi saranno da sostenere di tempo in tempo (e questo è chiaramente già avvenuto e probabilmente avverrà di nuovo)⁹². La teoria AVO identifica questi costi e suggerisce due conclusioni: 1) il costo avrà i suoi effetti maggiori sul mercato del lavoro, a causa della combinazione di rigidità dei salari e bassa mobilità; 2) I trasferimenti fiscali devono essere organizzati. La letteratura suggerisce, probabilmente a ragione, che la crisi del debito sovrano rappresenti la prova che l'UEM non rappresenti un'AVO. Alcuni suggeriscono invece che la crisi ci ha ricordato che gli shock asimmetrici semplicemente avvengono e che possono essere dolorosi per la società. Questo è il "destino" di ogni grande unione monetaria⁹³. La nostra conclusione però non finisce qui, non saremo in grado di dare una risposta chiara, così come non l'ha data la letteratura rilevante, quello che la letteratura invece suggerisce è che risposte diverse possono essere date partendo da punti di vista diversi. Vogliamo ora osservare questi punti di partenza.

Per quanto riguarda alcuni paesi con un notevole grado di apertura rispetto agli altri partner dell'UE, è probabile che l'analisi costi benefici evidenzia l'esistenza di benefici netti positivi prodotti dall'adesione. Questo vale per il Benelux, Austria, Irlanda e per i nuovi paesi membri dell'UE: la Repubblica Ceca, la Slovacchia, l'Estonia, l'Ungheria, la Slovenia e come vedremo nel prossimo capitolo, la Croazia, la Bulgaria e la Romania. Tutti questi paesi hanno la caratteristica di essere piccole economie aperte, la cui politica monetaria, anche se fosse rimasta sovrana, non avrebbe avuto efficacia data la sincronizzazione di queste economie con i cicli economici di economie con grandi banche centrali. Sorprendentemente i paesi con l'accesso più recente sono tanto integrati

⁹¹ Baldwin, R., Wyplosz, C., op. cit., p.360

⁹² ibidem

⁹³ ibidem

quanto i paesi originari. Inoltre tre paesi, Regno Unito, Cipro e Grecia risultano meno integrati rispetto a questi nuovi membri (non ci sorprende allora il fenomeno della Brexit). Vi sono però altri importanti parametri da considerare nell'analisi, come ad esempio la flessibilità e il grado di asimmetria degli shock. Inoltre anche il grado di completezza dell'unione monetaria è importante, e come abbiamo visto l'eurozona è un'unione monetaria incompleta, mancando di un'unione fiscale e politica (questo rappresenta, assieme alla mobilità del lavoro, una grande differenza con gli Stati Uniti). Alcuni paesi poi, che hanno una bassa quota di scambi commerciali, potrebbero nondimeno reputare vantaggiosa l'adesione ad un'unione monetaria. Come vedremo all'interno di questo paragrafo, nel caso dell'UEM alcuni paesi hanno deciso di aderire per scopi politici e non puramente economici. Per esempio, in materia di credibilità nei mercati finanziari, paesi che hanno tradizionalmente un'inflazione che tende a crescere, come Grecia e Italia, potrebbero aver deciso che è nel loro interesse far parte dell'UEM nonostante, il basso volume di scambi con l'estero⁹⁴.

Nello stabilire se un'unione monetaria sia desiderabile per un determinato paese occorre tenere conto non solo del grado di flessibilità del mercato del lavoro, ma anche della misura e della frequenza degli shock asimmetrici cui è esposto. Ciò significa che i paesi che subiscono shock da domanda e da offerta molto differenti, date le diverse strutture industriali, troveranno più costoso formare un'unione monetaria. Ora si analizza la relazione che esiste tra flessibilità e shock asimmetrici in un'unione monetaria. Si osservi la fig.3.8.

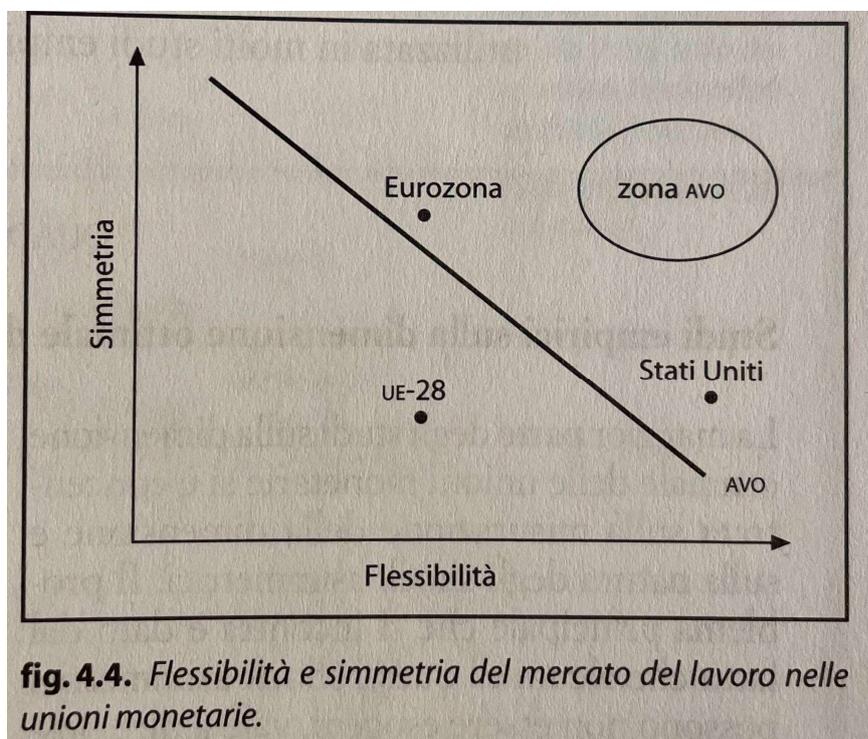


fig. 4.4. Flessibilità e simmetria del mercato del lavoro nelle unioni monetarie.

⁹⁴ De Grauwe P, 2018, op. cit. p.100

Sull’asse delle ordinate troviamo il grado di simmetria tra i paesi candidati ad un’ unione monetaria (dove la simmetria indica la correlazione fra i tassi di crescita del prodotto e l’occupazione). Salendo l’asse delle ordinate la simmetria aumenta, diminuendo la probabilità di shock asimmetrici. In ascissa troviamo la flessibilità, misurata secondo la flessibilità dei salari e dalla mobilità internazionale del lavoro. L’idea di fondo che ci insegna la teoria AVO è che un paese caratterizzato da poca simmetria deve compensare con molta flessibilità nel caso voglia far parte di un’unione monetaria. La relazione tra simmetria e flessibilità è data dalla retta pendente negativamente denominata AVO. Questa retta rappresenta la combinazione minima necessaria di flessibilità e simmetria che un paese deve avere affinché l’adesione all’unione monetaria dia più vantaggi che costi. I paesi a sinistra della retta hanno più costi che benefici e dunque non formano un AVO e farebbero meglio a stare fuori dall’unione monetaria⁹⁵. Al contrario, i paesi a destra della retta hanno benefici netti e formano un AVO, potranno quindi fronteggiare shock asimmetrici senza costi di aggiustamento onerosi.

Tralasciando per un attimo l’UEM consideriamo l’UE nella sua interezza. Durante gli anni novanta la letteratura ha usato lo schema sopradescritto per giudicare se l’UE a 15 paesi (allora) fosse un AVO. Quasi tutti questi studi empirici⁹⁶ sono concordi nel dire che l’UE-15 non è un AVO⁹⁷, un’opposizione a questo verdetto è arrivata dall’ormai noto Report “One Money, One Market” del 1990 della Commissione Europea, è chiaro che all’interno della Commissione ha prevalso la motivazione politica di voler creare un’unione monetaria, scavalcando l’evidenza empirica. Nei primi anni duemila sono stati condotti degli studi empirici che cercano di capire se l’UE-25 (dunque prima del 2007) fosse diventata un’AVO. Anche queste analisi empiriche hanno dato prova che l’UE-25 non fosse un’AVO⁹⁸. Non sorprende allora che De Grauwe abbia posto l’UE-28 nel lato della zona non-AVO nel grafico (fig.3.) Torniamo allora all’UEM, pur essendo d’accordo che l’UE-28 non possa assolutamente rappresentare un’AVO, una parte della letteratura si interroga se esista un sottoinsieme di paesi dell’UE che possano effettivamente rappresentare un’AVO (e che questo sottoinsieme coincida proprio con l’eurozona?). Già alcuni degli studi empirici degli anni novanta erano concordi nel trovare un’area valutaria ottimale nel seguente sottoinsieme di paesi: Germania,

⁹⁵ *ivi*, p.102

⁹⁶ si ricordi che gli anni novanta hanno rappresentato la quarta fase della teoria AVO, caratterizzata da studi empirici, piuttosto che da saggi teorici.

⁹⁷ Tra molti di questi empirici, facciamo specialmente riferimento a:

Bayoumi T. e Eichengreen B.J., (1993). “Shocking aspects of European Monetary Integration” in Torres e Giavazzi (1993, p.193-235)

De Grauwe P. e Heens H., (1993). “Real Exchange Rate Variability in Monetary Unions”, in “Recherches Economiques de Louvain”, 59(1-2), pp.105-117.

⁹⁸ Korhonen I. e Fidrmuc J., (2001). “Similarity of Supply and Demand Shocks between the Euro Area and the accession countries”, in “Focus on Transition”, n.2 pp.26-42

Benelux, Austria e Francia. Un'area coincidente circa con i "core countries" e in senso lato con l'europa occidentale, ben lontana dall'odierna eurozona. Altri lavori invece trovano un sottoinsieme che si avvicina di più all'eurozona (quindi all'UEM)⁹⁹.

Una certa idea si è costruita nella letteratura, ma anche all'interno di dibattiti politici europei, soprattutto durante momenti di tensione, come nella crisi generale 2008-2012. L'idea, verte sull'antagonismo centro-periferia e porta alcuni a concludere che esistano due AVO diverse in Europa, una dei "core countries" e una dei paesi periferici. Ora argomentiamo meglio questo aspetto. I criteri della teoria AVO possono essere applicati ad un gruppo di paesi per osservare se un'unione monetaria più piccola possa essere possibile. Seguendo questa logica, alcuni autori hanno suggerito che l'UEM-12 possa essere divisa in due unioni monetarie, una centrale (Austria, Belgio, Francia, Germania, Finlandia, Paesi Bassi, e Lussemburgo) e una periferica (Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna). Spesso descritta anche come unioni del nord e del sud¹⁰⁰. Questa idea è legata a diverse osservazioni della teoria AVO. I cicli economici sono più sincronizzati all'interno dei paesi centrali (o del nord) rispetto che tra i centrali e i periferici (o del sud). Questo vuole dire che all'interno dei paesi centrali ci sono meno, e in misura minore, shock asimmetrici, il che renderebbe minore il costo d'appartenenza ad un'unione monetaria "del nord". Queste asimmetrie, sono a loro volta legate ai mercati del lavoro e alla tradizione di fare affidamento sugli aggiustamenti dei tassi di cambio quando si ha a che fare con superamenti dei costi o del budget. L'affidamento sull'aggiustamento dei tassi di cambio viene usato anche nel caso di spostamenti di capitali, e per la disciplina fiscale, che ha poi condotto alla crisi dei debiti sovrani. Come abbiamo visto, quella crisi aveva portato a profondi disaccordi tra i governi, mettendo in luce visioni differenti sulle risposte di policy desiderate. Dunque si creò, all'interno dei dibattiti su quale fosse la risposta politica corretta, una visione del "nord" e una visione del "sud". Suggerimenti di far uscire forzatamente la Grecia dall'eurozona indicarono che alcuni paesi del "nord" non vedevano (e forse non vedono) il loro "destino" legato agli eventi del "sud". Tornando alla nostra indagine sull'UEM, quella esistente, molti autori hanno rigettato immediatamente l'idea di una divisione¹⁰¹. Questi autori, contrari all'idea centro-periferia, hanno cercato di dimostrare che nella maggioranza dei paesi UE, le politiche monetarie non hanno la capacità di modificare le variabili reali, quali il livello del prodotto e dell'occupazione. Così anche se i paesi dell'UE sono investiti da shock asimmetrici, i loro strumenti di politica monetaria nazionale non possono essere utilizzati per fronteggiarli efficacemente. Di conseguenza, la perdita di sovranità su questi strumenti di politica economica non

⁹⁹ Boeri T. e Garibaldi P. (2006). "Are Labour Markets in the New Member States Sufficiently Flexible for EMU?", in "Journal for Banking and Finance", 30(5), pp.1393-1407

¹⁰⁰ Bayoumi, T. and B. Eichengreen (2017) 'Aftershocks of monetary unification: hysteresis with a financial twist', VoxEU, <https://voxeu.org/article/aftershocks-monetary-unification-hysteresis-financial-twist>.

¹⁰¹ Calzoneri M., Vallés J. e Vinals J., (1996). "Do Exchange Rates Have to Address International Macroeconomic Imbalances?", CEPR Discussion Paper n. 1498

dovrebbe risultare molto onerosa per la maggior parte dei paesi membri dell'UE. Un lavoro recente¹⁰² ha dimostrato che, rispetto alle conclusioni trovate nei lavori degli anni novanta, il divario tra centro e periferia fosse diminuito notevolmente.

Da questa breve rassegna di studi empirici appare chiaro come rimanga assai incerta la possibile dimensione dell'AVO in Europa. Rimane chiaro che l'UE-28 non rappresenta al momento un'AVO. Non c'è però una risposta chiara sulle dimensioni del sottoinsieme dell'UE-28 che costituisce un'AVO, non è nemmeno possibile affermare con assoluta certezza che l'area euro rappresenti un'AVO. Dove possiamo collocare, rispetto alla retta della fig. 3.8 l'UEM, cioè l'eurozona a 20 paesi ? Paul De Grauwe, per esempio, l'ha collocata a destra della retta, decretandola come un'AVO. Molti economisti come Krugman o Friedmann la collocherebbero piuttosto a sinistra, non ritenendo l'eurozona un'AVO. Lo stesso De Grauwe però confessa¹⁰³ che, mentre nel 1999 non avesse dubbi sul fatto che l'UEM fosse un'AVO, nel 2018 (in seguito alla crisi del debito sovrano e tutto ciò che ne è conseguito) si trovasse tentato dal collocarla a sinistra.

¹⁰² Campos N. e Macchiarelli C., (2016). "Core and Periphery in the European Monetary Union: Bayoumi and Eichengreen 25 years later" in "Economics Letter", 147 pp.127-130

¹⁰³ De Grauwe P, 2018, op. cit. p.105

Capitolo 4- Valutazione sull'adeguatezza dell'euro per Croazia, Bulgaria e Romania secondo la teoria AVO

4.1 Introduzione

L'allargamento dell'area dell'euro è un processo ancora in atto. Dopo che i primi undici stati hanno adottato l'euro nel 1999, assieme alla Grecia che si è unita nel 2001, una seconda fase di allargamento è iniziata nel 2007 con la Slovenia ed è terminata con l'adozione dell'euro da parte della Lituania nel 2015. Fino al dicembre 2022 l'area euro comprendeva in totale 19 stati fungendo da moneta per 340 milioni di persone, l'euro contribuisce circa al 75% del PIL dell'Unione Europea e al 16% dell'output mondiale. Nel 2019 per il ventennale dell'euro, i funzionari dell'UE hanno intensificato le discussioni sulla terza fase di allargamento dell'euro, in concomitanza con la preparazione da parte di Croazia, Bulgaria e Romania per entrare a far parte degli Accordi Europei di Cambio (ERM II) e di conseguenza dell'area euro. L'ERM II viene spesso definito come “la sala d'attesa” dell'euro, nel quale i paesi candidati devono dimostrare la loro abilità nel mantenere stabilità macroeconomica e fiscale per almeno due anni prima di entrare nell'area euro. I tre candidati sono piccole economie aperte e hanno dimostrato una chiara volontà politica di aderire all'euro. Infatti uno dei tre, la Croazia, è diventato il ventesimo membro dell'area euro il primo gennaio 2023, abbandonando la kuna. L'obiettivo di questo capitolo (e in senso lato di questa dissertazione) è quello di valutare la preparazione dei tre candidati di adottare l'euro e la comune politica monetaria della BCE utilizzando i criteri della teoria AVO e tutte le altre considerazioni teoriche ed empiriche emerse nei tre capitoli precedenti. In questo contesto andremo a concentrarci sugli aspetti economici chiave dei candidati all'allargamento dell'euro e studieremo il costo potenziale della perdita di sovranità monetaria. Come abbiamo capito dai capitoli precedenti la perdita di indipendenza monetaria è il costo principale dell'aderenza all'UEM. Si andrà ad analizzare inoltre se la comune politica monetaria contro-ciclica della BCE è potenzialmente adeguata per questi paesi, una volta che fanno parte dell'unione monetaria. Questa indagine è resa ancora più interessante dal fatto che tutti e tre i candidati sono piccole economie aperte con perfetta mobilità dei capitali ma con regimi di cambi diversi. Secondo la classificazione del Fondo Monetario Internazionale, la Bulgaria opera sotto un regime di “currency board”¹⁰⁴ [EUR], la Croazia¹⁰⁵ implementava un tasso di cambio a regime stabilizzato ed ancorato [EUR] mentre la Romania persegue una strategia di “inflation targeting” con un tasso di cambio flessibile (controllato) [EUR].

¹⁰⁴ Il currency board è un particolare regime di cambio fisso in cui c'è una relazione di uno ad uno tra lo stock di moneta domestica in circolazione e le riserve della banca centrale.

¹⁰⁵ Il 22 luglio 2022 il Consiglio dell'Unione Europea ha approvato l'adesione della Croazia all'area dell'euro il 1° gennaio 2023 e ha fissato il tasso di conversione della kuna croata: EUR 1 = HRK 7,53450

Per valutare l'adeguatezza delle tre economie ad adottare la politica monetaria comune bisogna studiare la coerenza degli shock economici tra l'area euro e i tre candidati, lavorando di fatto sulla letteratura AVO precedentemente analizzata. Bisogna sottolineare il fatto che la similitudine degli shock e le risposte della politica economica a questi shock rappresenta de facto una proprietà o un criterio omnicomprensivo della teoria AVO (il termine più utilizzato nella letteratura è "catch-all property" o "meta property"). Questo criterio omnicomprensivo riesce a carpire e catturare l'interazione che esiste tra molti dei criteri che caratterizzano un'AVO¹⁰⁶. Per questo motivo bisogna soffermarsi anche sugli shock di rilievo per la BCE: una politica monetaria comune è adeguata per tutti i membri di un'unione monetaria solo se gli shock economici e i loro effetti macroeconomici sono simili sia negli stati membri sia negli stati candidati. In altri termini, quei shock che dominano il ciclo economico degli stati già partecipanti all'unione monetaria dovrebbero avere una rilevanza economica anche negli stati candidati¹⁰⁷. La politica monetaria contro-ciclica della BCE potrebbe in tal caso appianare con successo il loro ciclo economico. In questo caso la perdita di autonomia monetaria non rappresenterebbe un costo oneroso, almeno dal punto di vista del ciclo economico. La perdita di sovranità monetaria potrebbe apparire ancora costosa dal punto di vista del regime di cambio. La letteratura scientifica che ha trattato questi fatti ha cercato di rispondere (a vario grado e titolo) a tre domande:

1. Hanno gli shock standard che colpiscono l'area euro effetti simili sui tre candidati?
2. Gli shock di politica monetaria della BCE hanno effetti contro-ciclici sui paesi candidati all'euro?
3. Il regime di cambio ha rilevanza nella trasmissione degli shock dell'area euro sui paesi candidati?

Il lavoro svolto, tra gli altri, dai funzionari della banca centrale croata¹⁰⁸ ha mostrato l'importanza degli shock comuni dell'area euro (ECB-relevant shocks) in Bulgaria, Croazia e Romania; il loro lavoro ha inoltre dimostrato che la reazione del PIL e dell'inflazione agli shock della politica monetaria della BCE in quei paesi non sia statisticamente diversa dalla reazione degli altri paesi membri dell'UEM. Non è questo paragrafo a dare analisi conclusive, però possiamo riportare che secondo il lavoro citato i tre paesi sono pronti ad adottare le politiche monetarie comuni, benchè risulti che vi siano delle differenze tra i paesi con un regime fisso (Bulgaria e Croazia) e i paesi a regime flessibile (Romania) essendo il contributo dato dagli shock comuni meno pronunciato nell'ultima. Questo aspetto è legato infatti al noto dibattito sulle

¹⁰⁶ Mongelli F.P., 2002 op.cit.

¹⁰⁷ Deskar-Skribic M., Kotarac K., Kunovac D., 2020. "The third round of euro area enlargement: are the candidates ready?". *Journal of International Money and Finance* 107 (2020) p.2

¹⁰⁸ Deskar-Skribic M. et. al., 2020, op.cit.

caratteristiche del regime a cambio fisso vis-à-vis il regime a cambio fisso¹⁰⁹, dal quale emerge che i cambi fissi siano propagatori diretti di shock esterni su piccole economie aperte, mentre quelli flessibili riescano ad assorbire gli shock.

4.2 Aspetti generali dell'economia Bulgara, Croata e Rumena

Bulgaria, Croazia e Romania sono piccole economie aperte. Bulgaria e Romania sono entrate nell'Unione Europea nel 2007, mentre la Croazia nel 2013, tutte e tre con l'obbligo di introdurre l'euro ad un certo punto. Questi paesi sono fortemente integrati con l'economia dell'area euro, attraverso legami commerciali e finanziari. I paesi dell'area euro sono i loro principali partner commerciali (in Croazia e Romania un range del 55%-60% delle esportazioni ed importazioni avvengono con paesi membri dell'UEM, in Bulgaria circa il 50%¹¹⁰) e la maggior parte del flusso di investimenti esteri diretti (FDI) proviene dall'area euro. I sistemi bancari di questi paesi sono dominati da banche partecipate/succursali di proprietà estera, le cui Capogruppo risiedono per la maggior parte nell'area euro. La forte integrazione commerciale e finanziaria con l'eurozona è dimostrata anche dall'alto grado di sincronizzazione sia della crescita del PIL sia del ciclo economico, come si può osservare dalla figura 4.1

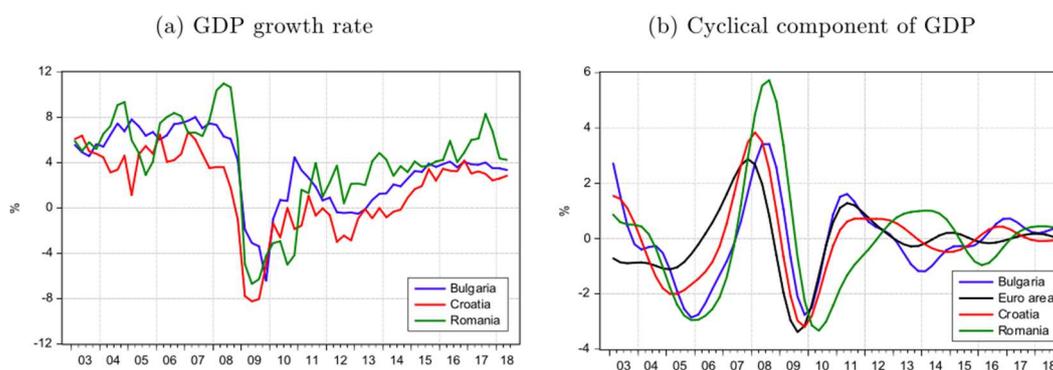


Fig. 1. Real GDP growth rates and business cycle synchronization. Source: Eurostat; authors' calculations. Note: To extract cyclical components of GDP we

fig.4.1

Per quanto riguarda gli sviluppi macroeconomici, esattamente come è successo negli altri paesi dell'Europa centrale e dell'est, hanno sperimentato un ciclo di espansione e frenate dall'inizio degli anni duemila. La crescita nei primi anni duemila era alimentata dall'accelerazione di prestiti sia domestici che esteri e un flusso di capitali dall'estero verso questi paesi. La crisi finanziaria globale che si è propagata in Europa ha avuto effetti simili su tutti e tre, portandoli come molti altri paesi dell'eurozona alla recessione del 2009. D'altro canto le dinamiche della ripresa sono state diverse. Il PIL

¹⁰⁹ Vedi: McKinnon (1963) op.cit., Ishiyama (1975) op.cit., Giersch, H., 1973. On the desirable degree of flexibility of exchange rates. Rev. World Econ. 109 (2), 191-213.

¹¹⁰ Deskar-Skribic M. et. al., 2020, op.cit. p.5

Bulgario è rientrato in una fascia positiva già nel 2010, ma con la crisi del debito sovrano europeo il paese è tornato in recessione nel 2012, da quel momento l'attività economica ha ripreso gradualmente e lentamente. La Croazia ha subito una doppia recessione senza interruzioni tra la prima e la seconda, tra il 2009 e il 2014. La Romania subì la caduta maggiore nel 2009 ma la ripresa iniziò gradualmente e costantemente dal 2011 in poi. Nonostante i percorsi diversi delle loro riprese, i loro cicli economici sono rimasti grosso modo sincronizzati con quello dall'area euro anche dopo il 2009.

Andiamo ad osservare adesso i regimi monetari e di cambio di questi paesi. La scelta dei regimi di cambio è stata influenzata principalmente da specifiche circostanze storico-economiche e da un alto grado di "europeizzazione" dei depositi e dei crediti nel settore finanziario¹¹¹. La Bulgaria ha introdotto il "currency board" nel 1997 come strumento di stabilizzazione dopo che il paese aveva subito per molto tempo un'inflazione altissima e dopo che altre politiche di stabilizzazione erano fallite¹¹². La Croazia nei primi anni novanta scelse come regime monetario e di cambio la seguente dinamica: usare il tasso di cambio come ancora nominale della politica monetaria e un regime di cambio controllato; questa scelta derivava principalmente dal successo del programma di stabilizzazione del 1993. Quel programma si basava sull'ancoraggio delle aspettative d'inflazione attraverso una stabilizzazione rassicurante e credibile del tasso di cambio. I decisori della politica monetaria croata ritennero tale impostazione come la più salda nel mantenere la stabilità dei prezzi e stabilità finanziaria; in particolare questa scelta era dovuta dalla persistente "europeizzazione" dell'economia croata e dall'ormai pervasiva esposizione di tutti i settori pubblici croati al rischio di cambio (Foreign Exchange risk)¹¹³. Durante gli anni novanta la Romania persistette con la strategia di "monetary targeting", quando però nei primi anni duemila fu alle prese con inflazione alta e crescente, decise di virare verso una strategia di "inflation targeting". Durante il periodo 2003-2005 la banca centrale rumena (NBRM), benché utilizzasse formalmente ancora una strategia di "monetary targeting", iniziò a fare affidamento sul tasso d'interesse come strumento di politica economica (assieme a interventi di Foreign Exchange). Nell'agosto del 2005 la NBRM infine ufficializzò la strategia di "inflation targeting"¹¹⁴. Come possiamo notare dalla figura fig.4.2 la valuta rumena, il leu, ha sperimentato un'alta volatilità tra il 2004 e il 2018 in confronto alla kuna croata.

¹¹¹ Dumic'ic', M., Ljubaj, I., Martinis, A., 2018. Persistence of euroisation in Croatia. Croatian National Bank, CNB Surveys, P-37.

¹¹² Gulde, M.A.M., 1999. The role of the currency board in Bulgaria's stabilization. IMF Policy Discussion Paper, PDP/33/9.

¹¹³ Deskar-Skribic M. et. al., 2020, op.cit. p.5

¹¹⁴ Popa, C., 2008, Inflation Targeting in an Open Economy: Romania's Experience, Challenges and Future Prospects, CBRT International Conference on "Globalization, Inflation and Monetary Policy, Istanbul

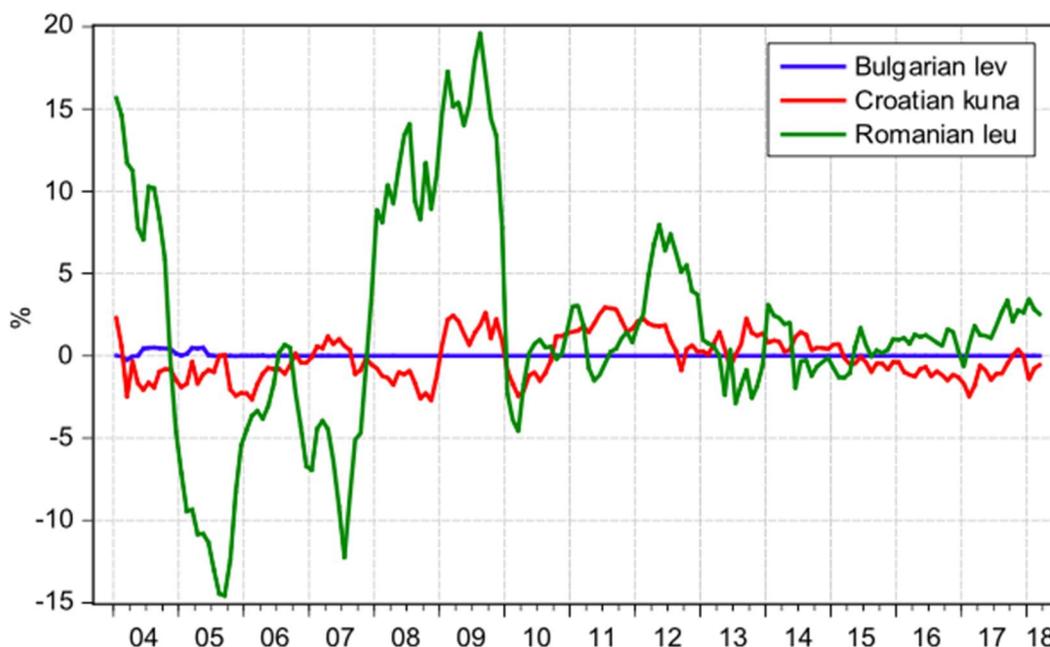


Fig. 2. Exchange rate vis-à-vis euro. Source: Eurostat.

fig.4.2

La variabilità del tasso di cambio in Romania è stata particolarmente notevole durante il periodo della crisi finanziaria globale del 2008-2009 e successivamente durante la crisi del debito sovrano europeo, quando il leu si deprezzò significativamente. Questa reazione fa presumere che il tasso di cambio in Romania riesca in parte ad assorbire alcuni shock esterni. Conseguentemente questo si potrebbe riflettere in una contribuzione minore di questi shock sul PIL e sulle dinamiche inflazionistiche. Tuttavia, il forte legame finanziario e commerciale con l'area euro suggerirebbe che il contributo degli shock esterni in Romania potrebbe essere significativo.

A parte il fatto di essere piccole economie aperte, un'altra caratteristica importante di questi tre paesi è che sono economie in transizione e in fase di recupero dal punto di vista della convergenza del reddito reale¹¹⁵. La letteratura spesso tratta la convergenza del ciclo economico e la convergenza del reddito reale come due enti separati¹¹⁶ ma (Deskar-Skribic M. et.al.) ritengono che sia piuttosto importante riflettere sulla correlazione tra queste due convergenze e le implicazioni che questa relazione può avere sulla teoria AVO. Alcuni autori ritengono che la convergenza del reddito pro-capite non sia un prerequisito per il buon funzionamento di un'unione monetaria e che gli strumenti di stabilizzazione macroeconomica possano operare con efficacia anche se le differenze nei livelli di reddito trans-nazionali persistono, a patto che i cicli

¹¹⁵ Deskar-Skribic M. et. al., 2020, op.cit. p.5

¹¹⁶ Matkowski, Z., Próchniak, M., 2004. Real economic convergence in the EU accession countries. *Prace i Materiały Instytutu Rozwoju Gospodarczego SGH 75*, pp.258–284.

economici siano sincronizzati¹¹⁷. Dal punto di vista teorico ed empirico la questione è ambigua e altri suggeriscono che la convergenza del reddito possa influenzare la convergenza del ciclo economico¹¹⁸. Deskar-Skribic e i suoi colleghi della banca centrale croata propongono questa visione. Da un lato un aumento del commercio e integrazione finanziaria durante la fase di sviluppo e recupero (catching-up phase) potrebbero condurre alla convergenza dei cicli economici¹¹⁹. Dall'altro lato però dei rapidi livelli crescenti di reddito in un'economia "catching-up" fanno espandere la grandezza dei loro mercati nazionali, rendendo queste economie meno dipendenti dalla domanda di altre economie più sviluppate¹²⁰.

I tre paesi che stiamo analizzando sono già fortemente integrati con l'area euro e la convergenza è stata guidata per la maggior parte da flussi di capitali e tecnologia da paesi dell'eurozona verso essi. Questo vuol dire che la convergenza è stata determinata da fattori comuni e non da fattori idiosincratici. La mancanza di convergenza dei cicli economici può avvenire solo se la fase di recupero, "catching-up phase", è accompagnata da intensivi shock specifici per paese¹²¹, come è stato dimostrato però questo non è il caso per i tre paesi in questione, nonostante si tratti di tre economie nella fase di "catching-up"¹²².

4.3 La coerenza tra gli "shock comuni" (ECB relevant shocks) e i tre candidati come criterio omnicomprensivo della teoria AVO.

In questo paragrafo presenteremo degli studi empirici¹²³ che piuttosto che usare i criteri standard della teoria AVO, guardano ai contributi degli shock dell'area euro verso le dinamiche di PIL e inflazione dei tre paesi candidati, riuscendo così ad estrapolare delle meta proprietà dell'AVO che fanno affidamento alla sincronizzazione dei cicli economici. Dopo aver raccolto questi contributi, questi studi comparano i contributi ai tre candidati con quelli nell'area euro. Da questi risultati, gli autori hanno discusso l'adeguatezza delle politiche monetarie comuni per i paesi candidati attraverso le lenti della teoria AVO. Brevemente questi lavori suggeriscono che i tre candidati reagiscono agli shock dell'area euro in maniera simili ai paesi già membri. Dunque definiscono questi shock, come shock comuni. Data la natura comune degli shock possiamo

¹¹⁷ Franks, M.J.R., Barkbu, M.B.B., Blavy, M.R., Oman, W., Schoelermann, H., 2018. Economic convergence in the euro area: coming together or drifting apart? -International Monetary Fund.

¹¹⁸ Kose, M.A., Otrok, C., Prasad, E., 2012. Global business cycles: convergence or decoupling?. *Int. Econ. Rev.* 53 (2), 511–538.

¹¹⁹ Frankel, J.A., Rose, A.K., 1998. The endogeneity of the optimum currency area criteria. *Econ. J.* 108 (449), 1009–1025.

¹²⁰ Gächter, M., Riedl, A., Ritzberger-Grünwald, D., 2013. Business cycle convergence or decoupling? Economic adjustment in CESEE during the crisis.

¹²¹ Darvas, Z., Szapáry, G., 2008. Business cycle synchronization in the enlarged EU. *Open Econ. Rev.* 19 (1), 1–19.

¹²² Deskar-Skribic M. et. al., 2020, op.cit. p.5

¹²³ Deskar-Skribic M., Kotarac K., Kunovac D., 2020. "The third round of euro area enlargement: are the candidates ready?". *Journal of International Money and Finance* 107 (2020)

osservare i contributi degli shock comuni al PIL e al HICP (inflazione). Come possiamo osservare dalla fig.4.3 il contributo complessivo degli shock comuni (OA dell'area euro, DA dell'area euro e shock di politica monetaria dell'area euro) al PIL e all'Inflazione nei tre candidati ha i seguenti effetti. Il contributo medio degli shock comuni al PIL è alto e si attesta al 70% in Bulgaria e Croazia, e al 60% in Romania. Il contributo degli shock comuni al HICP è leggermente minore e si attesta al 65% per i primi due paesi, mentre al 50% per la Romania. Concludono che in linea con la teoria AVO, questi risultati mostrano che la politica monetaria comune potrebbe essere adeguata per i tre candidati una volta entrati nell'eurozona.

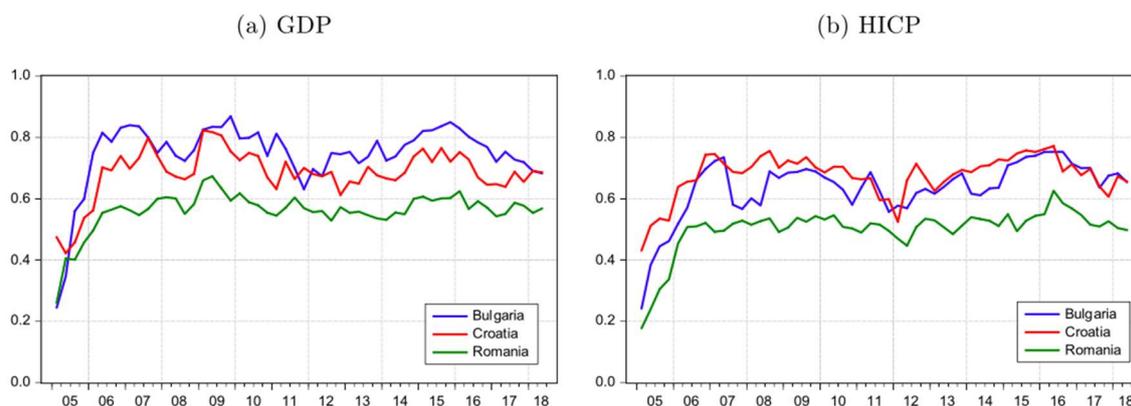


Fig. 3. Contribution of common shocks to GDP and HICP in euro candidate countries.

fig.4.3 fonte: Deskar-Skribic M., Kotarac K., Kunovac D., 2020. “The third round of euro area enlargement: are the candidates ready?”. *Journal of International Money and Finance* 107 (2020)

Il contributo minore dato alla Romania potrebbe in parte essere attribuito al regime di cambio diverso. In questo lavoro empirico viene dimostrato che i contributi dati dagli shock comuni in Romania e altri paesi a cambio flessibile nell'UE, è effettivamente minore rispetto a paesi con un regime di cambio fisso o semi-fisso (peggers). Ma i dati in generale comunque mostrano che il contributo è sufficientemente alto per aver influenza nei cicli economici di questi paesi. Una conseguenza di questo comunque, è che potrebbe risultare difficile usare una politica monetaria completamente autonoma per piccole economie aperte con tassi di cambio flessibili (avvicinandosi quindi ad una visione monetarista sull'impatto della politica monetaria) se sono fortemente integrati con una grande unione monetaria attraverso legami commerciali e finanziari. Deskar-Skribic e i suoi colleghi ritengono quindi che tutti e tre i candidati sono adeguati per far parte dell'eurozona, persino la Romania.

D'altro avviso è invece un altro lavoro empirico¹²⁴, prima di presentare le sue conclusioni, lo introduciamo. In questa pubblicazione si valuta se l'accesso della Bulgaria e Romania all'eurozona possa portare benefici. Per attestare questo beneficio gli autori hanno valutato il livello di sincronizzazione del ciclo economico dei due paesi

¹²⁴ STEFANOV, G. P. (2020). Mundel Optimality of the Bulgarian Accession to the Euro Area. *Izvestiya Journal of Varna University of Economics*, 64 (3), p. 297 - 315

con quello dell'eurozona e con quello di singoli paesi dell'UEM. Come abbiamo già capito, questa sincronizzazione permette di osservare le meta proprietà AVO, senza dover osservare i singoli criteri, che a volte portano a conclusioni divergenti o addirittura contrastanti. Questo lavoro si è chiesto, nel caso della Bulgaria se fosse più proficuo aderire all'unione monetaria o mantenere il currency board conservando la propria sovranità monetaria. I risultati empirici hanno mostrato che al tempo dell'adozione del currency board, nel 1997, il ciclo del business non fosse sincronizzato con quello della Germania (ricordiamo che il currency board di fatto ancorava il lev bulgaro al marco tedesco) causando effetti negativi. In quel periodo probabilmente un regime di cambio flessibile rispetto al marco sarebbe stato preferibile. Dai primi anni duemila però, l'economia bulgara si è aggiustata al currency board e all'ingresso nell'UE. Il suo ciclo economico a quel punto risultava sincronizzato all'aggregato dell'eurozona esattamente come altri paesi membri dell'eurozona. I risultati parlano chiaro, in quegli anni la Bulgaria ha nettamente beneficiato dal regime di cambio fisso, senza subire i costi di una politica monetaria pressochè non sovrana, e infatti nel 2007 divenne membro dell'UE. Dopo le crisi dello scorso decennio però, la convergenza della Bulgaria con l'eurozona ha perso forza. L'autore ritiene che al momento la Bulgaria non rappresenti un'AVO con il resto dell'eurozona, infatti i report sulla convergenza del 2020 e 2021 hanno mostrato il fallimento nel raggiungere i criteri per la prim volta dal 2012. Bisogna capire quanto di questo sia attribuibile alla pandemia e alla guerra in Ucraina. Al momento la Bulgaria si trova in uno spazio grigio. La sua politica monetaria è fortemente dipendente dalla politica monetaria della BCE, ma al contempo non è un paese adeguato ad entrare a far parte dell'UEM. Annullare il currency board per un regime flessibile non è assolutamente possibile al momento, se non al costo di spostamenti iper speculativi di capitali. Di fatto la Bulgaria non ha la moneta comune ma non ha nemmeno una politica monetaria sovrana, l'unica possibilità che le rimane è quella di impegnarsi al massimo per cercare di riportare la propria economia sulla strada della convergenza.

La letteratura quindi, pur usando un metodo eterodosso comune, arriva spesso a conclusioni diverse, lasciando la decisione finale sull'accesso all'unione monetaria a motivazioni politiche o di endogeneità dell'AVO.

4.4 Convergenza economica dei tre candidati secondo i criteri imposti dall' art.140 TFUE

I dati che verranno presentati in questo paragrafo sono tratti dai noti "Convergence Report" che la BCE pubblica sin dal 1999, infatti l'elaborazione di questi report rientra tra gli obblighi della BCE secondo l'art.140 TFUE. L'art 140 dice che almeno ogni due

anni la BCE e la Commissione Europea debbano fornire al Consiglio dell'UE un report, che contiene i dati relativi al progresso svolto dagli stati membri dell'UE che sono obbligati ad adottare l'euro prima o poi. Il progresso svolto si riferisce agli obblighi da dover raggiungere per accedere all'Unione Economica e Monetaria. Sono sette i paesi presi in considerazione per il report del 2022 (Polonia, Ungheria, Repubblica Ceca, Svezia, Romania, Bulgaria e Croazia), e sono stati analizzati durante il regolare ciclo di due anni. Il report del 2023 ovviamente non conterrà più la Croazia.

4.4.1 I dati sulla convergenza della Croazia

Nell'aprile 2022, il tasso medio a 12 mesi dell'inflazione-HICP (l'indice armonizzato dei prezzi al consumo, che è una misura standard nell'UE) in Croazia stava al 4,7%, quindi al di sotto del valore di riferimento del 4,9% per il criterio sulla stabilità del prezzo. Ci si aspetta però che questo tasso cresca nei prossimi mesi, a causa dell'innalzamento generale del livello del prezzo dei beni di consumo e a causa della strozzatura dell'approvvigionamento risultante dalla guerra Russo-Ucraina. Nel 2021 il budget di bilancio del governo croato si è attestato appena sotto il valore di riferimento del 3% di deficit. Mentre il rapporto sul debito ha superato il limite del 60%, ma si trova in una traiettoria discendente e questo rasserena la BCE. Il 10 luglio 2020 i membri partecipanti all'accordo ERM II, hanno deciso bilateralmente di includere la kuna Croata. La Croazia ha partecipato all'ERM II per i due anni di riferimento dal maggio 2020 al maggio 2022, con una parità centrale di 7,53 kune per 1 euro, con una fascia di fluttuazione standard del +/- 15%. Nel periodo considerato, maggio 2021-aprile 2022, il tasso d'interesse a lungo periodo era collocato allo 0,8% in media, rimanendo così al di sotto del riferimento del 2,6% per il criterio della convergenza dei tassi di interesse. Sin dal 2012 i tassi di interesse a lungo periodo in Croazia sono scesi, in dieci anni dal 7% all'1%. Per migliorare il raggiungimento della convergenza economica con il resto dell'eurozona, la Croazia dovrebbe attuare politiche economiche orientate alla stabilità e attuare profonde riforme strutturali. Per quanto concerne gli squilibri macroeconomici, la Commissione Europea ha selezionato la Croazia per una valutazione approfondita nel suo Report sul Meccanismo di Allerta del 2022. Questo report ha sottolineato l'esistenza di squilibri riguardanti alti livelli di debito estero, privato e di governo nel contesto di una potenziale bassa crescita economica. Infine la legislazione croata è compatibile con i Trattati fondativi dell'UE, rispettando così l'art.131 TFUE. Tutto sommato i criteri sono stati raggiunti e non stupisce che nel gennaio 2023 la Croazia abbia adottato l'euro.

4.4.2 I dati sulla convergenza della Bulgaria

Nell'aprile 2022, il tasso d'inflazione HICP medio a 12 mesi in Bulgaria, si attestava intorno al 5,9%, superando la soglia del 4,9% per il criterio sulla stabilità dei prezzi.

Esattamente come in Croazia, questo tasso tenderà a crescere a causa dell'inflazione generale e i problemi economici legati all'invasione russa dell'Ucraina. Il deficit di bilancio del governo bulgaro superava ampiamente il limite del 3% nel 2021, mentre il rapporto debito/Pil si attestava soddisfacentemente sotto la soglia del 60%. Il superamento della soglia del 3% di deficit viene però considerato come temporaneo ed eccezionale dalla BCE. Va preso in considerazione infatti l'impatto macroeconomico e fiscale della crisi pandemica di COVID-19 e la vicinanza geo-politica del paese al conflitto in Ucraina. Questo ha portato la Commissione a non aprire una procedura di deficit eccessivo, comprendendo la situazione. Infatti dal 2012 al 2019 la Bulgaria ha sempre raggiunto il soddisfacimento dei criteri di deficit e rapporto debito PIL. Il 10 luglio 2020 il lev bulgaro è entrato a far parte dell'accordo di cambio ERM II, partecipandovi dal maggio 2020 al maggio 2022. Il lev ha una parità centrale di 1,95 lev per ogni euro, con una fascia di fluttuazione standard del +/- 15%. Nel periodo maggio 2021-aprile 2022 il tasso di interesse a lungo periodo si è attestato allo 0.5% in media, soddisfacendo così a pieno il criterio di convergenza dei tassi d'interesse. Anche la Bulgaria deve attuare, come la Croazia, politiche economiche orientate alla stabilità e profonde riforme strutturali. Invece per quanto riguarda gli squilibri macroeconomici, la Bulgaria non è stata inserita nel Meccanismo di Allerta. Però la legislazione bulgara non è compatibile con la legislazione dell'UE e nemmeno con necessità di indipendenza della BCE. Possiamo dire che la Bulgaria pare avere delle performance meno brillanti rispetto alla Croazia, ma cionondimeno abbastanza soddisfacente. Non pare quindi remota la sua adesione all'euro per il 2024 o al massimo il 2025; ovviamente questa previsione potrebbe non avverarsi nel caso di effetti negativi sull'economia bulgara in seguito ad un deterioramento della situazione bellica in Ucraina.

4.4.3 I dati sulla convergenza della Romania

Nell'aprile 2022 il tasso di inflazione HICP medio a 12 mesi in Romania, si attestava al 6,4%, superando la soglia del 4,9% per il raggiungimento del criterio. Mentre il rapporto del deficit di bilancio nel 2021 superava abbondantemente il 3%, la sua procedura di deficit eccessivo del 2020 è stata sospesa. La procedura del 2020 era stata attivata in seguito al mancato raggiungimento del criterio nel 2019. Nel 2021 il deficit si attestava al 7,1% , rientrando dunque nel target imposto dalla procedura nel 2020. Invece i target previsti per il 2022-24 probabilmente non verranno raggiunti, a causa di un mancato cambio di politiche economiche. Tra il maggio 2020 e il maggio 2022, il leu rumeno non ha partecipato all'accordo di cambio ERM II, bensì la Romania ha fatto commercio estero usando un regime di cambio flessibile ma controllato (managed floating). Il leu rumeno ha dimostrato una bassa volatilità, nel maggio 2022 il tasso di cambio si attestava a 4,94 leu per euro, dimostrando un deprezzamento del 2,2% rispetto al 2020.

Nel periodo maggio 2021-aprile 2022 il tasso di interesse a lungo periodo si è attestato al 4,7%, superando così la soglia del 2,6%. Rispetto al 2012 i tassi di interesse sono scesi in Romania, dal 7% al 4,5%, positivo ma non paragonabile agli avanzamenti fatti dagli altri due candidati. Anche la Romania deve attuare riforme strutturali e orientare le proprie politiche macroeconomiche verso la stabilità, molto più che gli altri due candidati. La Romania è stata inserita nel 2022 dalla Commissione nel Meccanismo di Allerta, soprattutto per quanto riguarda la sua posizione di debito estero e la competitività dei prezzi. Anche la legislazione rumena non è compatibile con la legislazione dell'UE. Concludiamo dicendo che le performance esibite dalla Romania sono precarie e lontane da quelle dimostrate dagli altri due candidati. L'economia rumena ha molto lavoro davanti a sé da svolgere per migliorare e poter raggiungere i criteri di convergenza. Nei paragrafi precedenti abbiamo visto che forse un ruolo può essere giocato dal suo sistema di cambio flessibile, causando problemi di assorbimento. L'adesione all'euro per il 2028 è forse una visione ancora troppo ottimista.

4.5 Valutazione sull'adeguatezza dell'euro per la Croazia secondo la teoria AVO

Questo paragrafo tratterà l'adeguatezza dell'euro per la Croazia usando i criteri "standard" della teoria AVO, presentando un approccio diverso dai paragrafi precedenti che hanno fatto uso delle meta-proprietà della teoria AVO. In secondo luogo, i dati presentati in questo paragrafo fanno riferimento, per la maggior parte, ad un periodo precedente il 2019, per due motivi:

1. Considerare i dati macroeconomici della Croazia durante la fase pandemica (shock esogeno) esula dall'obiettivo di questa dissertazione;
2. Fare una valutazione ex-post sull'adeguatezza di entrare in un'unione monetaria può risultare poco coerente con la teoria AVO, che solitamente si occupa di analisi ex-ante. Questo però non ci esime dal fare alcune considerazioni anche alla luce di dati recenti. Però è chiaro che la letteratura disponibile sugli aspetti più recenti dell'entrata nell'eurozona della Croazia sono ancora in fase di elaborazione da parte dei ricercatori. Questo rende difficile coniugarlo con questo lavoro che piuttosto vuole fornire una raccolta organica sulla letteratura già consolidata.

Come abbiamo visto nei paragrafi precedenti, anche nel caso della Croazia, una vasta parte della letteratura ha indagato la compatibilità del paese con l'unione monetaria

utilizzando la sincronizzazione dei cicli economici¹²⁵. Benché questo criterio sia importante e facile da usare, visto che un alto grado di sincronizzazione dei cicli economici è necessario affinché la comune politica monetaria sia adeguata egualmente per tutti i membri, ci sono anche altri criteri che possono dare evidenze se un paese può trarre benefici dall'adesione ad un'unione monetaria. Nei prossimi sottoparagrafi analizzeremo le “performance” della Croazia utilizzando i criteri della teoria AVO incontrati nel primo capitolo.

4.5.1 Integrazione finanziaria e commerciale

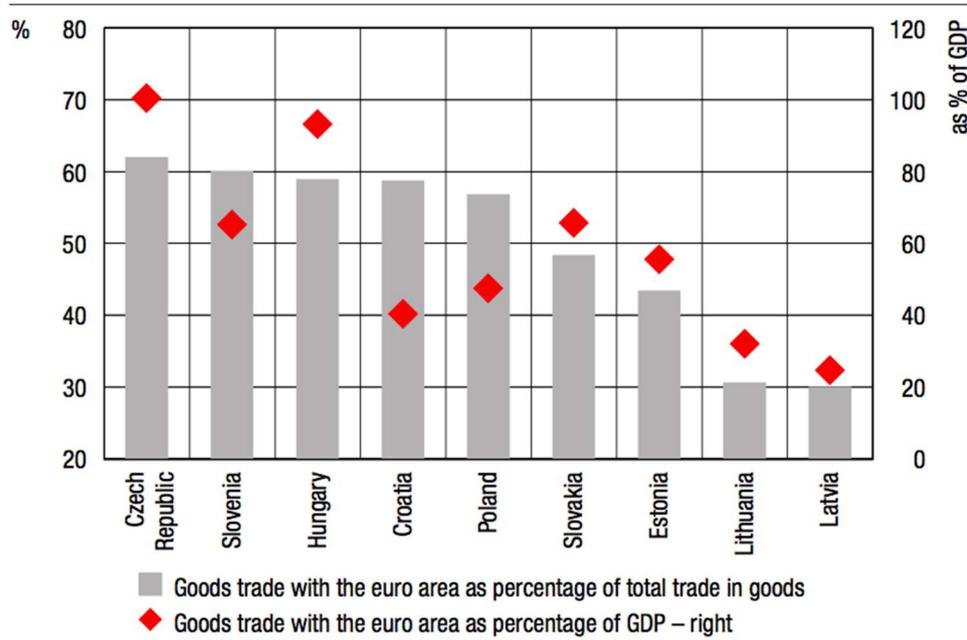
L'economia croata è ben integrata con l'area euro attraverso un legame commerciale e finanziario. Nel 2021 le esportazioni di beni e servizi verso l'area euro costituivano il 53,8% degli export totali, mentre le importazioni dall'eurozona ammontavano al 57,1%. Nello stesso anno la percentuale dell'area euro nello stock croato di investimenti diretti verso la Croazia, ammontava al 71,9%. La percentuale dell'area euro di stock croati di passività di investimenti di portafoglio ammontava al 58%. Infine lo share di stock della Croazia in investimenti di portafoglio esteri nell'area euro ammontava al 35,7%¹²⁶. Guardiamo ora ad alcuni dati precedenti il 2019.

Per quanto concerne il commercio, la Croazia è fermamente integrata con i membri dell'area euro, infatti la stabilità del tasso di cambio della kuna con l'euro beneficiava (ci riferiamo qua al periodo precedente l'adozione dell'euro) all'economia croata. Infatti un'eccessiva volatilità del tasso di cambio non è benefica per una piccola economia aperta, in quanto cambi repentini nelle ragioni di scambio minacciano la stabilità del prezzo. Per fare un esempio di una situazione pre-2023: se la kuna si fosse indebolita considerevolmente relativamente all'euro, allora i prodotti importati (che sono una grande parte del paniere dei consumatori croati) sarebbero diventati più cari, causando un'inflazione generale dei prezzi. Data la forte dipendenza dell'economia croata dall'import (a causa della quale un cambio dei prezzi dei prodotti importati ha effetti forti sul tasso generale d'inflazione), una stabilità del tasso di cambio nominale kuna-euro, è un'importante ancora per l'aspettativa sull'inflazione da parte di agenti nazionali. Come si può osservare dalla figura 4.4 il commercio di beni con i membri dell'area euro conta per più della metà del commercio estero totale della Croazia.

¹²⁵ Vedi per esempio: Broz, T. (2008): The Introduction of the Euro in Central and Eastern European Countries – Is It Economically Justifiable?, EIZ Working Papers, No. 0801, Ekonomski institut Zagreb, Zagreb. Oppure: Kotarac, K., D. Kunovac, and R. Ravnik (2017): Coherence of business cycles and economic shocks between Croatia and euro area member states, CNB Surveys, Croatian National Bank, Zagreb.

¹²⁶ Convergence Report 2022, BCE

Figure 3 Share of trade with the euro area in total trade in goods at the time of joining the ERM II



Note: Data refer to 2016 for countries that have not yet joined the exchange rate mechanism. The countries that have not yet joined the exchange rate mechanism are the Czech Republic, Hungary, Croatia and Poland.

Sources: IMF Direction of Trade Statistics and Eurostat.

fig.4.4

Inoltre, sin dall’entrata nell’UE nel 2013, il commercio estero con i membri dell’area euro si è rafforzato ulteriormente arrivando al 60%¹²⁷ nel 2016, ciò lo si può notare anche nella fig.4.4. Questi indicatori ci sembrano dire chiaramente che la Croazia è collegata egualmente sia con l’area euro che con le economie dell’Europa centrale ed orientale. La Croazia però ha un grado di apertura dell’economia minore rispetto ad altri membri nuovi dell’unione monetaria (per esempio i paesi baltici), dunque il volume degli scambi commerciali con l’area euro in termini di PIL è rimasto minore rispetto a paesi come la Repubblica Ceca e l’Ungheria, vedi fig.4.4.

Benchè l’intensità del commercio estero sia misurata in PIL, la Croazia risulta essere molto più strettamente integrata rispetto alla Finlandia, la Grecia e l’Irlanda, delle quali il IMF ha calcolato la percentuale di commercio estero con l’area euro rispettivamente il 23%, 19% e 14%¹²⁸. Dal momento che i partner commerciali chiave della Croazia usano l’euro come valuta, è improbabile che adesso la Croazia, entrata nell’eurozona, subisca una perdita di competitività. Inoltre bisogna sottolineare che gli altri due partner

¹²⁷ Brkić M. and Šabić A., 2018. “Is the Euro the Optimum Currency for Croatia: An Assessment Using the Optimum Currency Area Theory”. Croatian National Bank, Surveys S-30. Zagreb.

¹²⁸ *ivi* p.10

commerciali che non fanno parte dell'UE, Bosnia-Herzegovina e Serbia, hanno entrambe un tasso di cambio fisso con l'euro.

La Croazia è caratterizzata anche da una forte integrazione finanziaria con l'area euro. La forma principale di questa integrazione è data dalla fitta presenza di banche dall'area euro nel sistema bancario croato. I dati relativi al 2016 indicano che tre-quarti degli asset del sistema bancario croato erano posseduti da banche di proprietà di istituti finanziari dell'area euro. Si osservi la fig.4.5

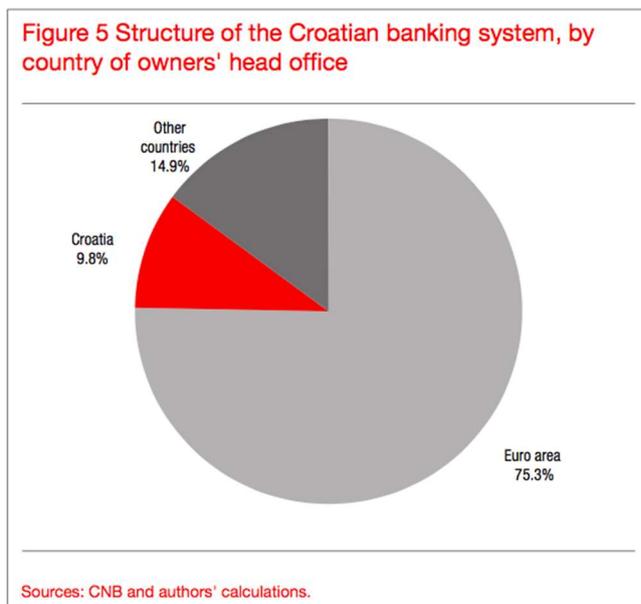


fig.4.5 fonte: Brkić M. and Šabić A., 2018. "Is the Euro the Optimum Currency for Croatia: An Assessment Using the Optimum Currency Area Theory". Croatian National Bank, Surveys S-30. Zagreb.

I flussi finanziari tra le capogruppo dell'eurozona con le loro partecipate croate hanno dimostrato di essere un ottimo canale di trasmissione degli impulsi monetari dell'eurozona sull'economia croata¹²⁹. Durante i primi anni duemila, le capogruppo europee prendevano a prestito capitali con tassi d'interesse bassi per poi posizionare questi fondi nelle partecipate croate dove il ritorno sugli asset era molto alto¹³⁰. I dati della fig.4.6 confermano che le banche nazionali croate usarono capitali esteri per espandere il credito negli anni precedenti la crisi del 2008.

¹²⁹ ivi p.11

¹³⁰ Rohatinski, Ž. (2015): Ogleđi u realnom vremenu (2000. – 2014.), EPH Media, Zagreb.

Figure 6 Bank loans to the private sector and private sector deposits

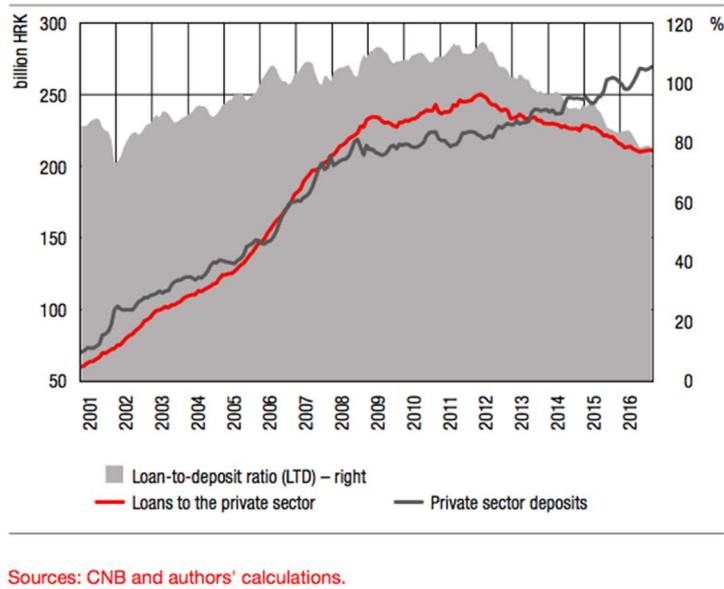


fig.4.6 fonte: Brkić M. and Šabić A., 2018. “Is the Euro the Optimum Currency for Croatia: An Assessment Using the Optimum Currency Area Theory”. Croatian National Bank, Surveys S-30. Zagreb.

Dopo la crisi, le banche di proprietà estera decisero di abbassare l'attività di prestito causando una diminuzione dell'uso di fonti estere di finanziamento. Si può concludere quindi che una stretta integrazione finanziaria con l'area euro non abbia avuto un effetto benevolo sull'economia croata, almeno per quanto riguarda la capacità di permettere l'appianamento dei consumi e dei redditi durante il ciclo economico. Al contrario, durante la fase di crescita economica, i flussi di capitali dalle capogruppo europee alle partecipate croate hanno scaldato l'espansione della domanda croata. Durante la fase recessiva invece, le partecipate croate diminuirono l'indebitamento intensivamente relativamente alle capogruppo, il che ebbe implicazioni negative sulla disponibilità di prestiti nell'economia croata¹³¹.

L'interconnessione finanziaria tra la Croazia e l'area euro è data anche dall'alta percentuale di investimenti esteri diretti (FDI) dell'area euro in Croazia. Tra il 1993 e il 2016 tre-quarti degli FDI totali verso la Croazia sono stati emessi da residenti dell'area euro. Una grande “fetta” di questi investimenti è correlata all'acquisizione di banche nazionali e la loro ricapitalizzazione. Invece investimenti diretti nel settore della manifattura contavano circa il 20% degli investimenti totali. Le relazioni finanziarie euro-croate sono decisamente deboli nel settore delle operazioni in titoli, dal momento che il mercato dei capitali croato è poco profondo e scarso in liquidità, risultando quindi non attraente agli investitori esteri. La marginalità del mercato dei capitali croato viene riflesso dal basso livello di attività e passività estere della Croazia sulla base degli investimenti di portafoglio. Secondo i dati di fine 2016, la somma delle attività e

¹³¹ Brkić M. and Šabić A., 2018, op.cit. p.11

passività dei settori domestici basati sugli investimenti di portafoglio ammontava solo al 5% del PIL¹³². Per fare un confronto, nei paesi cardini dell'eurozona questa somma corrisponde al 44% del PIL in Austria, mentre al 209% del PIL nei Paesi Bassi.

Considerando l'alta intensità del commercio estero e delle relazioni finanziarie tra la Croazia e i paesi dell'area euro, si potrebbe concludere che l'accesso all'unione monetaria possa avere effetti positivi sull'economia (bisognerà aspettare la fine del 2023 per poter fare qualche verifica empirica). Benché fino alla fine del suo corso legale (dicembre 2022) il tasso di cambio della kuna fosse sempre rimasto relativamente stabile contro l'euro, l'adozione dell'euro ha eliminato completamente il "rischio di cambio", così come tutti i costi associati con la conversione della valuta e della tutela contro il rischio di cambio.

4.5.2 Diversificazione dell'economia

Il criterio della diversificazione economica è quello più problematico per la Croazia. L'insufficiente diversificazione dell'economia Croata si mostra maggiormente nella sua dipendenza dal settore turistico. La grandezza relativa del settore turistico croato in termini di PIL risalta perfino tra i maggiori stati a trazione turistica del mediterraneo come Spagna, Portogallo o la Grecia (fig.4.7).

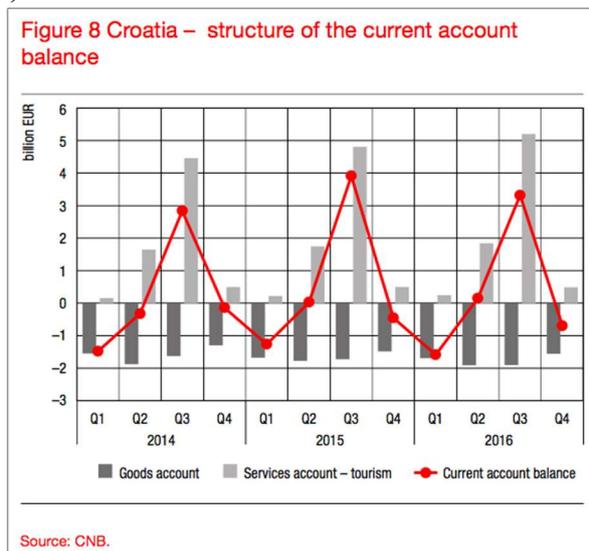
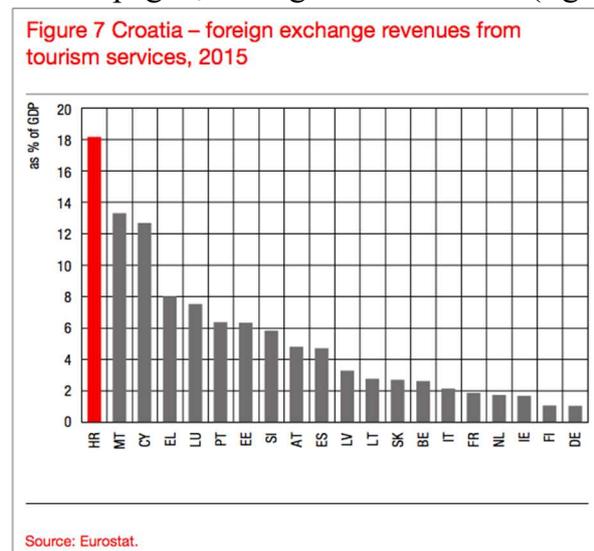


fig.4.7 (a sinistra) e 4.8 (a destra)

L'eccessiva dipendenza sul settore turistico è una fonte di vulnerabilità macroeconomica in quanto questo settore è soggetto a volatilità, e la crisi pandemica del 2020-2021 lo ha dimostrato ampiamente. La fig.4.8 mostra che la Croazia ha persistentemente registrato deficit della bilancia commerciale negli anni 2014-2016, il che rispecchia la struttura dell'economia Croata. Il deficit strutturale nel commercio

¹³² ibidem

estero è più che coperto dal surplus nel settore del servizio (che fa affidamento quasi interamente sulle entrate del settore turistico del secondo e terzo quarto dell'anno) così che la Croazia ha registrato un saldo positivo nel bilancio del conto corrente annuale. Un conto corrente strutturato in questo modo è soggetto a grossi rischi di vulnerabilità. Un'altra debolezza strutturale dell'economia croata è associata con la struttura sfavorevole del settore manifatturiero, dove un'alta percentuale del valore aggiunto totale deriva dalla produzione di prodotti a bassa intensità tecnologica (tabella 4.1).

Table 2 Structure of manufacturing industry by NACE divisions, 2014, in %

	Motor vehicles, trailers and semi-trailers	Machinery and equipment	Computer, electronic and optical products	Food products, beverages and tobacco products	Wood, paper, printing and reproduction of recorded media	Textiles, clothing, leather and footwear	Other non-metallic mineral products	Metal and fabricated metal products	Basic pharmaceutical products and preparations	Other
Germany	19.1	15.5	5.7	6.9	4.1	1.3	2.8	12.3	4.0	28.2
Austria	7.2	14.2	5.3	9.5	9.0	1.9	4.6	16.5	3.8	28.0
Belgium	5.5	7.2	2.6	15.6	5.6	2.8	4.5	12.2	12.1	31.9
France	4.6	5.9	4.7	20.8	5.1	2.3	3.4	11.8	5.4	36.0
Netherlands	2.8	13.0	5.7	20.4	5.5	1.6	2.5	12.5	2.2	33.9
EA-5 average	7.8	11.2	4.8	14.6	5.9	2.0	3.6	13.0	5.5	31.6
Croatia	0.7	4.8	3.4	28.0	9.1	6.6	6.1	12.1	7.1	22.2

Source: Eurostat.

tab. 4.1 fonte: Brkić M. and Šabić A., 2018. "Is the Euro the Optimum Currency for Croatia: An Assessment Using the Optimum Currency Area Theory". Croatian National Bank, Surveys S-30. Zagreb.

Il ruolo dominante nella produzione croata viene ricoperto dalla produzione alimentare e di bevande, assieme alla produzione di minerali non-metallici, legname e vestiario. In questo senso l'economia croata è molto diversa da altri paesi dell'europa occidentale dove una grande percentuale della produzione è ricoperta da prodotti ad alta intensità tecnologica (macchinari, automobili e componenti). Per fare un confronto paesi come la Repubblica Ceca e l'Ungheria hanno un settore produttivo molto più allineato con l'area euro, essendo allineati ed integrati con la catena del valore della Germania¹³³. Uno dei motivi dell'esclusione dell'economia croata è il basso livello del commercio intra-industriale con l'area euro. C'è da notare però che sin dall'accesso nell'UE nel 2013, il valore del commercio intra-industriale è salito ed è destinato ad intensificarsi adesso con l'arrivo dell'euro¹³⁴. Se negli anni compresi tra il 2019 e il 2022 (periodo in cui la Croazia ha fatto parte del ERM II) la decisione da parte dei funzionari europei e croati sull'entrata nell'unione monetaria si fosse basata esclusivamente sul criterio della diversificazione, allora probabilmente il piccolo paese balcanico non avrebbe adottato

¹³³ Stehrer, R., and R. Stölinger (2015): The Central European Manufacturing Core: What is Driving Regional Production Sharing?, FIW Research Reports 2014/15 No. 2, The Vienna Institute for International Economic Studies, Vienna.

¹³⁴ CNB (2016), Bulletin 226, Box 4 Changes in the dynamics and structure of Croatian goods exports since entry into the EU

l'euro come valuta. Eppure la Croazia ha adottato l'euro, per quale ragione ? Forse per i criteri basati sulla sincronizzazione dei cicli economici o per gli assunti monetaristi della teoria AVO visti nel primo capitolo. Nonostante sia comunque importante per questa economia eliminare gli ostacoli al settore manifatturiero e ridurre l'importanza relativa del settore turistico, tali aggiustamenti non dovrebbero essere visti come precondizioni per l'accesso all'unione monetaria (infatti non lo sono stati). La ragione risiede nell'approccio monetarista sulla teoria AVO della Commissione Europea. La Croazia in quanto piccola economia aperta e in quanto economia fortemente europeizzata, avrebbe potuto usare solo limitatamente la sua indipendenza monetaria per aggiustamenti strategici. Di conseguenza adottando l'euro e abbandonando la sovranità monetaria, cedendola alla BCE, la Croazia non è più soggetta a rischi di shock asimmetrici di quanto non fosse già prima del 2023¹³⁵. Vogliamo ricordare inoltre che le strutture industriali di paesi come la Slovenia, la Slovacchia e dei paesi baltici erano anche diverse dal resto dell'eurozona al momento del loro ingresso nel ERM I, come si può osservare nella tabella 4.2.

Table 3 Structure of manufacturing industry by NACE divisions, 2004, in %

	Motor vehicles, trailers and semi-trailers	Machinery and equipment	Computer, electronic and optical products	Food products, beverages and tobacco products	Wood, paper, printing and reproduction of recorded media	Textiles, clothing, leather and footwear	Other non-metallic mineral products	Metal and fabricated metal products	Basic pharmaceutical products and preparations	Other
Germany	15.4	14.6	6.7	8.2	5.7	1.7	3.1	12.5	3.5	28.6
Austria	7.5	11.6	7.3	10.6	11.4	3.1	6.0	16.3	2.7	23.6
Belgium	7.2	5.6	3.4	13.3	6.9	4.6	5.0	15.4	8.2	30.4
France	6.8	5.9	6.6	19.4	6.5	3.1	3.7	11.7	5.6	30.7
Netherlands	3.4	8.8	5.4	18.1	7.5	1.6	2.6	11.4	4.2	36.9
EA-5 average	8.1	9.3	5.9	13.9	7.6	2.8	4.1	13.5	4.8	30.1
Slovenia	5.2	5.5	5.4	8.5	9.0	6.7	4.5	15.8	10.7	28.7
Slovakia	10.5	6.6	2.8	9.6	7.8	6.1	5.5	21.9	0.7	28.4
Estonia	2.5	3.5	4.1	13.3	20.4	12.5	7.5	9.0	0.3	27.1
Latvia	0.4	2.7	2.0	26.6	25.2	10.0	3.1	10.7	1.9	17.2
Lithuania	2.7	1.6	5.1	19.7	11.9	14.1	3.9	4.4	0.3	36.3
NMS-5 average	4.3	4.0	3.9	15.5	14.9	9.9	4.9	12.4	2.8	27.5

Source: Eurostat.

tab. 4.2 fonte: Brkić M. and Šabić A., 2018. "Is the Euro the Optimum Currency for Croatia: An Assessment Using the Optimum Currency Area Theory". Croatian National Bank, Surveys S-30. Zagreb.

4.5.3 La mobilità del lavoro

La mobilità della forza lavoro tra le regioni croate è relativamente bassa, ciò viene rispecchiato dai tassi di disoccupazione molto differenti da regione a regione. Per quanto riguarda la mobilità del lavoro trans-nazionale, essa è in forte crescita,

¹³⁵ Brkić M. and Šabić A., 2018, op.cit. p.13

soprattutto per due motivi: la crisi del 2008 e la libertà di movimento acquisita in seguito all'entrata nell'UE nel 2013. La mobilità dei fattori produttivi tra la Croazia e gli stati membri è assicurata dalla cornice normativa del mercato unico europeo basata sul libero spostamento di beni, servizi, persone e capitali. Quando il paese è entrato nell'UE molti paesi membri hanno usato l'opzione di non applicare la provvisione sul libero spostamento dei lavoratori per 2 anni, impedendo ai lavoratori croati di entrare nei loro paesi. Da metà del 2015 molti lavoratori croati si sono spostati nei vari stati membri. Secondo l'ufficio statistico croato, solo nel 2015 trentamila lavoratori hanno lasciato il paese, secondo invece le stime fatte dagli altri paesi membri, tra il 2015 e il 2018 centomila lavoratori avrebbero lasciato il paese¹³⁶.

Si può ritenere che la Croazia soddisfi il criterio della mobilità del lavoro ma con riserva. Infatti, da un lato l'emigrazione di forza lavoro disoccupata ha ridotto i disequilibri del mercato del lavoro croato durante la fase post-recessione. Dall'altro lato, senza un'inversione dei flussi migratori, l'emorragia di lavoratori croati potrebbe, nel lungo periodo, provocare problemi alla crescita economica e alla sostenibilità del sistema pensionistico e sanitario. Predirre il ritorno dei lavoratori croati in un momento di prosperità macroeconomica del loro paese è difficile. Per adesso ci si può limitare nel dire che il criterio della mobilità del lavoro sarà pienamente soddisfatto quando il flusso di lavoratori sarà rientrato, relegando il fenomeno ad un evento temporaneo indotto da fattori di ciclicità.

4.5.4 Flessibilità dei prezzi e dei salari

Quando la kuna era ancora la moneta nazionale croata, i prezzi cambiavano molto lentamente in condizioni macroeconomiche di normalità¹³⁷. La flessibilità discendente dei prezzi invece cresceva notevolmente quando le imprese affrontavano un calo della domanda forte. Una ricerca usante 295 imprese croate come campione, mostrò che la frequenza dei cambiamenti di prezzo cresceva notevolmente in presenza di shock, sotto la forma di rapidi cambi della domanda o dei costi di produzione¹³⁸. All'interno di questa pubblicazione è possibile notare che in condizioni di normalità le imprese croate erano solite cambiare i prezzi meno di una volta all'anno (ogni 16 mesi circa). In occasione di cali della domanda aggregata, invece, i prezzi cambiavano circa ogni tre mesi e in casi estremi anche ogni singolo mese. Gli autori di quella ricerca compararono inoltre i loro risultati con quelli di altre ricerche e conclusero che, in presenza di forti

¹³⁶ *ibidem*

¹³⁷ Krznar, I. (2011): *An Analysis of the Domestic Inflation Rate Dynamics and the Phillips Curve*, CNB Working Papers, No. 31, Croatian National Bank, Zagreb.

¹³⁸ Pufnik, A., and D. Kunovac (2012): *Pricing Behaviour of Croatian Companies: Results of a Firm Survey and a Comparison with the Eurozone*; CNB Working Papers, No. 36, Croatian National Bank, Zagreb.

shock, la flessibilità dei prezzi in Croazia fosse maggiore che nei paesi dell'area euro¹³⁹. Si può ritenere quindi soddisfatto il criterio della flessibilità dei prezzi.

Una conclusione simile può essere tratta anche per quanto riguarda la flessibilità dei salari. Normalmente i salari in Croazia sono piuttosto rigidi, ma dopo la crisi del 2008 le imprese cercarono di ridurre i costi del lavoro, sia congelando i salari nominali sia cercando di abbassarli. Dati statistici e sondaggi mostrano che in Croazia la strategia dominante per l'aggiustamento fu il licenziamento di forza lavoro "superflua", nelle fasi successive della crisi (2010-2013) le imprese iniziarono anche a tagliare i salari¹⁴⁰. Anche qui troviamo dinamiche simili a quelle degli altri membri dell'area euro, dove nelle crisi recenti le imprese si focalizzarono sul taglio di personale "ridondante", mentre il taglio dei salari era un fatto minoritario¹⁴¹. Troviamo anche che le imprese che hanno scelto di tagliare i salari nominali sono state molto più presenti in Croazia che mediamente nell'area euro, 26% contro il 4%¹⁴². Oltre che in Croazia, il taglio dei salari nominali è stato piuttosto frequente anche nei paesi baltici, in Grecia e in Cipro.

4.5.5 Integrazione fiscale e politica

Prima dell'adozione dell'euro il grado di integrazione fiscale e politica tra Croazia e area euro dipendeva largamente dalla struttura dell'UEM e per molti aspetti corrispondeva al grado d'integrazione di altri paesi membri fuori dall'eurozona. Una delle prime conseguenze dell'entrata della Croazia nell'UE è stata la partecipazione al Semestre Europeo, il ciclo annuale di coordinamento di politica economica. Il Semestre Europeo pone enfasi su solide finanze pubbliche da un lato, mentre dall'altro enfatizza misure che abbiano l'obiettivo di evitare l'accumularsi eccessivo di squilibri macroeconomici. Inoltre da quest'anno (2023) con l'adozione dell'euro, la Croazia è soggetta sia ai provvedimenti di sanzioni finanziarie dirette nel caso di inadempimento dell'obbligo di correggere deficit eccessivi, sia a provvedimenti su consultazioni a priori con la Commissione Europea quando si adotta un nuovo budget di governo. Da un lato l'entrata nell'euro e nell'area Schengen ha aiutato l'integrazione politica con il resto dei membri. Solo nel 2020 la Croazia è entrata a far parte dell'accordo ERM II e ha firmato il Fiscal compact, questo trattato imposta le regole per un più stretto coordinamento delle politiche economiche, della governance dell'area euro e infine favorisce una certa disciplina fiscale. Incorporando l'obbligo di osservare le regole fiscali sotto il trattato nella costituzione un paese si impegna ulteriormente nel rispettare la disciplina fiscale richiesta dall'unione economica e monetaria. In quanto membro dell'UE e adesso

¹³⁹ Brkic M. and Sabic A., 2018, op.cit. p.14

¹⁴⁰ Kunovac, M., and A. Pufnik (2015): Features of the Labour Market and Wage Setting in Croatia: Firms Survey Results, CNB Surveys, No. 19, Croatian National Bank, Zagreb.

¹⁴¹ Fabiani, S., A. Lamo, J. Messina, and T. Room (2015): European Firm Adjustment during Times of Economic Crisis, ECB Working Papers, No. 1778, European Central Bank, Frankfurt.

¹⁴² ibidem

dell'eurozona la Croazia ha l'opportunità di supportare l'obiettivo delle istituzioni europee di complementare l'UEM con una specie di unione fiscale. Mentre le discussioni sulla forma della funzione di stabilizzazione macroeconomica per l'area euro sono ancora in corso, dove le considerazioni maggiori vengono fatte sulle forme limitate di integrazione fiscale (come ad esempio uno schema d'assicurazione comune per la disoccupazione e mutui fondi d'investimento), alcuni principi per qualsiasi forma di competenza fiscale sono già noti. Questi principi sono: l'evitare qualsiasi forma di moral hazard, applicazione coerente delle regole fiscali e l'eliminazione di debolezze strutturali. Inoltre, parlando delle precondizioni per queste misure che puntano ad una maggiore integrazione, dobbiamo notare particolarmente la preparazione degli stati membri per una più forte integrazione politica e un alto grado di confidenza. Confidenza che riguarda, sia la struttura della governance europea nel coordinare con successo le politiche fiscali all'interno dell'UEM, sia la capacità dei governi nazionali nell'osservare le regole di quella struttura.

4.5.6 L'ambiguità della teoria AVO nel caso della Croazia

La Croazia non deve necessariamente soddisfare tutti i criteri della teoria AVO per poter trarre beneficio dall'adozione dell'euro, come ha mostrato Tavlas¹⁴³, quando sviluppò i concetti dell'inconclusività dell'AVO e dell'incoerenza (si rimanda al paragrafo 1.4). Per fare un esempio, nel caso della Croazia la teoria AVO non risponde alla domanda se il soddisfacimento dei criteri della sincronizzazione, del grado di integrazione commerciale e finanziaria siano sufficientemente forti per l'adozione dell'euro da compensare l'insufficiente diversificazione economica. Il soddisfacimento delle meta proprietà dell'avo, quando abbiamo confrontato l'effetto degli shock nell'area euro con gli effetti sull'economia croata (assieme a quella bulgara e rumena) in relazione alla sincronizzazione dei cicli economici, è sufficiente ad attestare il valore benefico dell'euro per questa economia?

La teoria AVO, almeno nella sua impostazione keynesiana, sovrastima il ruolo della politica monetaria nelle piccole economie aperte e al contempo non presta abbastanza attenzione al problema del rischio di cambio¹⁴⁴, che di per sé può rappresentare una buona ragione per un paese di accedere ad un'unione monetaria. Come abbiamo ampiamente discusso nel primo capitolo, la versione "keynesiana" della teoria AVO si è sviluppata negli anni sessanta, quando i flussi di capitali erano molto limitati, il che permetteva alle banche centrali un ampio spazio di manovra per le loro politiche

¹⁴³ Tavlas, G. S. (1994): The Theory of Monetary Integration, *Open Economics Review*, Volume 5(2), pp. 211 – 230.

¹⁴⁴ Brkic M. and Sabic A., 2018, op.cit. p.15

monetarie. Al giorno d'oggi dove i flussi di capitali internazionali sono abbondanti, le banche centrali di piccole economie aperte sono obbligate ad aggiustare le loro politiche secondo le politiche monetarie delle grandi banche centrali quali la BCE o la FED, questo in modo da proteggere la loro economia da spostamenti speculativi di capitali. Ne segue che lo spazio discrezionale di manovra delle politiche monetarie è estremamente ridotto nelle piccole economie. Un'altra limitazione per le banche centrali di paesi come la Croazia è l'alto livello di debito in valuta estera. Per essere più precisi sul caso dei potenziali effetti avversi di un deprezzamento del tasso di cambio di economie oberate da un debito in valuta estera: una banca centrale non può usare misure di politica monetaria se vi è il rischio che queste possano minare la stabilità del tasso di cambio. Date queste considerazioni, l'essere entrata nell'UEM e l'aver rinunciato alla propria sovranità monetaria non ha tolto alla Croazia un importante strumento di politica economica. Bensì le ha conferito un vantaggio istantaneo nell'aver eliminato il problema del rischio di cambio, che rappresentava nell'economia croata un peso per molti settori. Dalla fig. 4.9 possiamo ricavare i dati (del 2016) sulla struttura valutaria del debito dei settori domestici croati. Essi rivelano che l'economia croata era significativamente esposta ad un rischio di cambio. Poco più di tre-quarti del debito governativo e delle società non-finanziarie è denominato o indicizzato in valuta estera, e questo vale anche per il 60% del debito delle famiglie¹⁴⁵.

¹⁴⁵ <https://www.hnb.hr/en/statistics/statistical-data/financial-sector/consolidated-balance-sheet-of-mfis>

Figure 9 Amount and currency structure of debt of domestic sectors, 31 December 2016

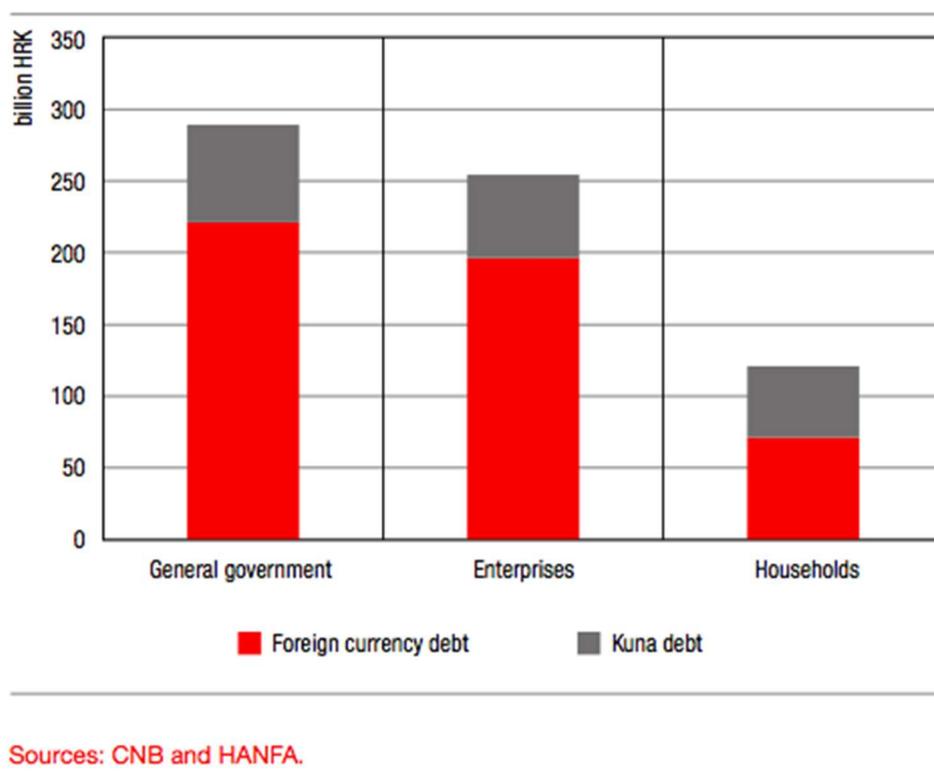


fig.4.9 fonte: Brkić M. and Šabić A., 2018. "Is the Euro the Optimum Currency for Croatia: An Assessment Using the Optimum Currency Area Theory". Croatian National Bank, Surveys S-30. Zagreb.

L'alta percentuale di debito in valuta estera del debito complessivo dei settori domestici è il risultato di un significativo debito estero dell'economia e di un alto grado di europeizzazione dei prestiti bancari. Prima dell'entrata dell'euro, un aspetto specifico del settore bancario croato era l'alta percentuale di risparmi denominati in valuta estera delle famiglie, il che stimolava le banche croate a minimizzare la loro esposizione al rischio di cambio. Le banche croate per minimizzare la loro esposizione al rischio di cambio, erano solite a piazzare prestiti indicizzati in valuta estera. Tuttavia, concedere prestiti indicizzati in valuta estera espone il richiedente del prestito a rischio di cambio, esponendo indirettamente anche il sistema bancario (dunque ci troviamo in un circolo vizioso). In particolare, concedendo prestiti indicizzati in valuta estera a persone che percepiscono un reddito denominato nella valuta nazionale, le banche si espongono ad un rischio di credito indotto dal rischio di cambio, per fare un esempio chiaro: nel caso di un significativo deprezzamento della moneta nazionale si corre il rischio che il richiedente/fruttore del prestito non riesca più a rispettare i suoi obblighi contrattuali di prestito. Avendo capito questa dinamica appare chiaro che prima dell'adozione dell'euro l'economia croata era fortemente esposta al problema del rischio di cambio.

Bisogna sottolinearlo strenuamente, pensiamo infatti, in ragione dell'enorme debito in valuta estera (principalmente in euro all'epoca), a cosa sarebbe potuto succedere dopo un forte deprezzamento della kuna contro l'euro? Sicuramente effetti disastrosi sul conto di bilancio dei settori domestici. Tra il 2016 e il 2018 il debito totale in valuta estera dei settori domestici ammontava a HRK 511 miliardi, circa il 148% del PIL¹⁴⁶. Pensiamo ora a cosa sarebbe successo nel caso di un deprezzamento nominale del 10% della kuna contro l'euro: il capitale di prestito (la somma presa a prestito all'inizio del mutuo, senza gli interessi) del debito dei settori domestici sarebbe aumentato immediatamente di HRK 51 miliardi, ovvero il 15% del PIL. L'aumento del capitale di prestito aumenterebbe il costo del ripagamento del debito e avrebbe ridotto il reddito disponibile dei fruitori del debito. L'indebolimento della kuna avrebbe avuto anche effetti avversi sulla pubblica finanza: sempre sotto lo scenario di un deprezzamento del 10% della kuna rispetto all'euro, il debito pubblico (governativo) sarebbe aumentato di HRK 22 miliardi, ovvero il 6,4% del PIL. Oltre ai suddetti effetti negativi diretti sul livello di debito e sul budget, un problema aggiuntivo sarebbe stato dato dalla diminuita credibilità del governo nei mercati finanziari. Sempre secondo l'ipotesi che stiamo seguendo, nel periodo seguente il deprezzamento della kuna, gli investitori richiederebbero premi di rischio maggiori per proteggere se stessi. In queste condizioni, nuovi prestiti sarebbero possibili solo a tassi d'interesse maggiori, con effetti negativi sul budget. Dunque nonostante l'ambiguità delle conclusioni che si possono trarre dal confronto dei criteri della teoria AVO, tenendo conto del rischio sistemico verso il quale la Croazia si stava esponendo, la scelta di adottare l'euro è stata sicuramente benefica. La Croazia era a rischio sistemico causato dal debito in valuta estera dei settori domestici, in particolar modo il settore governativo, l'aver eliminato il rischio di cambio ha sicuramente giovato alla stabilità macroeconomica e finanziaria di lungo periodo del paese.

¹⁴⁶ Brkic M. and Sabic A., 2018, op.cit. p.15

5-Conclusioni

La teoria AVO propone diversi criteri che un'economia dovrebbe soddisfare affinché il suo ingresso in un'unione monetaria dia esiti positivi e affinché l'adozione di una politica monetaria comune sia riuscita. La maggior parte dei criteri fanno riferimento all'esistenza di un certo grado di integrazione economica tra il paese e l'unione monetaria, questo perché una stretta integrazione economica riduce il rischio di shock asimmetrici. Alcuni dei criteri possono essere: il grado di integrazione commerciale e finanziaria, la sincronizzazione dei cicli economici, la mobilità del lavoro, la flessibilità dei prezzi e dei salari, il grado di diversificazione economica, l'integrazione politica e fiscale. La letteratura, soprattutto verso la fine degli anni ottanta e i primi anni novanta, ritenne i criteri della Teoria AVO inconcludenti e spesso incoerenti. Fu in questo periodo che si iniziò a delineare una nuova teoria AVO, che piuttosto che usare un'approccio teorico preferì basarsi su analisi empiriche. La differenza tra queste due versioni della teoria consiste anche nel fatto che la prima fosse di impostazione keynesiana mentre la seconda d'impostazione monetarista. Infatti una critica fatta nella letteratura degli anni novanta ad autori come Mundell o McKinnon, fu quella di aver dato troppa importanza al ruolo della politica monetaria nel contesto degli shock asimmetrici. Date le incongruenze dei criteri con le analisi empiriche, un terzo ramo della letteratura sviluppò l'idea dell'endogeneità della teoria AVO. Questo concetto dimostrò, e in parte con successo, che in un processo di integrazione monetaria, molti paesi che non soddisfacevano i criteri inizialmente, iniziarono a soddisfarli in seguito all'adesione in un'unione monetaria. Questo si è dimostrato essere vero soprattutto per le piccole economie aperte. Dagli anni novanta infatti, la nuova versione dell'AVO iniziò ad essere usata più come argomentazione politica per la creazione di un'unione monetaria. Molte analisi empiriche hanno dimostrato l'inadeguatezza dei paesi europei all'adesione di un'unione monetaria, però il processo di sviluppo della UEM non si fermò. La crisi del debito sovrano del 2010 parve dar credito ai detrattori dell'eurozona, eppure l'euro si salvò. Nonostante le grosse difficoltà, l'eurozona dopo il 2010 ha continuato ad espandersi. I paesi dell'europa centrale e dell'est, sono riusciti ad arrivare ad un grado di integrazione pari a quelli di paesi membri sin dal 1999. Questo ha dato ragione in parte, al concetto di endogeneità della Teoria AVO ed in parte alla versione monetarista dell'AVO. Infatti se da un lato i nuovi paesi membri non ebbero soddisfatto tutti i criteri necessari, all'epoca della loro adesione, dall'altro la limitazione della loro politica monetaria li spinse a voler rischiare. Come abbiamo visto nell'ultimo capitolo, molte piccole economie aperte, sono, anche involontariamente, sincronizzate con il ciclo economico della BCE. Inoltre abbiamo visto come gli shock dell'eurozona, siano di fatto anche gli shock di quelle piccole economie che erano fuori dall'eurozona. A causa del rischio di movimenti speculativi di capitali, queste economie erano state obbligate a legare il loro regime di cambio con quello della BCE, cercando di evitare

regimi flessibili. La Croazia è un esempio molto marcato di quello che abbiamo spiegato sopra. Se da un lato, secondo i criteri classici della teoria AVO, essa non avrebbe potuto far parte dell'UEM, dall'altro la decisione puramente politica di entrare a far parte dell'UE nel 2013 le ha consentito di convergere ed integrarsi più velocemente di molte altre grandi economie dell'europa occidentale. Spesso allora, un decisore politico deve saper fare un bilancio tra motivazioni economiche e politiche. La Bulgaria come abbiamo visto, sempre secondo le meta proprietà della teoria AVO, non ha altra scelta se non quella di continuare a "lottare" per raggiungere quei criteri di convergenza che le permetteranno di entrare nell'eurozona. Essa infatti pur avendo formalmente indipendenza della politica monetaria, di fatto non ha una vera sovranità monetaria. Si ritrova allora senza il beneficio della valuta comune, ma con l'onere di non avere una politica monetaria indipendente. La Romania si trova invece davanti ad un bivio, da un lato non soddisfa minimamente, né i criteri AVO, né i criteri di convergenza del Trattato di Maastricht. Avendo un regime di cambio flessibile essa è meno dipendente dalla politica monetaria della BCE, ma essendo il suo ciclo economico strettamente legato a quello dell'eurozona ne viene comunque colpita. Infine bisogna ricordare che, quando è stata creata l'UEM, le economie che la componevano non erano sincronizzate, e l'introduzione dell'euro causò seri disturbi economici, almeno per alcuni paesi. Deprivati della loro politica monetaria, questi paesi si rivolsero a strumenti fiscali per risolvere i loro problemi, il che condusse probabilmente alla crisi del debito sovrano. Come abbiamo visto, il problema principale che la letteratura fa emergere è il grado di incompletezza dell'Unione Economica e Monetaria, mancando soprattutto di un'unione fiscale, un'unione bancaria e una solida integrazione politica. Piccole economie aperte come la Croazia e la Bulgaria hanno certamente la volontà di farne parte, ma nessun accesso di nuovi membri può risultare ottimale se l'eurozona stessa non rappresenta un'area valutaria ottimale. Per questo l'unica strada possibile è quella della riforma istituzionale e l'inizio di un serio dibattito verso il federalismo europeo.

Bibliografia

Allard, C., P. L. Brooks, J. C. Bluedorn, F. Bornhorst, K. Christopherson, F. Ohnsorge, and T. Poghosyan (2013): *Toward a Fiscal Union for the Euro Area*, IMF Staff Discussion Notes, No. 13/09, International Monetary Fund, Washington, DC.

Baldwin R. and Wyplosz C., 2022, *The economics of european integration*. 7th ed. McGrawHill Education pub. pp.3-45.

Baldwin, R., Wyplosz, C., *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill Education, sesta Edizione, 2019 p. 382.

Bastasin, C., *Saving Europe. Anatomy of a Dream*, Brooking Institution Press, 2015, pp. 1-22.

Bayoumi T. e Eichengreen B.J., (1993). “Shocking aspects of European Monetary Integration” in Torres e Giavazzi (1993, p.193-235)

Bayoumi, T. and B. Eichengreen (2017) ‘Aftershocks of monetary unification: hysteresis with a financial twist’, VoxEU.

Beblavý, M., G. Marconi, and I. Maselli (2015): *A European Unemployment Benefit Scheme – the Rationale and the Challenges Ahead*, Publications Office of the European Union, Luxembourg.

Boeri T. e Garibaldi P. (2006). “ Are Labour Markets in the New Member States Sufficiently Flexible for EMU?”, in “*Journal for Banking and Finance*”, 30(5), pp.1393-1407.

Brkić M. and Šabić A., 2018. “Is the Euro the Optimum Currency for Croatia: An Assessment Using the Optimum Currency Area Theory”. Croatian National Bank, Surveys S-30. Zagreb.

Brkić M. and Šabić A., 2018. “Is the Euro the Optimum Currency for Croatia: An Assessment Using the Optimum Currency Area Theory”. Croatian National Bank, Surveys S-30. Zagreb.

Ca’Zorzi, M., and M. Rubaszek (2008): *On the Empirical Evidence of the Intertemporal Current Account Model for the Euro Area Countries*, ECB Working Papers, No. 895, European Central Bank, Frankfurt.

Calzoneri M., Vallés J. e Vinals J., (1996). “Do Exchange Rates Have to Adress International Macroeconomic Imbalances?”, CEPR Discussion Paper n. 1498

Campos N. e Macchiarelli C., (2016). “Core and Periphery in the European Monetary Union: Bayoumi and Eichengreen 25 years later” in “*Economics Letter*”, 147 pp.127-130

CNB (2016), Bulletin 226, Box 4 Changes in the dynamics and structure of Croatian goods exports since entry into the EU.

Commission of the European Communities, 1990. "One market, one money An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union". *European Economy* n.44.

Darvas, Z., Szapáry, G., 2008. Business cycle synchronization in the enlarged EU. *Open Econ. Rev.* 19 (1), 1–19.

De Arcangelis G. (2017), *Economia internazionale*. Milano, McGraw-Hill.

De Arcangelis, G., "Economia internazionale", McGraw Hill, 2013, pp. 539-543.

De Grauwe P. (2011), "The Governance of a Fragile Eurozone". CEPS Working Document, n.346.

De Grauwe P. e Heens H., (1993). "Real Exchange Rate Variability in Monetary Unions", in "Recherches Economiques de Louvain", 59(1-2), pp.105-117.

De Grauwe, P., and F. P. Mongelli (2005): Endogeneities of Optimum Currency Areas. What Brings Countries Sharing a Single Currency Closer Together?, ECB Working Papers, No. 468, European Central Bank, Frankfurt.

De Grauwe, P., and F. P. Mongelli (2005): Endogeneities of Optimum Currency Areas. What Brings Countries Sharing a Single Currency Closer Together?, ECB Working Papers, No. 468, European Central Bank, Frankfurt.

Deskarić M., Kotarac K., Kunovac D., 2020. "The third round of euro area enlargement: are the candidates ready?". *Journal of International Money and Finance* 107 (2020) p.8.

Deskarić M., Kotarac K., Kunovac D., 2020. "The third round of euro area enlargement: are the candidates ready?". *Journal of International Money and Finance* 107 (2020) p.2

Deskarić M., Kotarac K., Kunovac D., 2020. "The third round of euro area enlargement: are the candidates ready?". *Journal of International Money and Finance* 107 (2020).

Dumićić, M., Ljubaj, I., Martinis, A., 2018. Persistence of euroisation in Croatia. Croatian National Bank, CNB Surveys.

Fabbrini, S., *Which European Union? Europe After the Euro Crisis*, Cambridge University Press, 2015, p. 22.

Fabiani, S., A. Lamo, J. Messina, and T. Room (2015): *European Firm Adjustment during Times of Economic Crisis*, ECB Working Papers, No. 1778, European Central Bank, Frankfurt.

Frankel, J., and A. Rose (1998): *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*, *Economic Journal*, Volume 108, pp. 1009 – 1025.

Frankel, J.A., Rose, A.K., 1998. *The endogeneity of the optimum currency area criteria*. *Econ. J.* 108 (449), 1009–1025.

Franks, M.J.R., Barkbu, M.B.B., Blavy, M.R., Oman, W., Schoelermann, H., 2018. *Economic convergence in the euro area: coming together or drifting apart?* -International Monetary Fund.

Friedman, M. (1953) “The Case for Flexible Exchange Rates.” In *Essays in Positive Economics*, 157–203. Chicago: University of Chicago Press.

Gächter, M., Riedl, A., Ritzberger-Grünwald, D., 2013. *Business cycle convergence or decoupling? Economic adjustment in CESEE during the crisis*.

Giavazzi, F. and A. Giovannini (1989), “Limiting Exchange Rate Flexibility: the European Monetary System”, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.

Gulde, M.A.M., 1999. *The role of the currency board in Bulgaria’s stabilization*. IMF Policy Discussion Paper, PDP/33/9.

Hafner, K. A., Jager, J., “The Optimum Currency Area Theory and the EMU. An Assessment in the Context of the Eurozone Crisis”, in *Intereconomics. Review of European Economic Policy*, Volume 48, n.5, 2013, pp.315- 322.

Hale G. and Obstfeld M., (2014). “The Euro and the Geography of International Debt Flows” FEDERAL RESERVE BANK OF SAN FRANCISCO-WORKING PAPER SERIES. Working Paper 2014-10.

Ignazio Angeloni and Michael Ehrmann (2007) “Euro Area Inflation Differentials,” *The B.E. Journal of Macroeconomics* : Vo l . 7 Iss.1 (Topics), Article 24.

Ishiyama, Yoshihide. “The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey.” *Staff Papers (International Monetary Fund)* 22, no. 2 (1975): 344–83.

Kenen, P. B., “The theory of optimum currency areas: an eclectic view” in Monetary Problems of The International Economy, University of Chicago Press, 1969.

Korhonen I. e Fidrmuc J., (2001). “Similarity of Supply and Demand Shocks between the Euro Area and the accession countries”, in “Focus on Transition”, n.2 pp.26-42.

Kose, M.A., Otrok, C., Prasad, E., 2012. Global business cycles: convergence or decoupling?. Int. Econ. Rev. 53 (2), 511–538.

Krugman, P. (1993), “Lessons of Massachusetts for EMU”. In Francisco Torres and Francesco Giavazzi (eds.), Adjustment and Growth in the European Monetary Union, pp. 241-269.

Krznar, I. (2011): An Analysis of the Domestic Inflation Rate Dynamics and the Phillips Curve, CNB Working Papers, No. 31, Croatian National Bank, Zagreb.

Kunovac, M., and A. Pufnik (2015): Features of the Labour Market and Wage Setting in Croatia: Firms Survey Results, CNB Surveys, No. 19, Croatian National Bank, Zagreb.

Kunroo M.H. (2015), “Theory of Optimum Currency Area: A Literature Survey” Review of Market Integration 7(2) 87-116, INDIA. SAGE Publications.

Matkowski, Z., Próchniak, M., 2004. Real economic convergence in the EU accession countries. Prace i Materiały Instytutu Rozwoju Gospodarczego SGH 75, pp.258–284.

McKinnon R., “Optimum Currency Areas and Key Currencies: Mundell I versus Mundell II,” Journal of Common Market Studies Vol. 42, No. 4, 2004, pp. 689-715.

McKinnon, R., I., “Optimum Currency Areas”, The American Economic Review, 196.

Mongelli, F. P. (2002): “New” Views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling Us?, ECB Working Papers, No. 138, European Central Bank, Frankfurt.

Mongelli, F. P., 2008. “European economic and monetary integration and the optimum currency area theory”, in Economic Papers 302, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs.

Mongelli, F. P., 2008. "European economic and monetary integration and the optimum currency area theory", in Economic Papers 302, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs. p.15.

Monteverdi, A., Optimum Currency Area theory and EMU: lessons from the euro crisis, CROIE Working papers, 2016, pp. 40-43.

Mundell R. (1973) "Uncommon Arguments for Common Currencies". In H.G. Johnson and A.K. Swoboda (Eds) The Economics of Common Currencies (pp. 143–72). London: Allen & Unwin Ltd.

Mundell, R. A., "A Theory of Optimum Currency Areas", The American Economics Review, 1961.

Popa, C., 2008, Inflation Targeting in an Open Economy: Romania's Experience, Challenges and Future Prospects, CBRT International Conference on "Globalization, Inflation and Monetary Policy, Istanbul.

Pufnik, A., and D. Kunovac (2012): Pricing Behaviour of Croatian Companies: Results of a Firm Survey and a Comparison with the Eurozone; CNB Working Papers, No. 36, Croatian National Bank, Zagreb.

Ralf Ptak, 2009. "Neoliberalism in Germany: Revisiting the Ordoliberal Foundations of the Social Market Economy", in

Philip Mirowski e Dieter Plehwe The Road From Mont Pèlerin: The Making of The Neoliberal Thought Collective, Cambridge, MA., Harvard University Press., pp. 124–25.

Rohatinski, Ž. (2015): Ogleđi u realnom vremenu (2000. – 2014.), EPH Media, Zagreb.

STEFANOV, G. P. (2020). Mundel Optimality of the Bulgarian Accession to the Euro Area. Izvestiya Journal of Varna University of Economics, 64 (3), p. 297 - 315.

Stehrer, R., and R. Stölinger (2015): The Central European Manufacturing Core: What is Driving Regional Production Sharing?, FIW Research Reports 2014/15 No. 2, The Vienna Institute for International Economic Studies, Vienna.

TAVLAS G. S., The 'New ' Theory of Optimum Currency Areas, in The World Economy , vol. 16, 1993 pagg. 663-685

Tavlas, G. S. (1994): *The Theory of Monetary Integration*, *Open Economies Review*, Volume 5(2), pp. 211 – 230.

Tavlas, G.S. (1993), “The ‘New’ Theory of Optimum Currency Areas”, *The World Economy*, pp 663-685.

Tavlas, G.S. (1994), “The Theory of Monetary Integration,” *Open Economies Review*, Vol. 5 no. 2, pp 211-230.

Wyplosz C. (2006), “European Monetary Union: The Dark Sides of a Major Success”, *Economic Policy*, April (46), pp 207-247.

Wyplosz, C. (2013): *The Eurozone Crisis and the Competitiveness Legend*, *Asian Economic Papers*, Volume 12(3), pp. 63 – 81.

RIASSUNTO

L'allargamento dell'area euro è un processo ancora in atto, infatti dopo che la seconda fase di allargamento era culminata nel 2015 con l'adozione dell'euro da parte della Lituania, il terzo turno si è ufficialmente aperto con l'adozione dell'euro da parte della Croazia il primo gennaio 2023. Gli altri due paesi che fanno parte della terza fase di allargamento dell'eurozona sono la Bulgaria e la Romania. La Bulgaria è entrata a far parte degli Accordi Europei di Cambio (ERM II) il 10 luglio 2020 e ha presentato nel giugno 2021 un piano nazionale per l'adozione dell'euro, prevista per il primo gennaio 2024. L'aderenza minima di due anni agli AEC rappresenta una precondizione per l'adozione della valuta comune. Nonostante la volontà politica dimostrata da parte della Romania di entrare a far parte degli accordi, e dunque di voler adottare l'euro, essa non ha ricevuto il consenso da parte dell'Eurogruppo e della BCE. Ad oggi (2023) la Romania non fa parte del ERM II e l'adozione dell'euro è ipotizzata per il 2028 o 2029. In seguito alla crisi del debito sovrano che ha colpito l'Europa nel 2010, si è assistito ad una crescente criticità nei confronti dell'Unione Economica e Monetaria (UEM), sia nella letteratura scientifica che nel sentire comune. Alcuni paesi membri dell'UE (in particolare l'Ungheria, la Polonia e la Repubblica Ceca) sono scettici sui benefici che l'aderenza ad un'unione monetaria può portare. Proprio a questo riguardo, lo scopo di questa dissertazione è quello di valutare i benefici e gli svantaggi che l'adesione all'unione monetaria può portare alla Croazia, alla Bulgaria e alla Romania. In letteratura questo tipo di valutazione viene svolta tramite la teoria delle Aree Valutarie ottimali (AVO). La dissertazione si strutturerà quindi come segue.

Nel primo capitolo, verrà presentata la teoria AVO in tutti i suoi aspetti e nella sua evoluzione storica. Brevemente, la teoria AVO propone diversi criteri che un'economia dovrebbe soddisfare affinché il suo ingresso in un'unione monetaria dia esiti positivi e affinché l'adozione di una politica monetaria comune sia riuscita. La maggior parte dei criteri fanno riferimento all'esistenza di un certo grado di integrazione economica tra il paese e l'unione monetaria, questo perché una stretta integrazione economica riduce il rischio di shock asimmetrici. Alcuni dei criteri possono essere: il grado di integrazione commerciale e finanziaria, la sincronizzazione dei cicli economici, la mobilità del lavoro, la flessibilità dei prezzi e dei salari, il grado di diversificazione economica, l'integrazione politica e fiscale.

Nel secondo capitolo verrà presentato un excursus storico del processo di integrazione monetaria in Europa. Questo processo di integrazione è passato attraverso il Sistema Monetario Europeo per poi culminare nell'Unione Economica e Monetaria con la creazione della valuta comune. Uno degli aspetti che la letteratura sulla teoria AVO ha ignorato per molto tempo, è la modifica nelle dinamiche di debito quando un'economia perde la propria sovranità monetaria. Questo aspetto è stato ignorato fino allo scoppio della crisi del debito sovrano del 2010, e per questo motivo anche la suddetta crisi verrà analizzata in questo capitolo.

Il terzo capitolo valuterà l'importanza della teoria AVO nell'UEM e si cercherà di rispondere alla domanda se l'UEM possa veramente rappresentare un'area valutaria ottimale. Si osserverà inoltre il ruolo che ha avuto la teoria AVO nel dare forma alla governance dell'UEM.

Infine nel quarto e ultimo capitolo si cercherà di rispondere alla domanda principale che questa dissertazione si pone. I tre paesi candidati, sono pronti ed adeguati per entrare a far parte dell'UEM ? Quali vantaggi e svantaggi possono incontrare le loro economie nell'adesione ad un'unione monetaria? Nel caso della Croazia si tratterà di una risposta ex-post. Usando le nozioni elaborate nei capitoli precedenti, si andranno ad applicare i criteri della teoria AVO ai tre candidati per rispondere alle domande poste sopra. Nei vari paragrafi del capitolo si utilizzeranno due approcci diversi: il primo approccio fa uso delle meta-proprietà AVO, mentre il secondo utilizza i criteri standard.