

DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT

Cattedra di Macroeconomia e Politica Economica

LA TEORIA DELLE AREE VALUTARIE OTTIMALI
DALLA NASCITA DELLA TEORIA ALLA MONETA COMUNE:
VERSO IL COMPLETAMENTO DELL'EUROZONA E IL
RAFFORZAMENTO DELLO STATUS DI VALUTA MONDIALE
DELL'EURO

RELATORE

Prof. Alessandro Pandimiglio

CANDIDATO

Alfredo Cutrì

269131

ANNO ACCADEMICO 2023/2024

INDICE

0.	INTRODUZIONE	4
1.	LA TEORIA DELLE AREE VALUTARIE OTTIMALI	6
1.1	Milton Friedman, spirito liberale e indipendenza monetaria parole fautrici della sua teoria.....	6
1.2	Robert Mundell, “L’Architetto dell’Euro”	8
1.3	Ronald McKinnon, l’impulso del grado di apertura dell’economia verso un’unione monetaria.....	10
1.4	Peter Kenen, la diversificazione della struttura produttiva a favore dell’adozione di una moneta comune.....	12
1.5	La “Nuova Teoria” e i suoi limiti	14
2.	L’INCOMPLETEZZA DELL’EUROZONA.....	20
2.1	Costi di una moneta comune	20
2.2	Benefici di una moneta comune	25
2.3	Costi e benefici a confronto	33
2.4	La Fragilità delle unioni monetarie incomplete	37
3.	L’EURO E LO STATUS DI VALUTA INTERNAZIONALE	43
3.1	Le 4 “U”	44
3.1.1	Unione politica	45
3.1.2	Unione di Bilancio	47
3.1.3	Unione Istituzionale	48
3.1.4	Unione Finanziaria.....	49
3.2	La Credibilità Dell’Eurozona.....	50
3.3	Benefici di una Moneta Internazionale.....	52
3.4	La digitalizzazione dell’Euro	56
4.	CONCLUSIONE	60
5.	BIBLIOGRAFIA	62
6.	SITOGRAFIA	65

INDICE DELLE FIGURE

Figura 1 - Simmetria e flessibilità in quanto criteri avo.	7
Figura 2 - Efficacia di un deprezzamento della moneta in funzione del grado di apertura economica.....	11
Figura 3 - Costo dell'adesione a un'unione monetaria e grado di apertura di un paese (% del PIL).....	11
Figura 4 - Bolle e crolli nei mercati dei cambi: due esempi.....	27
Figura 5 - Il modello di crescita neoclassico.	27
Figura 6 - L'effetto di una riduzione del rischio più basso nel modello di crescita neoclassico.....	28
Figura 7 - Crescita endogena nel «nuovo» modello di crescita.....	29
Figura 8 - Andamento reale del PIL nell'Eurozona, nell'ue-10 e negli Stati Uniti, 2000-2018.....	30
Figura 9 - Quote dell'euro e del dollaro in quanto valute di riserva, 2001, 2005, 2010, 2015 (%).	31
Figura 10 - Benefici di un'unione monetaria e grado di apertura del paese (% del PIL).	32
Figura 11 - Costi e benefici di un'unione monetaria (% del PIL).	33
Figura 12 - Costi e benefici di un'unione monetaria (% del PIL): due punti di vista.....	34
Figura 13 - Costi e benefici con rigidità decrescenti (% del PIL).	35
Figura 14 - La posizione della Commissione europea sull'integrazione monetaria.....	36
Figura 15 - I benefici (B) dell'inadempienza dopo uno shock di solvibilità.....	38
Figura 16 - Spread tra titoli di stato di alcuni paesi europei e bund tedeschi a 10 anni, 1991-2017 (%).	41
Figura 17 – Operazioni di acquisto di beni e servizi	57

0. INTRODUZIONE

L'unicità e la novità dell'Unione Economica e Monetaria Europea ha affascinato tutto il globo, dalla stampa ai politici, fino ad arrivare agli economisti.

Un' unificazione ideale seduceva tutti i paesi coinvolti e no: dall'evento epocale del 1999 in poi si sono susseguiti una serie di avvenimenti storici che hanno portato all'Eurozona che conosciamo oggi.

Nonostante la situazione politico economica internazionale burrascosa che viviamo, l'Unione Monetaria nella sua incompletezza riesce ancora a sopravvivere.

Proprio in base a questa considerazione, nascono nella mia mente alcuni quesiti riguardanti possibili soluzioni per la determinazione di una moneta unica, forte e definita. La Teoria Ottimale delle Aree Valutarie, nata grazie all'immortale "architetto dell'euro", ha portato ad un'opera economica unica al mondo.

Unica però è anche l'incompletezza della sua creatura, l'Eurozona, vittima delle diverse crisi succedute nel tempo.

Con questa premessa, posso annunciare che nel Capitolo 1 parlerò della Teoria delle Aree Valutarie Ottimali e delle tesi sviluppate da diversi economisti quali Friedman, Mundell, McKinnon e Kenen. Andrò a concludere, questa prima parte, parlando dei contributi più moderni riguardanti questa teoria.

Successivamente, nel Capitolo 2, andrò ad analizzare i costi e i benefici di un'unione monetaria mettendo a fuoco i motivi per cui l'incompletezza dell'eurozona determina costi aggiuntivi e problemi di sostenibilità. Facendo un focus sull'Unione monetaria in Europa, spiegherò e analizzerò, nella sua unicità, i motivi della sua fragilità.

Questa analisi introdurrà, nel Capitolo 3 i modi per "completare" l'Unione Monetaria, la quale ci porterà ad affermare che un'unione monetaria armoniosa è possibile solo se c'è una unione politica, di bilancio, finanziaria ed istituzionale tale da far acquisire, nel contesto internazionale, la credibilità necessaria.

Di tale credibilità, l'Eurozona ha bisogno per contrastare e competere con le altre superpotenze economiche che animano il panorama economico globale.

Analizzando il libro di Paul De Grauwe, acclamato economista in campo macroeconomico, mi sono chiesto se fosse la credibilità dell'Eurozona la grande chiave per far prosperare una economia utopisticamente perfetta.

Arriverò a pensare ad una soluzione che potrebbe portare l'Eurozona vicino alla teoria delle Aree Valutarie Ottimali, cioè che l'euro acquisisca lo status di grande valuta internazionale.

Sono arrivato a questa idea, sviluppando una delle ultime tesi del professore, perché penso, all'albo della mia semplice curiosità e desiderio di trovare un'idea lampante, che un'internazionalizzazione e una globalizzazione della moneta euro possa portare indirettamente ad un'unione armonica all'interno del panorama europeo tale da far sì che si avvicini sempre di più alla così ambita area valutaria ottimale.

Concluderò il tutto introducendo la proposta della Commissione Europea, sostenuta dalla BCE, riguardante l'introduzione dell'euro digitale come strumento per far acquisire una forza monetaria e un'unione finanziaria tale da portare l'euro sempre più vicino alla sua internazionalizzazione.

È una strategia per stimolare l'apertura, la forza e la resilienza del sistema economico e finanziario dell'Unione Europea. Un ruolo internazionale rafforzato dell'euro è un ulteriore passo per rafforzare l'influenza dell'Europa nel mondo.

Leggendo il libro e documentandomi su varie fonti mi sono reso conto che le iniziative volte a rafforzare il ruolo internazionale dell'euro integrano le azioni pianificate e già intraprese per approfondire l'Unione economica e monetaria dell'Europa.

Ora più che mai c'è bisogno di rendere più forte questa unione, in un panorama internazionale incerto che hanno come parole chiave guerra e inflazione, con l'inserimento pesante di nuove potenze economiche provenienti dall'est, l'Eurozona deve prendere questo come un campanello d'allarme per la sua situazione economica e per la sovranità monetaria e può raggiungere tale forza stabilizzatrice, da contrastare tutto questo, attraverso l'internazionalizzazione della sua valuta.

1. LA TEORIA DELLE AREE VALUTARIE OTTIMALI

Agli inizi degli anni '60 Robert Mundell ideò una teoria nota come "*Teoria delle Aree Valutarie Ottimali*" che si basava sull'idea che il mondo dovesse essere suddiviso in regioni essendo ognuna di queste, un'area valutaria ottimale, dove si massimizzano i benefici economici.

La teoria enunciata espone come tale unione possa essere costituita da Paesi che condividano caratteristiche economiche simili e che possano adattarsi in modo efficace alle dinamiche economiche comuni.

Successivamente tale teoria, venne più volte contestata poiché la realtà economica si è dimostrata, nel tempo, assai imprevedibile e più complessa andando ben oltre le tesi teoriche.

Le critiche sostengono che, se un Paese aderisce ad un'unione monetaria, perde la propria sovranità e indipendenza economica. Tale circostanza influenza la capacità di far fronte a shock asimmetrici. È questa l'essenza della teoria di Mundell (1961).

Questa teoria ha vissuto un periodo di evoluzione e qui, in questo capitolo, parleremo dei contributi fondamentali, di vari importanti economisti succeduti nel tempo, su tale ispirante teoria. Concluderemo portando i pensieri più moderni sulla teoria, fondatrice dell'economia dell'unione monetaria, riassumendoli nel concetto di "*Nuova Teoria*".

Questo capitolo è di introduzione verso il passaggio ad un argomento che interessa particolarmente noi europei, cioè l'analisi dell'economia dell'unione monetaria in Europa e della sua incompletezza.

1.1 Milton Friedman, spirito liberale e indipendenza monetaria parole fautrici della sua teoria

Conosciuto dal tutto il panorama economico come uno dei maggiori critici della Teoria delle Aree Valutarie Ottimali, Milton Friedman era molto scettico riguardo ad un sistema di cambi fissi, infatti, il premio Nobel del 1976, ha spiegato l'importanza di un sistema di tassi di cambio flessibili.

La flessibilità dei tassi risulta indispensabile, in primo luogo, per far sì che i Paesi si adeguino agli shock economici e mantenere la competitività, inoltre la fissazione dei cambi perché non permetterebbe più l'utilizzo dello strumento della flessibilità come mezzo di aggiustamento.

Ritroviamo tali teorie in *“The Case for Exchange Rates”*, dove Friedmann presenta delle argomentazioni a favore dei tassi di cambio flessibili rispetto a quelli fissi. Una di queste è l’adattabilità agli shock economici, nel senso che i tassi di cambio possono adeguarsi automaticamente ai cambiamenti macroeconomici consentendo un miglior aggiustamento rapido dell’economia.

In particolare, spiega che dalla flessibilità dei cambi, deriva anche una maggiore autonomia della politica monetaria. Nel senso che gli Stati sono più liberi di adottare la loro politica monetaria in risposta alle problematiche specifiche di quel Paese.

Successivamente arriva ad affermare che è di difficile attuazione vedere un’area valutaria ottimale in Europa data la diversità degli stati nazione che perseguono politiche indipendenti di spesa e tassazione.

Infatti, a conferma di ciò, in un’analisi discussa nel libro *“Economia dell’Unione Monetaria”*, nello stabilire se un’unione sia desiderabile per un dato Paese occorre tener conto non solo del grado di flessibilità del mercato del lavoro ma anche della dimensione degli shock asimmetrici cui esso è esposto. Quindi se i paesi subiscono degli shock da domanda e offerta differenti troveranno più costoso formare un’unione monetaria.

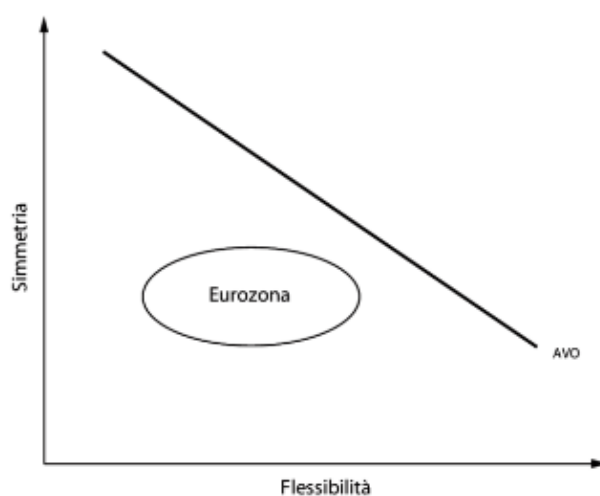


Figura [1]. [Simmetria e flessibilità in quanto criteri avo]
Fonte: Paul de Grauwe, *Economia dell’Unione Monetaria*, Il Mulino, 2020

Rappresentando in un grafico il grado di simmetria sulle ordinate e la flessibilità sulle ascisse tracciando una linea che chiameremo linea “AVO” vedremo che l’Eurozona si trova al di sotto di questa linea. Tale linea definisce le combinazioni di simmetria e flessibilità dove i costi e i benefici di un’unione monetaria si bilanciano esattamente. Per migliorare questa posizione si dovrebbe ridurre il grado di asimmetria degli shock ma come abbiamo detto precedentemente secondo Friedman questo è di difficile attuazione,

perché in Europa c'è una elevata diversità degli stati nazione che perseguono politiche indipendenti di spesa e tassazione.

Altro argomento fulcro della teoria di Friedman riguarda la perdita di sovranità degli Stati Nazione che deriva dall'unione monetaria. Perché le nazioni secondo l'economista dovevano essere in grado di rispondere al meglio alle loro esigenze economiche specifiche e lo potevano fare solo se le loro banche nazionali erano indipendenti e libere d'agire.

Friedman, essendo un liberale, era a favore dell'indipendenza delle politiche monetarie nazionali. In primo luogo, un sistema basato sulla discrezione sarebbe incoerente con i principi democratici: "Qualsiasi sistema che dà così tanto potere e così tanta discrezione a pochi uomini... è un cattivo sistema per chi crede nella libertà solo perché dà a pochi uomini tale potere senza alcun controllo efficace da parte del corpo politico... questo è l'argomento politico chiave" (Friedman 1962: 50, corsivo aggiunto).¹

Da questa frase si evince la scuola di pensiero liberale di Friedman, contro la politica monetaria discrezionale.

L'economista statunitense, nel suo articolo, si concentra soprattutto sul caso dell'Inghilterra ponendolo a paragone con quello degli USA evidenziando che per un sistema di cambi fissi bisogna essere sottoposti ad un'unione fiscale oltre che monetaria con libertà negli scambi commerciali per far sì che il sistema sia efficiente.

Possiamo riassumere il pensiero di uno dei padri fondatori della teoria affermando che, in una realtà economica contraddistinta da vischiosità di prezzi e di salari, un sistema caratterizzato da valute diverse e da tassi di cambio flessibili, consentirebbe un migliore e veloce aggiustamento degli shock che avvengono tra le aree monetarie, dipendenti dalla mobilità dei fattori e dal grado di integrazione monetaria e fiscale.

1.2 Robert Mundell, "L'Architetto dell'Euro"

Conosciuto come "L'Architetto dell'Euro", è stato padre fondatore della Teoria delle Aree Valutarie Ottimali e la sua consacrazione avvenne nel 1961 con il suo articolo "*A Theory of Optimum Currency Area*".

¹ Capitalismo e libertà. Chicago: University of Chicago Press.

Consideriamo il caso che due paesi come Francia e Germania formino un'unione monetaria. Rinunciano dunque, alle rispettive monete nazionali a favore di una moneta comune, l'euro, gestita dalla Banca Centrale.

Consideriamo uno shock asimmetrico che coinvolge i due paesi con uno spostamento verso l'alto della domanda aggregata per la Germania e da un movimento verso il basso della francese.

Assumiamo che siano permanenti quindi causati da un cambiamento delle preferenze di consumo.

Avremo che la produzione in Francia diminuirà e aumenterà in Germania e quasi certamente la disoccupazione aumenterà in Francia e diminuirà in Germania.

Esistono due meccanismi che ristabilizzano automaticamente l'equilibrio dei due paesi. Il primo si basa sulla flessibilità del salario, il secondo sulla mobilità del lavoro.

Se i salari sono rigidi e la mobilità del lavoro è limitata i paesi che formano un'unione monetaria incontreranno maggiori difficoltà a adeguarsi a variazioni della domanda rispetto a paesi che mantengono la propria sovranità monetaria e che possono svalutare o rivalutare la propria moneta.

Quindi secondo Mundell un'unione monetaria tra due paesi è ottimale se è soddisfatta una delle seguenti condizioni: sufficiente flessibilità salariale, sufficiente mobilità del lavoro.

L'economista canadese, formatosi dalla scuola keynesiana non poteva immaginare uno scenario come quello dell'Eurozona.

La sua posizione, secondo cui il mondo abbonda di rigidità, affermava che per assorbire gli shock asimmetrici le politiche monetarie e del tasso di cambio sono potenti strumenti di stabilizzazione.

La prematura considerazione di Mundell ci fa sorgere dei dubbi riguardo alla considerazione che abbiamo di lui come uno dei padri fondatori dell'UEM, dato che giungeva a considerazioni molto scettiche sulla possibilità di un'unificazione monetaria in Europa.

Però, un altro contributo risalente ai primi anni Settanta (1973), Mundell si è dimostrato molto più ottimista spiegando i benefici di un'unione monetaria.

La riconsiderazione ottimistica dell'economista si basa su due argomenti.

Primo, egli sostenne che, rispetto a un sistema di monete nazionali con i tassi di cambio incerti, un'unione monetaria è un modo più efficiente di organizzare un sistema di assicurazione contro gli shock esogeni asimmetrici temporanei.

Secondo, in un mondo incerto è probabile che i movimenti del tasso di cambio siano essi stessi una fonte di shock asimmetrici invece di essere un mezzo di aggiustamento automatico.

I tassi di cambio sono spinti da fattori psicologici, come i comportamenti gregari che ne accrescono la volatilità, che a sua volta retroagisce sulle economie nazionali.

È sulla base di questo che Mundell pensa che le unioni monetarie sono un meccanismo in grado di attenuare gli shock asimmetrici e di rafforzare la funzione assicurativa contro di essi.

L'economista è definito come padre dell'euro, perché ha concepito che l'area valutaria ottimale sia la regione definita in termini di mobilità interna dei fattori e di immobilità dei fattori esterni.

Per concludere possiamo dire che per Mundell, l'Unione Monetaria Europea soddisfa diversi criteri per essere considerata una AVO. Questi sono: Mobilità dei fattori produttivi, Simmetria degli shock economici, Integrazione economica e Omomorfismo delle preferenze dei consumatori. La sua influenza teorica ha contribuito a giustificare e supportare il processo di integrazione monetaria in Europa.

1.3 Ronald McKinnon, l'impulso del grado di apertura dell'economia verso un'unione monetaria

L'economista è stato uno degli attori principali che ha contribuito in maniera rilevante allo sviluppo della Teoria delle Aree valutarie Ottimali.

Si è concentrato sull'analizzare l'efficacia del tasso di cambio nel fronteggiare i costi asimmetrici guardando alla relazione tra grado di apertura economica e costo di un'unione monetaria.

Analizza gli effetti di un deprezzamento della moneta su due paesi con economie differenti. Uno relativamente aperto ed uno relativamente chiuso. Una svalutazione ha effetti differenti sia sulla domanda sia sull'offerta dei due paesi.

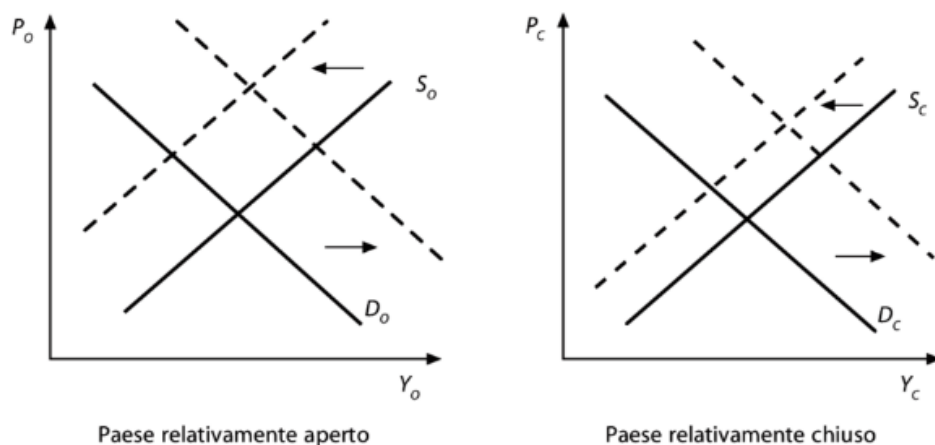


Figura [2]. [Efficacia di un deprezzamento della moneta in funzione del grado di apertura economica]
 Fonte: Paul De Grauwe, Economia dell'Unione Monetaria, Il Mulino, 2020

Notiamo che ha effetti maggiori, per quanto concerne la domanda, in un'economia più aperta che in una più chiusa.

Infatti, la curva di domanda del paese più aperto si sposta verso l'esterno in misura maggiore rispetto all'altro. Anche per quanto riguarda l'offerta assistiamo ad uno spostamento più mirato nell'economia più aperta. Questo perché in un'economia aperta si importa di più e quindi l'indice dei prezzi al consumo cresce maggiormente, innescando una spirale prezzi-salari più estesa che nell'economia più chiusa. Possiamo dunque affermare che, il deprezzamento si ripercuote maggiormente sul livello aggregato dei prezzi in un'economia più aperta. Questo significa che il ricorso del cambio determina nell'economia più aperta maggiore variabilità dei prezzi, per il motivo che queste politiche monetarie portano a movimenti del tasso di cambio, ossia una politica monetaria espansiva porta ad un deprezzamento della moneta.

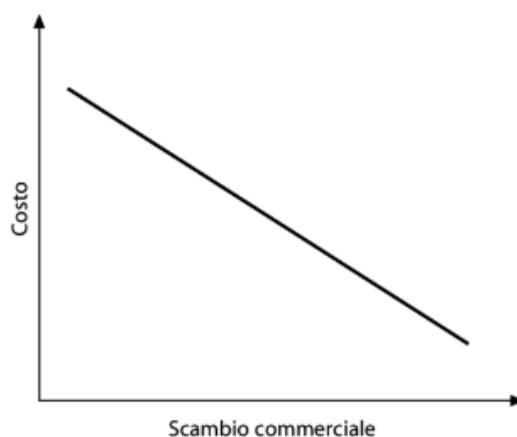


Figura [3]. [Costo dell'adesione a un'unione monetaria e grado di apertura di un paese (% del PIL)]
 Fonte: Krugman [1990]

Queste variazioni del tasso di cambio come abbiamo notato avranno effetti più accentuati sui prezzi interni nell'economia più aperta. Dato che la variabilità dei prezzi comporta dei costi, il ricorso a politiche monetarie nazionali sarà più costoso nell'economia più aperta. McKinnon è stato il primo a riconoscere questo punto nel suo contributo alla teoria AVO. Quindi da questo possiamo concludere dicendo che, la perdita della capacità di utilizzare le politiche monetarie nazionali tenderà ad essere meno costosa per l'economia più aperta. Quindi all'aumentare del grado di apertura dell'economia di un paese diminuiranno i costi nell'entrare in unione monetaria con conseguente perdita della sovranità della moneta. Per concludere, l'economista, sostenendo la tesi di Mundell, afferma che, per essere un'AVO, la regione deve avere mobilità dei fattori. Per McKinnon ci sono due tipi di mobilità importanti: mobilità geografica dei fattori tra regioni e mobilità tra le industrie. Questo spiega il motivo per il quale risulta difficile ridurre il grado di asimmetria degli shock, perché dipende in buona parte da fattori scarsamente influenzabili dai responsabili della politica economica.

Infatti, il grado di specializzazione industriale concorre a determinare la portata degli shock asimmetrici e i responsabili possono fare poco per modificare i modelli di specializzazione regionale.

Tuttavia, l'unica possibilità può essere quella di creare un'unificazione politica per ridurre gli shock asimmetrici, ma ne parleremo più avanti.

Adesso, per appoggiarci alle tesi di McKinnon e Mundell, diremo che per creare un'Unione monetaria, avendo l'impossibilità di modificare gli shock asimmetrici, è necessario accrescere il grado di flessibilità dei fattori produttivi, tra cui soprattutto la flessibilità dei mercati del lavoro (riguardo ai salari reali e/o alla mobilità del lavoro).

Questa strategia però presuppone che ci sia una riforma delle istituzioni del mercato del lavoro. Benché, però, tali riforme siano di difficile attuazione, sono necessarie se si vuole avere un'unione monetaria che coinvolga tutti i paesi dell'UE.

1.4 Peter Kenen, la diversificazione della struttura produttiva a favore dell'adozione di una moneta comune

Peter Kenen, è riconosciuto come uno degli economisti principali per lo sviluppo della Teoria delle Aree Valutarie Ottimali.

Facendo riferimento a quanto detto dalla relazione della Commissione Europea, secondo la quale in una futura unione monetaria gli shock differenziali della domanda saranno meno probabili grazie alla rimozione delle barriere commerciali che avvengono tra i paesi dell'unione, l'economista sottolinea l'importanza di strutture commerciali simili al fine di ridurre il costo di un'unione monetaria.

Questo rafforza ancora di più la tesi del "Padre dell'Euro" perché, se c'è mobilità dei fattori all'interno della regione, l'unione dei paesi che la compongono possono lasciare la loro moneta, con il tasso di cambio libero di fluttuare rispetto alle altre valute presenti nel mondo, per far sì che svolga la sua funzione stabilizzatrice.

Kenen si è altresì concentrato sulle politiche di bilancio delle unioni monetarie per sviluppare ulteriormente la teoria AVO. Ha apportato, a tale teoria, due implicazioni principali per le politiche di bilancio nelle unioni monetarie.

La prima afferma che è desiderabile centralizzare una parte significativa dei bilanci nazionali a livello europeo.

Un bilancio centralizzato consente ai paesi (e alle regioni) colpiti da shock negativi di usufruire di trasferimenti automatici, riducendo quindi i costi sociali di un'unione monetaria. Inoltre, consolidando le emissioni di titoli del debito, si riduce la fragilità delle unioni monetarie².

La seconda si basa sul pensare che, se la centralizzazione dei bilanci degli stati nazionali in un'unione monetaria fosse impossibile (come sembra nel caso dell'Unione economica e monetaria europea, UEM), le politiche di bilancio nazionali dovrebbero essere usate in modo flessibile.

Ossia, ai Paesi colpiti da shock negativi dovrebbe essere consentito di lasciar crescere il disavanzo di bilancio attraverso gli stabilizzatori di bilancio incorporati (o automatici) (entrate pubbliche decrescenti, spese sociali crescenti).

Kenen ha anche evidenziato che l'integrazione fiscale tra i paesi di un'unione monetaria debba essere necessaria per la formazione di un'area valutaria ottimale (AVO). Infatti, con una maggiore integrazione fiscale si possono attenuare gli effetti di shock asimmetrici, attraverso il trasferimento di aiuti fiscali a favore delle zone con uno spostamento della domanda verso il basso, quindi con maggiore disoccupazione.

² Questa è stata anche una delle principali conclusioni dell'influente Rapporto MacDougall, pubblicato nel 1977.

Infine, Kenen, nel suo scritto del 1969, pone l'accento sulla diversificazione sottolineando che un'economia altamente diversificata ha meno probabilità di sperimentare grandi shock aggregati e la necessità di grandi spostamenti del tasso di cambio reale.

Spiegando che alcuni settori subiscono shock negativi e altri shock positivi e quindi l'effetto netto degli shock dovrebbe ridurre gli effetti asimmetrici.

Inoltre, quando uno shock colpisce un singolo settore, l'aggiustamento necessario del tasso di cambio reale sarà inferiore a quello di un'economia meno diversificata. Questo perché, essendo le economie diversificate delle economie di grandi dimensioni, le esportazioni influiscono di meno in un'economia generale.

Quindi si può dire che la diversificazione secondo Kenen può collegarsi con l'apertura commerciale di Mckinnon.

Concludendo anche quest'ultimo pensiero di uno dei padri fondatori della teoria delle aree valutarie ottimali, introduco quelli che saranno i contributi più moderni riguardanti questa teoria.

1.5 La “Nuova Teoria” e i suoi limiti

L'analisi della “Teoria delle Aree Valutarie Ottimali”, che guardava più con pessimismo che con ottimismo tale creazione, pessimismo accentuato senza alcun dubbio dal fatto che non c'erano esempi reali ai quali fare riferimento, è stata sottoposta a diverse critiche condotte a diversi livelli [European Commission 1990; Gros e Thygesen 1998]. Ma c'è anche chi pensa che la teoria di Mundell non debba essere messa da parte. [Krugman 1991].

Secondo la Commissione Europea, gli shock asimmetrici della domanda in una futura unione monetaria sarebbero stati meno probabili, spiegamone il motivo: lo scambio commerciale che avviene tra i paesi europei è uno scambio intrasettoriale, cioè si basa su economie di scala e sulla differenziazione del prodotto e comporta una struttura di scambio nella quale i Paesi acquistano e vendono tra loro le stesse categorie di prodotti.

La rimozione delle barriere in seguito al completamento del mercato unico rafforzerà queste tendenze e gli shock sulla domanda tenderanno per lo più ad avere effetti simili³.

³ Kenen in “*The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View*” ha sottolineato anche l'importanza di strutture commerciali simili al fine della riduzione di shock asimmetrici.

Quindi gli shock della domanda dovrebbero colpire questi paesi in modo simile. Dunque, come sostiene la Commissione Europea, nella sua relazione “*One Market, One Money*”, invece di essere asimmetrici, questi shock tenderanno ad essere simmetrici. L’altro punto di vista, sostenuto da Paul Krugman, si basa su una importante caratteristica della dinamica del commercio internazionale. L’integrazione commerciale, risultante dalle economie di scala, conduce alla concentrazione regionale delle attività industriali⁴. L’idea fondamentale è che, quando si eliminano le barriere commerciali si verificano due effetti contrapposti sulla localizzazione delle industrie.

Tabella [2]. [Distribuzione della produzione automobilistica (%)] - Fonte: Krugman [1991]

Stati Uniti		Cee	
Zona di produzione	% di produzione	Zona di produzione	% di produzione
Centro-ovest	66,30	Germania	38,40
Sud	25,40	Francia	31,10
Ovest	66,30	Italia	17,60
Nord-est	66,30	Regno Unito	11,90

Da un lato rende possibile avvicinare le attività produttive ai mercati finali e dall’altro di approfittare delle economie di scala. Quindi gli scambi commerciali possono portare alla concentrazione regionale delle attività industriali ed a una maggiore evidenza di shock asimmetrici tra paesi⁵

Krugman fa riferimento alla produzione automobilistica e confronta gli Stati Uniti e l’Europa.

L’aspetto evidente che sottolinea l’autore è che la produzione automobilistica degli Stati Uniti, che possiede un mercato più integrato rispetto all’UE, è molto più concentrata regionalmente di quella dell’Unione. Questa evidenza empirica suggerisce che, ove l’UE andasse verso un mercato più integrato, potrebbero verificarsi casi analoghi di concentrazione delle attività economiche negli Stati Uniti. Quindi se questo avviene, gli shock di uno specifico settore potrebbero essere shock di uno specifico paese e

⁴ Questa è una vecchia idea sviluppata da Myrdal [1957] e Kaldor [1966].

⁵ Questa idea potrebbe essere associata al lavoro di Kenen [1969]. I paesi con una minore diversificazione della struttura produttiva sono soggetti a un numero maggiore di shock asimmetrici, e sono quindi meno adatti a formare un’unione monetaria. Si presuppone che i paesi piccoli molto integrati con il «resto del mondo» siano anche molto specializzati. Ciò conduce al paradosso secondo cui economie molto piccole e assai aperte dovrebbero mantenere la propria moneta e non aderire a un’unione monetaria. Sulle modalità di risoluzione del paradosso, si veda Frankel e Rose [1998].

quest'ultimo potrebbe preferire il tasso di cambio come strumento di politica economica volto a correggere queste perturbazioni economiche.

Contestualizzando questo pensiero nel libro scritto da De Grauwe, possiamo dire che egli punta a favore della tesi della Commissione Europea.

Anche se è incontestabile che l'integrazione economica possa portare ad un'ulteriore concentrazione e agglomerazione, è però vero che, al procedere dell'integrazione dei mercati, i confini nazionali dei Paesi perdono sempre di più il loro ruolo di fattori determinanti di localizzazione delle attività economiche.

In altre parole, quello che si viene a creare è che i distretti di attività economiche attraversino i confini.

Supponiamo, ad esempio, che la produzione di automobili non sia concentrata in Germania, ma nella regione formata dalla Germania meridionale e dall'Italia settentrionale. Se così fosse, gli shock che colpiscono il settore automobilistico investirebbero simultaneamente sia la Germania che l'Italia, rendendo impossibile utilizzare le manovre sul tasso di cambio marco/lira al fine di neutralizzarli.

Da quanto si è detto fino ad ora, sarebbe più corretto concludere che esiste una presunzione teorica a favore dell'ipotesi che l'integrazione economica riduca la probabilità degli shock asimmetrici tra Nazioni.

Importanti contributi, rispetto a quanto detto, sono stati portati avanti da Glick e Rose [2002]. Hanno svolto importanti ricerche per chiarire la domanda "Le unioni monetarie portano ad un maggiore integrazione economica?" e hanno rilevato che solo per il mero fatto di appartenere alla stessa unione monetaria determina, tra i paesi, il raddoppio dei volumi di flussi commerciali.

Questi risultati econometrici così eclatanti hanno dato origine a una voluminosa letteratura che ha portato a numerose critiche sia dal punto di vista econometrico [Nitsch 2001; Persson 2001; Baldwin 2006] che dal punto di vista degli scambi commerciali [Bun e Klaasen 2002; Micco, Ordoñez e Stein 2003; De Nardis e Vicarelli 2003; Flam e Nordström 2003; Berger e Nitsch 2006; Glick e Rose 2016].

La conclusione a cui sono pervenuti questi studi è che l'«effetto Rose», sia stato probabilmente sovrastimato.

Una successiva analisi empirica referente la domanda, "In che modo questa maggiore integrazione influisce sull'asimmetria degli shock?" ha portato Frenkel e Rose [1998] a

svolgere un'analisi che li ha portati ad affermare che i paesi che hanno una maggiore intensità di rapporti commerciali sono anche quelli le cui attività economiche sono maggiormente correlate. L'ipotesi viene confermata anche dagli studi di Rose [2000] e Rose ed Engel [2001], Baxter e Kouparitsas [2005] e Kose e Yi [2006]. Risultati analoghi sono stati ottenuti da Artis e Zhang [1997]: con il procedere dell'integrazione economica fra i paesi europei negli anni Ottanta e Novanta, i cicli economici di tali paesi sono diventati via via più correlati. Ciò significa che la relazione tra simmetria e integrazione commerciale è inclinata positivamente.

Nell'individuare la condizione che deve essere soddisfatta affinché sia preferito il passaggio ad un'unione monetaria, i teorici padri fondatori della teoria si concentrano più sui costi che sui benefici, domandandosi quando non è costosa la rinuncia all'indipendenza monetaria.

Nel 1993 un noto economista greco, Tavlas, nel suo articolo *"The 'New Theory of Optimum Currency Areas"*, ci spiega che la rinuncia all'indipendenza monetaria non è costosa quando la discrezionalità nella conduzione della politica monetaria è inefficace. Questa nuova teoria, del ex direttore generale della banca della Grecia, può essere nominata come la teoria della credibilità.

Secondo tale teoria, basata sulle idee di Barro e Gordon (1983), il tasso d'inflazione che si manifesta in un paese è il risultato delle aspettative del settore privato rispetto all'autorità nazionale⁶.

Se l'autorità non gode di un'elevata reputazione antinflazionistica, il mantenere la discrezionalità nella conduzione della politica monetaria causerà un aumento del tasso d'inflazione a parità di produzione di pieno impiego.

Da qui la conclusione che è preferibile abbandonare ogni discrezionalità nella conduzione della politica monetaria, a favore di regole fisse. Solo in questo modo ci potrà essere un basso tasso d'inflazione d'equilibrio.

Questa interessante discussione implica che la rinuncia alla conduzione autonoma della politica monetaria (e allo strumento del tasso di cambio) basata sulle preferenze inflazionistiche di un determinato paese, sarebbe tutt'altro che costosa.

⁶ Per un ulteriore approfondimento su tale argomento vedere *"Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy"* [Robert J. Barro] e [David B. Gordon] (1983).

Sarebbe, invece, costoso mantenere la discrezionalità perché causerebbe un aumento del tasso d'inflazione d'equilibrio senza modificare il livello della produzione reale, dipendente appunto da fattori reali piuttosto che monetari.

L'adozione di un'unica moneta caratterizzata da stabilità rimuoverebbe il problema dell'incoerenza temporale e permetterebbe di ridurre il tasso d'inflazione di equilibrio. In effetti, durante gli anni Ottanta questo pensiero legato all'idea dell'incoerenza temporale della politica monetaria, con i fondamentali contributi di Barro e Gordon (1983), ha dominato la scena economica.

L'argomento vincente della distorsione inflazionistica e il silenzio della teoria tradizionale delle aree valutarie ottimali ha condotto Tavlas a definire appunto la teoria della credibilità come la nuova teoria delle aree valutarie ottimali.

La conclusione relativa alla superiorità della regola fissa rispetto alla discrezionalità, inoltre, non mancò di mostrare presto i propri limiti.

L'evidenza empirica mostra con chiarezza che la riduzione del tasso d'inflazione in Europa negli anni Ottanta del secolo scorso non è avvenuta in maniera indolore, come previsto dalla teoria della credibilità, ma è stata accompagnata da un aumento del tasso di disoccupazione, come indicava la "vecchia" curva di Phillips⁷.

Una volta dimostrati i limiti della conclusione cui giunge la teoria della credibilità circa la superiorità di regole fisse rispetto alla discrezionalità nella conduzione della politica monetaria, si può affermare che non è da escludere la tradizionale teoria delle aree valutarie ottimali.

Il nucleo dell'analisi AVO rimane valido, perché l'UEM non cancella tutte le differenze tra i paesi che vi aderiscono e quelle restanti provocano dinamiche divergenti dei prezzi e del prodotto nei singoli paesi, rendendo necessari complicati processi di aggiustamento nazionali.

L'impossibilità di ricorrere a politiche monetarie e dei tassi di cambio con le quali facilitare i processi di aggiustamento, dice De Grauwe, viene pertanto percepita come un costo dell'adesione all'unione monetaria.

La "tradizionale" e la "nuova" teoria delle aree valutarie ottimali hanno in comune un aspetto, sono state il motore della creazione dell'Eurozona e della sua valuta, l'euro.

⁷ Un ulteriore argomento a sostegno della tesi che le regole non producono risultati necessariamente superiori rispetto alla discrezionalità, è fornito da Jossa (1999)

I diversi articoli e le numerose analisi empiriche hanno apportato critiche e aggiustamenti a tale teoria, che nel corso del tempo ha sempre di più affascinato ed interessato studiosi e statisti.

Le diverse tesi su tale teoria hanno portato gli economisti e professori moderni ad applicarle all'atto pratico ed a interrogarsi sulle crisi che si sono susseguite nell'Eurozona, evidenziando che la causa dei suoi mali è la sua incompletezza.

2. L'INCOMPLETEZZA DELL'EUROZONA

La nascita dell'Eurozona è il frutto di un albero che pianta le sue radici nel desiderio, da parte di alcuni paesi dell'Europa, di creare un'unione monetaria con moneta unica in grado di garantire maggiori sicurezze ai Paesi facentene parte. Ma, ancora ad oggi, l'argomento più importante che deve affrontare l'UEM è la necessità di essere rafforzata⁸. In questo capitolo parlerò di cosa comporta per gli stati membri far parte dell'Eurozona. Quindi, analizzeremo prima i suoi costi e successivamente i suoi benefici, confrontandoli. Questa analisi ci porterà a concentrarci sull'incompletezza dell'Eurozona e introdurrà i modi per completare tale unione monetaria. La previsione fatta dagli economisti degli anni 80' e 90' sulla fragilità della creazione di un'unione monetaria senza un'unione di bilancio, adesso sta prendendosi la rivincita.

Studieremo l'incompletezza dell'Eurozona, caratterizzato dall'esistenza di una moneta unica comune gestita da una banca centrale comune.

2.1 Costi di una moneta comune

I costi di un'unione monetaria derivano dal fatto che, dal momento in cui un paese rinuncia alla propria moneta nazionale, esso rinuncia anche a uno strumento di politica economica, cioè, perde la capacità di attuare una politica monetaria nazionale. In altre parole, in un'unione monetaria completa la banca centrale nazionale cesserà di esistere oppure non avrà un potere reale.

Di conseguenza, una nazione che aderisce a un'unione monetaria non sarà più in grado di modificare il prezzo della propria moneta (tramite svalutazioni e rivalutazioni) o di determinare la quantità di moneta nazionale in circolazione o di variare il tasso di interesse a breve termine.

In questo paragrafo si vedrà come la perdita dell'indipendenza monetaria possa risultare costosa per un paese.

Tale argomento è stato già affrontato precedentemente da Robert Mundell, nella teoria delle aree valutarie ottimali, ma tale teoria è incompleta, perché la mancata indipendenza monetaria modifica radicalmente la capacità dei governi di finanziare i propri deficit di bilancio.

⁸ Si veda l'articolo "Draghi: nell'Eurozona servono nuove regole e più sovranità condivisa" (Il Sole 24 Ore)

Questa circostanza importante è stata sorprendentemente sottovalutata fino all'esplosione del debito sovrano in Europa nel 2010. Elaboreremo ulteriormente questo punto⁹.

Gli stati membri dell'Unione monetaria quali ad esempio, la Francia, la Germania, l'Italia, emettono i propri strumenti di debito in una moneta che non controllano, l'euro.

Questa circostanza ha come conseguenza il problema che, quei governi non possono garantire la certezza che avranno liquidità sufficiente per rimborsare i detentori dei titoli pubblici.

Al contrario di quanto succede in Regno Unito dove, il governo inglese può garantire il rimborso alla scadenza dei titoli pubblici. Il motivo o, meglio, la differenza che esiste rispetto ai paesi aderenti all'unione monetaria è l'esistenza di una banca centrale disposta a fornire liquidità al governo se quest'ultimo dovesse esserne a corto.

Come dimostreremo nella seguente analisi, il fatto che i governi non riescano a garantire ai detentori dei titoli del debito pubblico il rimborso alla scadenza ha come conseguenza che i mercati finanziari costringono quei paesi ad un'insolvenza forzata.

Prendiamo il caso di un paese membro dell'Unione monetaria, come la Spagna. Supponiamo che gli investitori temano un'insolvenza del governo spagnolo. Di conseguenza, vendono titoli di stato spagnoli, spingendone il tasso di interesse al rialzo. Gli investitori, che hanno incassato euro vendendo i titoli del debito pubblico spagnolo, decideranno di investire tali soldi guadagnati altrove. Da tale azione consegue un deflusso di euro dal sistema bancario spagnolo.

Dato che è presente un sistema di tassi di cambio fissi, la quantità totale di liquidità esistente in Spagna si contrae, innescando una crisi di liquidità.

Il governo spagnolo non può costringere la propria banca a fornire la liquidità necessaria e non controlla la BCE. Tale crisi, se è abbastanza forte, può costringere il governo spagnolo all'insolvenza, data l'impossibilità di trovare il contante per rimborsare i detentori di obbligazioni.

I mercati finanziari lo fanno e mettono alle strette il governo spagnolo quando i deficit di bilancio peggiorano. Perciò, nelle unioni monetarie, i mercati finanziari diventano estremamente potenti e possono mettere in ginocchio qualsiasi paese membro.

Questa situazione è del tutto paradossale: un'unione monetaria non rafforza la posizione dei governi nazionali di fronte ai mercati finanziari, al contrario, i paesi che aderiscono a

⁹ L'analisi seguente si basa su De Grauwe (2011)

un'unione monetaria assistono a una riduzione del loro potere di fronteggiare i mercati finanziari.

L'analisi precedente sottolinea la fragilità delle unioni monetarie. Se gli investitori non hanno fiducia in un dato stato membro, ne vendono i titoli, facendo salire il tasso di interesse e innescando una crisi di liquidità, che può a sua volta dare luogo a un problema di solvibilità – ossia, con un tasso di interesse più elevato il peso del debito pubblico aumenta, costringendo il governo a ridurre la spesa e aumentare la tassazione.

Questa forzata austerità di bilancio è politicamente costosa e può a sua volta portare il governo a interrompere il servizio del debito e a dichiarare l'insolvenza. Entrando in un'unione monetaria i paesi membri divengono quindi vulnerabili alle ondate di sfiducia degli investitori.

Si noti altresì che queste dinamiche sono assenti nei paesi che hanno mantenuto la propria indipendenza monetaria, per il motivo che questi paesi «indipendenti» possono emettere strumenti di debito denominati nella propria moneta e sono quindi sempre in grado di creare la liquidità occorrente per rimborsare i detentori delle proprie obbligazioni.

Ciò non significa, naturalmente, che questi paesi non possano avere i loro problemi: uno potrebbe consistere nel fatto che la capacità di rifinanziare il debito creando moneta porti all'inflazione. Resta però il fatto che tali paesi non possono venire costretti all'insolvenza, contro la propria volontà, dai mercati finanziari.

Il fatto che ciò possa avvenire in un'unione monetaria la rende fragile e onerosa. Inoltre, c'è anche da sottolineare che, se lo scenario economico è caratterizzato dalla sfiducia, i movimenti del ciclo economico, in un'unione monetaria, sono amplificati.

Se prendiamo come esempio lo scenario in cui l'accresciuto livello del deficit di bilancio e del debito pubblico in Spagna porta gli investitori a perdere la fiducia nel governo spagnolo. In tal caso gli investitori iniziano a vendere titoli di stato spagnoli e ad acquistarne di tedeschi. Ciò determina un flusso di liquidità dalla Spagna verso la Germania (il contrario di quanto accadeva nello scenario precedente) e un aumento del tasso di interesse spagnolo di lungo termine accompagnato da un calo di quello tedesco. La curva di domanda aggregata spagnola viene spinta ulteriormente verso il basso, il che rende la recessione più acuta e prolungata. In Germania accade il contrario. Si noti il fatto che, se un paese si trova in un'unione monetaria si amplificano gli effetti macroeconomici, una prospettiva tutt'altro che piacevole.

In tale unione, i cicli economici asincroni intensificano gli alti e i bassi delle economie dei paesi membri. Andando ad evidenziare le asimmetrie che rendono costosa l'azione di aggiustamento dei paesi membri, non possiamo non evidenziare che esistano importanti differenze istituzionali tra i mercati del lavoro dei paesi europei. Tali differenze possono comportare costi significativi per un'unione monetaria.

La principale discrepanza è la centralizzazione, come ad esempio in Germania, o la decentralizzazione, come in Inghilterra, dei sindacati dei lavoratori. Il motivo per il quale possono comportare dei costi è la divergenza nella dinamica di salari e prezzi, anche se i paesi sono investiti dalle stesse perturbazioni.

Supponiamo il caso in cui in due paesi, uno centralizzato ed uno non, si verifichi lo stesso aumento del prezzo del petrolio. Gli shock sull'offerta hanno effetti macroeconomici molto diversi a seconda del grado di centralizzazione della contrattazione salariale¹⁰.

Quando la contrattazione salariale è centralizzata i sindacati dei lavoratori tengono conto dell'effetto inflazionistico degli aumenti salariali. Quindi non formuleranno richieste salariali eccessive, perché si rendono conto che la perdita dei salari reali dovuta allo shock non può essere compensata da aumenti salariali nominali.

Le cose sono differenti quando abbiamo a che fare con paesi aventi contrattazioni salariali meno centralizzate.

Dato che i lavoratori che essi rappresentano non sono che una piccola frazione della forza lavoro, i singoli sindacati che contrattano i salari nominali sanno che gli aumenti salariali nominali che riescono a ottenere hanno scarso effetto sul livello aggregato dei prezzi. Entra, quindi, in gioco una situazione di opportunismo (*free riding*), ogni sindacato è intenzionato a far salire il salario nominale dei propri iscritti.

Questo gioco non cooperativo genererà un livello del salario nominale più alto rispetto a quello che si verificherebbe in un gioco cooperativo (centralizzato). Quindi, possiamo concludere che nei paesi con sindacati decentralizzati è più difficoltoso giungere ad una moderazione salariale dopo uno shock sull'offerta.

La questione della cooperazione, però, è stata estesa con ulteriori studi che hanno evidenziato come più si va verso la decentralizzazione, più entra nel meccanismo un'altra esternalità¹¹. Infatti, in un sistema molto decentrato, le richieste salariali avranno un

¹⁰ Per un approfondimento su tale teoria si veda Bruno e Sachs [1985]

¹¹ Per un approfondimento empirico su tali studi si veda Calmfors e Driffill [1988]

effetto diretto sulla competitività dell'azienda, e quindi sulle prospettive occupazionali dei membri dei singoli sindacati. Richieste sindacali che potrebbero risultare eccessive da parte di un sindacato porteranno a una forte riduzione dell'occupazione.

In un sistema così decentrato è quindi probabile che, di fronte a uno shock sull'offerta, i sindacati esercitino un considerevole grado di controllo delle richieste salariali.

Da queste considerazioni si può quindi trarre la conclusione che i paesi caratterizzati da forte centralizzazione o da forte decentramento della contrattazione salariale sono quelli meglio preparati ad affrontare gli shock dell'offerta rispetto ai paesi con un grado intermedio di centralizzazione.

Di conseguenza, un paese potrebbe trovarsi in una situazione asimmetrica, dove i salari e prezzi aumentano più velocemente rispetto ad altri paesi, nonostante ci sia stato lo stesso livello di shock.

Quindi in un paese lo spostamento della curva d'offerta verso l'alto sarà più accentuato che nell'altro e questo sarà luogo a problemi di aggiustamento macroeconomici.

Contestualizzando tale tesi con l'argomento dell'unione monetaria, siamo autorizzati a dire che, paesi con istituzioni del mercato del lavoro molto diverse potrebbero trovare costoso formare tale unione.

Per il motivo del quale, a ogni shock sull'offerta della stessa portata, i salari e i prezzi di tali paesi possono divergere, rendendo difficile correggere queste differenze essendo il tasso di cambio fissato irrevocabilmente¹².

Da queste argomentazioni, si evince che i costi dell'Unione Economica e Monetaria derivino principalmente dalle differenze indicative dei paesi facenti parte.

Una di tali differenze è il sistema giuridico dei diversi Stati. Un esempio è il mercato dei mutui. In alcuni paesi la legge offre alle banche eroganti una tutela migliore che in altri e conseguentemente, il mutuo differisce da un paese all'altro proprio per il grado diverso di rischiosità.

Dalle differenze giuridiche derivano anche le diverse frequenze con cui i tassi di interesse vengono rivisti al mutare delle condizioni economiche generali. Infatti, in alcuni Paesi le banche offrono un tasso di interesse variabile, mentre in altri offrono un tasso fisso.

¹² Esiste un'ulteriore letteratura riguardante le "varietà di capitalismo" che si è dedicata ad analizzare come le differenti varietà di capitalismo nell'Eurozona abbiano creato problemi di aggiustamento all'interno dell'unione [Hall e Soskice 2001; Hall 2012; Johnston e Regan 2016].

Questo ha come conseguenza il fatto che uno stesso shock esogeno, come un aumento del tasso di interesse fissato dalla BCE, che abbiamo recentemente affrontato nella nostra attualità, si trasmette in modo diverso nei vari Stati membri dell'unione monetaria.

Tutto questo comporta una serie di effetti asimmetrici tra i vari paesi che fanno cadere una forse, utopica illusione di un'unione monetaria con la funzione stabilizzatrice.

Nel paragrafo si sono analizzati e discussi i motivi per cui la partecipazione da parte di un paese all'Unione Economica e Monetaria possa risultare costosa e frenare il desiderio di aderirle.

Si noti, però, che ancora non abbiamo ancora introdotto e parlato della “nemesi” di questo paragrafo, ovvero i benefici dell'UEM.

2.2 Benefici di una moneta comune

L'UEM è figlia di un pensiero comune condiviso da alcuni paesi europei che sono le colonne portanti di tale unione.

La sua nascita porta con sé una serie di benefici caratteristici di questa idea epocale. Il primo, il più evidente, è l'eliminazione dei costi di transazione.

Con l'adozione di una moneta comune si eliminano le commissioni applicate al cambio dalla moneta in un'altra.

Tali costi di transazione sono come una sorta di tassa pagata dal consumatore che non riceve nulla in cambio.

Le banche ricavano qualcosa da queste commissioni per il cambio delle monete nazionali. Quindi con tale eliminazione le banche andranno incontro ad un problema di transizione perché dovranno cercare altre fonti di profitto.

I benefici di una moneta comune derivano non soltanto dall'utilizzo delle stesse banconote, bensì anche dal fatto che il sistema dei pagamenti è integrato. Ciò vuol dire che i pagamenti tra i diversi paesi devono essere regolati tanto quanto quelli che vengono regolati all'interno di uno stesso stato.

La ragione della necessità di tale integrazione è che velocizza e unisce lo scambio dell'euro tra gli Stati membri.

La nascita della moneta comune e quindi l'eliminazione dei costi di transazione comporta anche un guadagno indiretto.

L'introduzione della valuta euro spinge verso una trasparenza più pronunciata dei prezzi.

Con tale trasparenza i consumatori possono meglio confrontarli e questo ne favorisce la concorrenza.

L'ambito effetto della convergenza dei prezzi all'interno dell'Eurozona, grazie al fatto che i consumatori possono confrontarli in modo più libero, viene smentito da numerose evidenze empiriche.

Una delle quali addirittura afferma che la convergenza di prezzo nell'Eurozona ha avuto luogo prima del 1999, per arrestarsi dopo l'introduzione dell'euro¹³.

Di conseguenza, si può concludere che l'euro non contribuisce al processo di convergenza dei prezzi perché consente ai consumatori di confrontare al meglio i prezzi dei beni e dei servizi. Ma, l'elemento favorevole da non sottovalutare, è che l'introduzione dell'euro può costituire un fattore importante per un'ulteriore integrazione in molte aree (politica, legislativa, normativa).

Questa maggiore integrazione può avviare una dinamica più importante, rispetto al mero confronto diretto dei prezzi.

Un'ultra importante riflessione può essere fatta riguardo ai guadagni di benessere derivanti dalla riduzione dell'incertezza, in seguito alla nascita dell'euro.

In un mondo caratterizzato da consumatori e imprese avversi al rischio, le variazioni del tasso di cambio portano ad una perdita di benessere.

Ci sono vari pensieri però, uno tra i quali, riconosce che le variazioni del tasso di cambio non rappresentano solo un rischio, ma anche delle opportunità di realizzare profitti.

Quando il tasso di cambio diventa più variabile, aumenta la probabilità di conseguire profitti molto elevati.

Quando il tasso di cambio diventa molto favorevole, l'impresa esercita la sua opzione di esportare, invece, con un tasso di cambio sfavorevole, si astiene dall'esercitarla.

Vi è però un aspetto dell'incertezza di grande rilevanza, che può minare l'ipotesi dell'analisi precedente.

La variabilità dei tassi di cambio è un aspetto che va sottolineato, perché i movimenti dei cambi passano da fasi di calma a periodi di turbolenza.

¹³ Questo risultato è stato ottenuto anche da Engel e Rogers [2004].

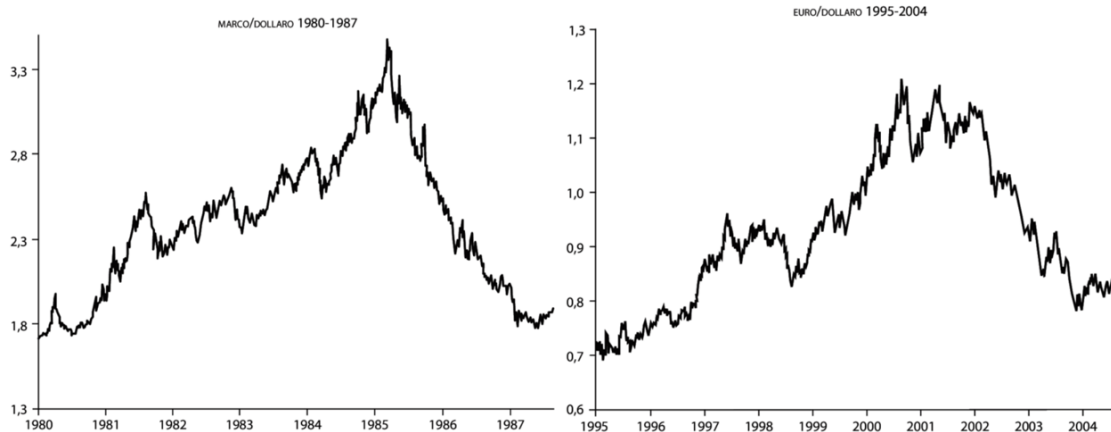


Figura [4]. [Bolle e crolli nei mercati dei cambi: due esempi]

Note: Il tasso di cambio euro/dollaro prima del 1999 è dato dal tasso di cambio marco/dollaro moltiplicato per il tasso di conversione fisso marco/euro. Fonte: De Grauwe e Grimaldi [2006].

Tali ampi movimenti del tasso di cambio, menzionati nella figura 4, danno luogo ad ampi costi di aggiustamento e provocano molta povertà economica. Per portare un esempio reale, si sono verificati in misura massiccia durante gli anni Novanta del secolo scorso nell'UE, quando alcune monete (ad es., la lira italiana) si sono deprezzate dal 20% al 30% nell'arco di poche settimane, provocando ampi costi di aggiustamento in paesi come la Germania e il Benelux (Belgio, Paesi Bassi e Lussemburgo). Questa elevata variabilità ha spinto molti Paesi europei verso la costruzione di un'unione monetaria, dato che i tassi di cambio venivano sempre più visti come cause di perturbazioni asimmetriche.

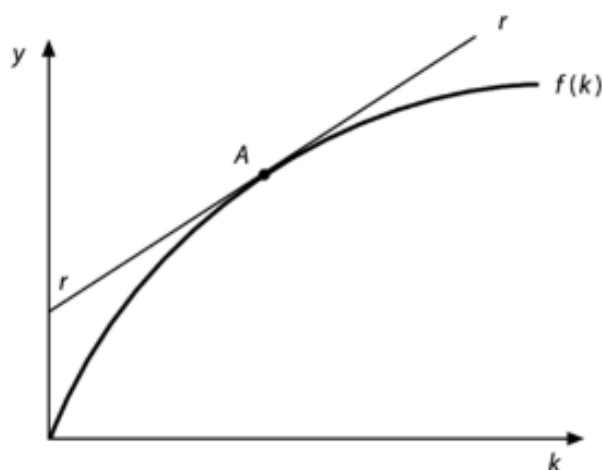


Figura [5]. [Il modello di crescita neoclassico]

Fonte: Paul De Grauwe, *Economia dell'Unione Monetaria*, Il Mulino, 2020

Quindi possiamo dire che la fissazione del tasso di cambio conduce a una maggiore crescita economica. Questo pensiero può essere formulato empiricamente utilizzando il

modello di crescita economica di Solow (1956) e la sua estensione con le economie di scala dinamiche.

Il modello di crescita neoclassico, raffigurato nella figura, mostra sull'asse orizzontale lo stock di capitale per lavoratore, sull'asse verticale il prodotto per lavoratore e la funzione di produzione con rendimenti marginali decrescenti. L'equilibrio in questo modello si stabilisce nel punto in cui la produttività marginale del capitale è uguale al tasso di interesse che i consumatori utilizzano per scontare il consumo futuro. Nella figura questa situazione è rappresentata dal punto A, dove la retta rr è tangente alla funzione di produzione.

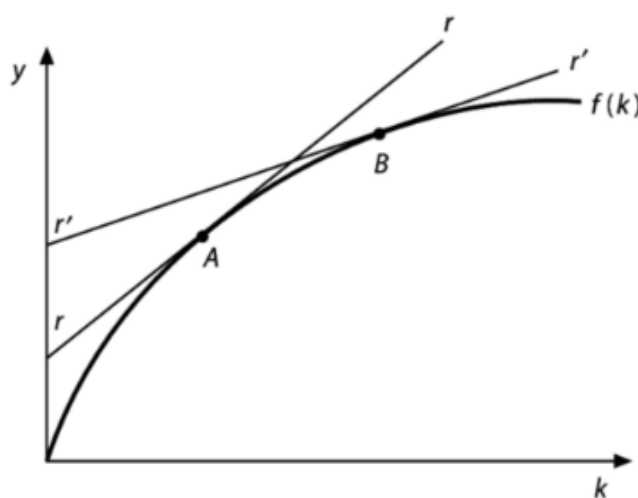


Figura [6]. [L'effetto di una riduzione del rischio più basso nel modello di crescita neoclassico]
Fonte: Paul De Grauwe, Economia dell'Unione Monetaria, Il Mulino, 2020

Adesso prendiamo il caso in cui si formi un'unione monetaria.

L'eliminazione del rischio del tasso di cambio riduce il rischio sistemico. Quindi, considerando che in un contesto meno rischioso gli investitori esigono un premio di rischio minore per effettuare lo stesso investimento, si riduce il tasso di interesse reale. Questo effetto spiegato è rappresentato nella figura seguente. Tale riduzione appiattisce la retta $r-r$ diventando $r'-r'$ e il punto di equilibrio si sposta da A a B.

Il significato di tale spostamento è che vi sarà un'accumulazione di capitale e un aumento del tasso di crescita, cosicché nel nuovo equilibrio aumenteranno sia il prodotto per lavoratore sia lo stock di capitale a sua disposizione.

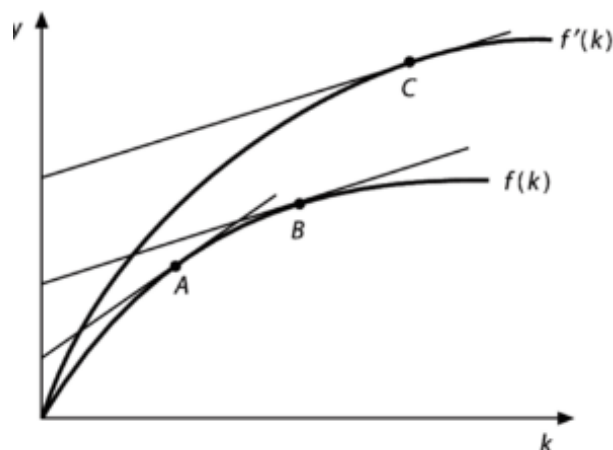


Figura [7]. [Crescita endogena nel «nuovo» modello di crescita]
 Fonte: Paul De Grauwe, *Economia dell'Unione Monetaria*, Il Mulino, 2020

Si noti però che il tasso di crescita del prodotto ritorna al suo livello iniziale; quindi, in tale modello di crescita neoclassico, la diminuzione del tasso di interesse dovuta alla formazione dell'unione monetaria fa aumentare temporaneamente il tasso di crescita del prodotto.

Questo modello è stato poi esteso aggiungendo le economie di scala dinamiche di Romer (1986). Con un maggior stock di capitale e di prodotto per lavoratore si verificano effetti di apprendimento e viene accumulata un'ulteriore conoscenza, che accresce la produttività del lavoro nel futuro.

Quindi il sentiero della crescita diventa di tipo endogeno ed è sensibile alle condizioni iniziali. Pertanto, un'economia che parte con uno stock di capitale per lavoratore più elevato può muoversi su un sentiero di crescita permanentemente più alto. Anche un abbassamento del tasso di interesse può collocare l'economia su un sentiero di crescita permanentemente più alto, perché il minore tasso di interesse consente all'economia di accumulare una maggiore quantità di capitale.

Quest'analisi ha avuto un'influenza nella decisione di creare l'UEM per stimolare la crescita economica in Europa e ha avuto anche un ruolo importante nelle parole espresse nella relazione *One Market, One Money* della Commissione Europea.

Osserviamo, però nella figura 8 che il tasso di crescita del PIL reale nell'Eurozona nel periodo 2000-2018 è cresciuto ad un tasso relativamente inferiore rispetto ai paesi UE che non fanno parte dell'Eurozona e agli Stati Uniti.

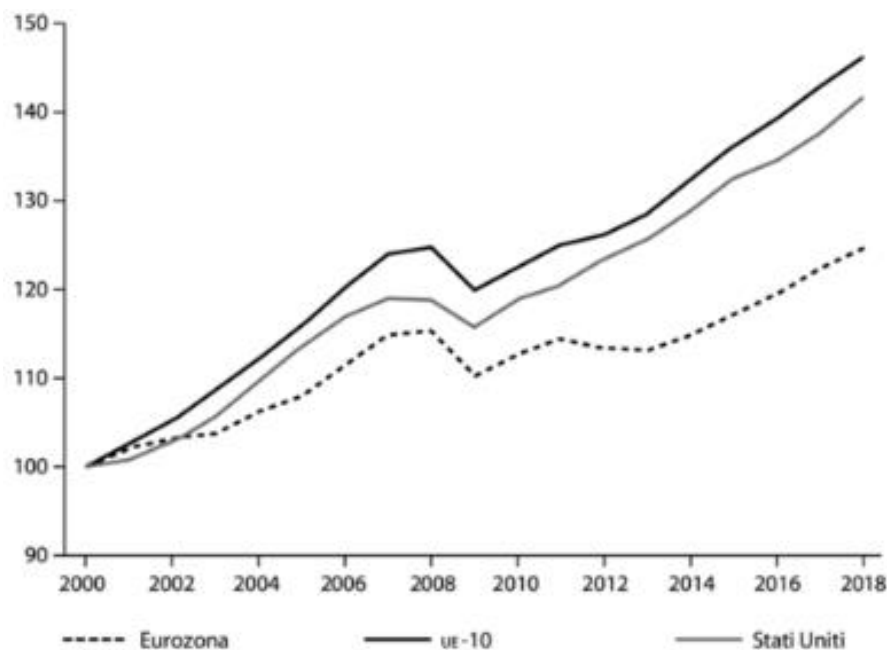


Figura [8]. [Andamento reale del PIL nell'Eurozona, nell'ue-10 e negli Stati Uniti, 2000-2018]
Fonte: European Commission, AMECO.

Quindi possiamo osservare che, con la creazione dell'Unione monetaria e la fissazione dei tassi di cambio, non si è avverata la previsione secondo cui tale unificazione fosse un meccanismo capace di stimolare la crescita economica.

Il motivo può essere il fatto che una minore incertezza dei tassi di cambio, si compensi con una maggiore incertezza su altri elementi derivanti dall'aumento dell'ampiezza dell'ambito economico europeo che colpiscono i paesi interessati.

Un altro punto favorevole che bisogna sottolineare è l'effetto positivo che un'unione monetaria ha sul commercio.

Con l'eliminazione dei costi di transazione e la riduzione dell'incertezza dei tassi di cambio si genera tra i paesi dell'eurozona un aumento degli scambi commerciali.

Nonostante vari studi econometrici, non troviamo un riscontro empirico¹⁴ che dia un effetto positivo delle unioni monetarie sugli scambi commerciali.

Quando vari paesi formano un'unione economica monetaria, può accadere che la nuova moneta comune creata assuma un peso importante nelle relazioni del sistema monetario internazionale. Questo ha come conseguenza che la nuova moneta venga utilizzata più frequentemente al di fuori dell'unione, generando ulteriori vantaggi.

Ci sono tre fonti di benefici derivanti dall'avere una moneta internazionale.

¹⁴ Pubblicazione del mea culpa di Glick e Rose [2015] e successivamente ritrattazione del loro precedente mea culpa [Glick e Rose 2016]

Il primo è che, se il paese la emette ottiene delle entrate addizionali. Se prendiamo come esempio il dollaro, nel 1999 molti dollari emessi dalla FED sono stati utilizzati al di fuori degli Stati Uniti. Il che ha più che raddoppiato le entrate della banca centrale statunitense, rispetto al caso in cui il dollaro venisse utilizzato soltanto all'interno. Dato che tali profitti vanno al governo federale, ne consegue che i cittadini americani pagano meno tasse. Questo è il beneficio che ricavano i cittadini dal fatto che la loro moneta venga usata in tutto il mondo.

Se anche l'euro venisse promosso al rango di valuta mondiale, come il dollaro, i cittadini dell'Eurozona godrebbero di un analogo beneficio.

Il secondo beneficio è riconducibile alla detenzione, della valuta internazionale, come riserva dalle banche centrali estere. Di solito queste riserve sono detenute sotto forma di titoli del Tesoro.

Questi fondi detenuti all'estero possono essere un'importante fonte di finanziamento del deficit di bilancio. La particolarità di questa forma di finanziamento è che i detentori esteri sopportano il rischio di cambio.

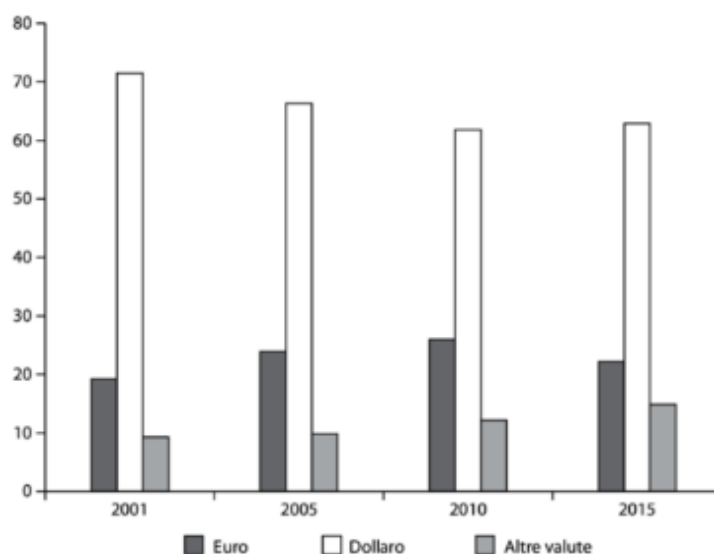


Figura [9]. [Quote dell'euro e del dollaro in quanto valute di riserva, 2001, 2005, 2010, 2015 (%)]
Fonte: Paul De Grauwe, Economia dell'Unione Monetaria, Il Mulino, 2020.

Ad esempio, questo è proprio quello che è accaduto agli Stati Uniti nell'ultimo decennio e a tal proposito il presidente francese De Gaulle parlò del "privilegio esorbitante" degli Stati Uniti.

Come possiamo notare dal grafico, l'euro viene detenuto in maniera crescente nel corso del tempo dalle banche centrali estere.

Si può osservare che la quota dell'euro in quanto valuta di riserva è oscillata fra il 20% e il 25%, contro un'oscillazione fra il 60% e il 70% del dollaro.

Il terzo beneficio, il più difficile da quantificare, è che quando una moneta diventa un mezzo di pagamento e di riserva internazionale, ne consegue uno stimolo per l'attività dei mercati finanziari interni.

I residenti esteri vogliono investire in attività ed emettere titoli di debito denominati in quella moneta. Come risultato, le banche interne attraggono un maggior volume di affari, al pari dei mercati obbligazionari e azionari. Ciò crea a sua volta know-how e posti di lavoro.

Se dunque l'euro diverrà sempre più una moneta internazionale, come il dollaro, ne conseguiranno probabilmente nuove opportunità per le istituzioni finanziarie dell'Eurozona.

Torneremo sull'argomento dell'euro come valuta mondiale nel capitolo successivo.

Come visto nel precedente capitolo, i benefici di un'unione monetaria potrebbero portare ad un maggior grado di apertura commerciale di un paese.

Tale relazione è rappresentata dalla figura presente.

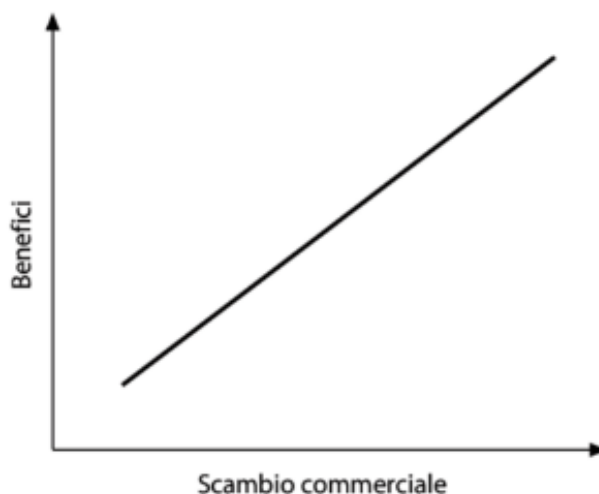


Figura [10]. [Benefici di un'unione monetaria e grado di apertura del paese (% del PIL)]
Fonte: Paul De Grauwe, Economia dell'Unione Monetaria, Il Mulino, 2020.

L'asse orizzontale indica l'apertura del paese candidato a far parte di un'unione monetaria. Sull'asse verticale sono raffigurati i benefici.

All'aumentare del grado di apertura verso gli altri paesi aderenti ad un'unione monetaria, aumentano i guadagni derivanti dall'adesione di questa.

Dalla discussione affrontata in questo capitolo possiamo affermare che la nascita di una moneta comune offre importanti vantaggi.

Una moneta comune in Europa riduce i costi di transazione fornendo vantaggi non solo diretti ma anche indiretti.

Migliora l'efficienza allocativa del meccanismo dei prezzi attraverso la riduzione dell'incertezza di questi, contribuendo così ad accrescere il benessere.

Determina l'aumento del benessere avviene perché si eliminano i movimenti estremi dei tassi di cambio, che in passato si sono verificati regolarmente all'interno dell'UE determinando gravi perturbazioni macroeconomiche.

Favorisce l'integrazione in altri settori (finanziario, istituzionale, politico), il che porta a un aumento della concorrenza e a miglioramenti del benessere.

Infine, se la moneta comune diventasse una moneta globale, si potrebbero ottenere una serie di ulteriori benefici, per i paesi aderenti, e potrebbe contribuire ad una maggiore unione economica, finanziaria, politico ed istituzionale ad oggi mancante.

2.3 Costi e benefici a confronto

In questo paragrafo metteremo a confronto i costi e i benefici di un'unione monetaria e ciò ci permetterà di valutare la saggezza dei paesi membri dell'Unione Europea che hanno aderito al progetto dell'Unione Economica e Monetaria.

Per metterli a confronto utilizzeremo un grafico che rappresenta le curve dei costi e dei benefici e le mette in relazione con il grado di apertura commerciale.

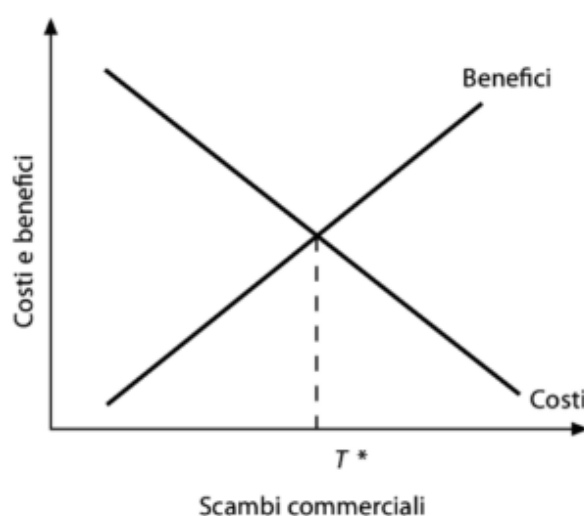


Figura [11]. [Costi e benefici di un'unione monetaria (% del PIL)]
Fonte: Paul De Grauwe, Economia dell'Unione Monetaria, Il Mulino, 2020.

Il punto di intersezione tra le due rette indica il livello di apertura che rende conveniente per un paese aderire ad un'unione monetaria con i suoi partner commerciali. A sinistra di questo punto è conveniente per un paese mantenere la propria moneta, a destra, invece, troverà maggiore convenienza nell'aderire ad una moneta comune.

La forma e la posizione della curva dei costi dipendono dal modo in cui si giudica l'efficacia delle politiche monetarie nazionali e l'utilizzo del tasso di cambio.

Rappresentando questo concetto nella figura 12, troveremo nel grafico di sinistra la posizione "monetarista" e nel grafico di destra la posizione "keynesiana". Nel grafico rappresentante l'impostazione monetarista, la curva dei costi si trova molto vicina all'origine¹⁵. Nel grafico di destra, rappresentante l'impostazione keynesiana, la curva dei costi si trova lontana dall'origine.

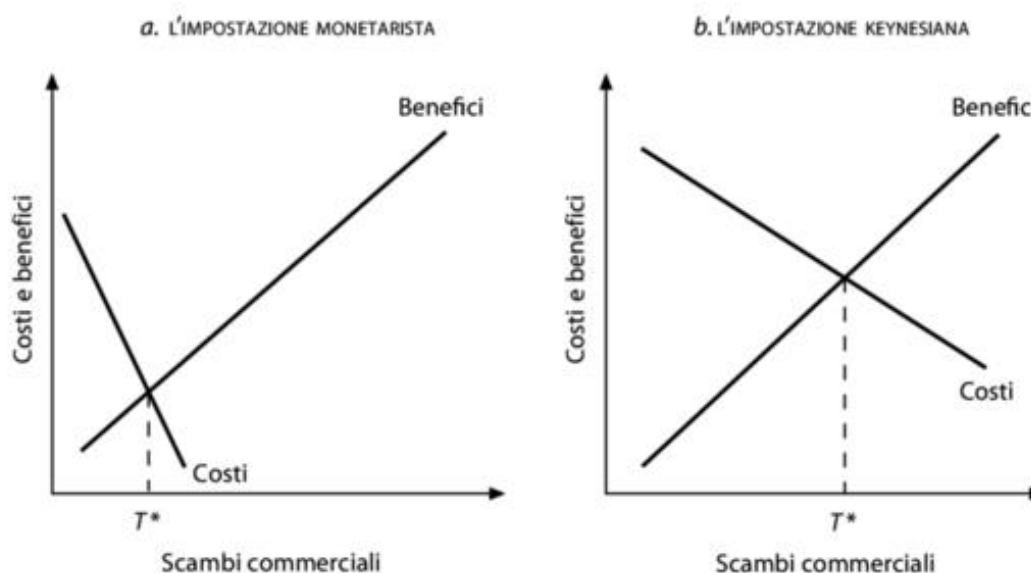


Figura [12]. [Costi e benefici di un'unione monetaria (% del PIL): due punti di vista]
 Fonte: Paul De Grauwe, Economia dell'Unione Monetaria, Il Mulino, 2020.

Quindi, secondo l'impostazione monetarista, molti paesi ricaverebbero dei benefici nell'abbandonare le rispettive monete nazionali a favore di una moneta comune. Questo perché, secondo tale ideologia, le variazioni del tasso di cambio sono inefficaci come strumento per correggere gli shock asimmetrici, permanenti o temporanei. Nel secondo grafico, l'impostazione keynesiana, invece vi è la posizione secondo cui le politiche monetarie e del tasso di cambio sono potenti strumenti di assorbimento degli shock

¹⁵ Questa è la posizione assunta dagli estensori dell'influente relazione della Commissione europea [European Commission 1990].

asimmetrici. Quindi, la curva dei costi si troverà più distante dall'origine proprio per rappresentare tale pensiero.

L'impostazione monetarista è stato motore della nascita dell'UEM, infatti ha riscosso molti consensi, dai primi anni Ottanta, e molti economisti hanno cambiato idea sull'opportunità di un'unione monetaria.

La questione sulla rigidità dei prezzi e dei salari introduce un'analisi dei costi-benefici che ne derivano di un'unione monetaria. Quando nei paesi si verificano degli shock asimmetrici, perdere la possibilità di utilizzare il tasso di cambio può rivelarsi uno svantaggio poiché rende molto più difficile il percorso di aggiustamento degli shock. Mentre nei paesi in cui i prezzi e i salari sono più flessibili incorreranno in costi minori se decidono di aderire ad un'unione monetaria.

Analizziamo questo pensiero nella figura seguente.

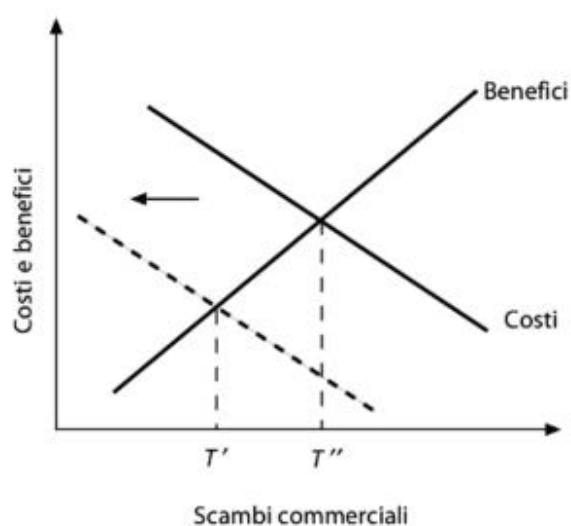


Figura [13]. [Costi e benefici con rigidità decrescenti (% del PIL)]
Fonte: Paul De Grauwe, Economia dell'Unione Monetaria, Il Mulino, 2020.

Come illustrato, una diminuzione della rigidità dei prezzi e salari provoca uno spostamento verso il basso della curva dei costi. Di conseguenza, il punto critico che rende favorevole per un paese abbandonare la sua moneta a favore di una comune si abbassa. Quindi aumentano i paesi che aderirebbero ad un'unione monetaria. Analogamente a questo, anche un aumento del grado di mobilità del lavoro sposta la curva dei costi verso sinistra e rende più attraente un'unione monetaria.

Nonostante questo, abbiamo analizzato precedentemente, che questo aumento della mobilità del lavoro a seguito di una maggiore integrazione è stata contrastata da un'idea diversa.

L'integrazione economica può condurre ad una maggiore concentrazione regionale delle attività industriali, aumentando gli shock asimmetrici tra i paesi. Questo aspetto contrasta l'idea precedente e modifica il grafico precedente provocando l'effetto opposto, cioè, sposta la curva dei costi verso destra e rende meno attraente un'unione monetaria.

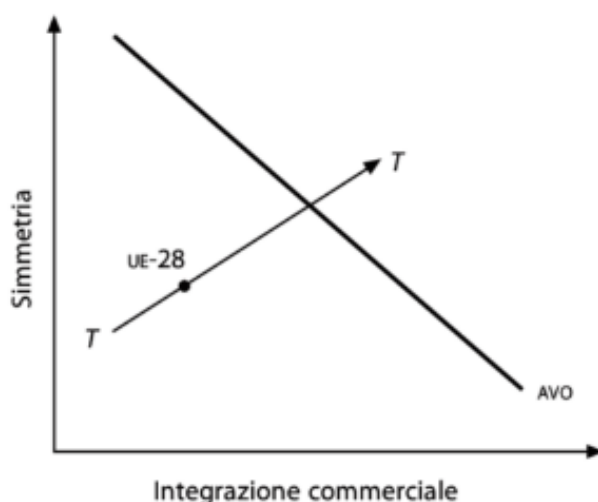


Figura [14]. [La posizione della Commissione europea sull'integrazione monetaria]
Fonte: Paul De Grauwe, Economia dell'Unione Monetaria, Il Mulino, 2020.

Ora cerchiamo di capire come i costi e i benefici di un'unione monetaria possano evolversi nel tempo. Per fare questo rappresenteremo nella figura seguente la spiegazione di tale processo.

In ordinata indichiamo il grado di simmetria tra i paesi candidati a far parte dell'unione monetaria e in ascissa il grado di integrazione commerciale tra gli stessi paesi. La linea AVO, la retta con pendenza negativa, rappresenta le combinazioni minime di simmetria e integrazione commerciale dove i costi sono uguali ai benefici. Troviamo raffigurato una retta, la retta TT, inclinata positivamente verso l'alto a rappresentare che all'accrescersi dell'integrazione commerciale aumenta anche il grado di simmetria tra i paesi coinvolti, essi quindi diventano sempre più simili e fronteggiano un numero minore di shock asimmetrici¹⁶.

¹⁶ questa rappresentazione è stata definita come «la posizione della Commissione europea»

Questa situazione porta l'UE-27, nella zona AVO, dove i benefici dell'unione monetaria sono maggiori dei costi.

Abbiamo posto l'UE-27 sulla retta TT e si trova inizialmente a sinistra della linea AVO. Questo per sottostare al pensiero di molti economisti, secondo cui l'insieme dei paesi dell'UE-27 non è un'AVO. Al procedere dell'integrazione commerciale all'interno dell'UE, però, si sposterà il punto di intersezione verso l'alto lungo la retta TT, il che ci porterà, infine, nella zona AVO (ecco perché la freccia verso l'alto). In quest'ottica, a lungo andare l'unificazione monetaria verrà percepita come benefica da tutti i paesi dell'UE.

Questa prospettiva ottimistica, sul futuro di lungo periodo dell'unione monetaria in Europa, è contrastata dalla visione pessimistica di Krugman. Dall'analisi di tale economista si evince che l'integrazione economica porta ad una riduzione della simmetria degli shock asimmetrici. Quindi all'aumentare dell'integrazione economica i costi sovrasteranno i futuri benefici associati ad un'unione monetaria dei paesi europei.

Va comunque notato però che da questa ipotesi deriva un'anomalia, in quanto implica che una diminuzione dell'integrazione può portare all'inclusione nella zona AVO. Quindi, se i paesi tornassero alle loro monete nazionali e si separassero, l'unione monetaria diverrebbe attraente. Un risultato strano. (De Grauwe 2020: pag.116)

Quello che però bisogna affermare è l'improbabilità dell'UE nel suo insieme come AVO. Questo perché non tutti i paesi viaggiano a velocità simile e quindi non hanno lo stesso interesse ad abbandonare le proprie monete nazionali e aderire all'UEM. Difatti, l'analisi costi-benefici implica che un'unione monetaria in Europa può soddisfare meglio gli interessi economici dei diversi paesi membri se può procedere a velocità diverse, cioè alcuni paesi, convinti che oggi non sia nel loro interesse aderire all'unione, avranno la possibilità di aspettare prima di fare questo passo.

Tale osservazione ci fa comprendere il grado di incompletezza e di imperfetta "unione" presente in Europa, che mette a rischio la creazione dell'UEM.

2.4 La Fragilità delle unioni monetarie incomplete

In questo paragrafo analizziamo il tipo di un'unione monetaria incompleta dell'Eurozona. Tale sistema è caratterizzato dall'esistenza di una moneta unica comune gestita da una

banca centrale comune, la BCE, ma anche dall'assenza di un'unione di bilancio. Proprio tale mancanza introduce il problema di fragilità che ne deriva.

Quest'analisi si concentrerà sull'unione monetaria incompleta, qual è l'Eurozona, caratterizzata dalla mancanza di un'unione di bilancio e ci potrà a capire come ovviare a tale fragilità.

L'Eurozona è unione dove vi è una sola autorità monetaria (la BCE) e molte autorità nazionali indipendenti, ciascuna delle quali controlla il proprio bilancio ed emette i propri strumenti di debito.

Il tratto particolare è che questi strumenti di debito emessi dai governi nazionali sono in euro, nella moneta comune, il quale nessun governo nazionale ha un controllo diretto.

Per evidenziare tale tesi, elaboriamo un modello che illustra come in un simile contesto possano darsi equilibri multipli. Il modello si basa su due assunti principali:

- l'inadempienza sul debito sovrano ha costi e benefici il cui calcolo orienta il comportamento del governo;
- gli investitori tengono conto di questo calcolo del governo.

Supponiamo che un paese facente parte dell'Eurozona sia investito da uno shock, tale per cui, provochi un calo delle entrate pubbliche e che possa essere generato da una recessione o da una perdita di competitività. Chiameremo questo evento shock di solvibilità. Quanto maggiore è lo shock, tanto maggiore sarà la perdita di solvibilità.

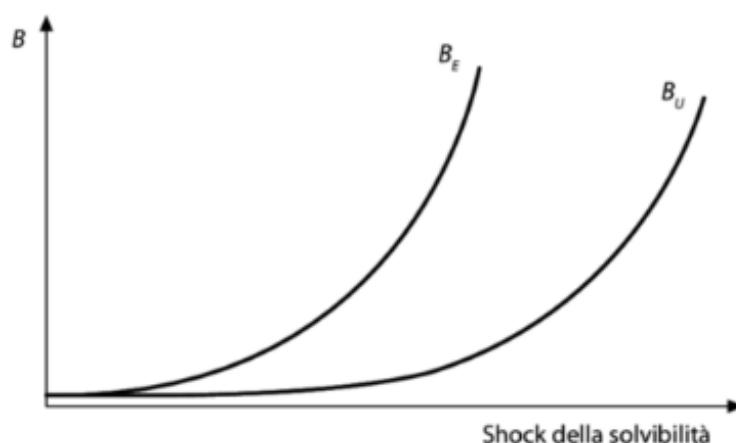


Figura [15]. [I benefici (B) dell'inadempienza dopo uno shock di solvibilità]
Fonte: Paul De Grauwe, Economia dell'Unione Monetaria, Il Mulino, 2020.

Concentriamoci prima sui benefici derivanti dall'inadempienza, rappresentati nella figura 15. È rappresentato in ascissa lo shock di solvibilità e in ordinata il beneficio ottenibile

dall'inadempienza. Supponiamo che l'inadempienza assuma la forma di un taglio di una certa percentuale fissa del debito. Il beneficio che in questo caso il governo può ricavare dall'inadempienza è la possibilità di ridurre il carico complessivo degli interessi sul debito.

Come risultato, il beneficio che il governo ne trae, è la possibilità di adottare misure di austerità più blande e dato che tali misure rappresentano un costo politico, lo stato ne può giovare.

In questo grafico abbiamo inserito due curve dei benefici:

- B_U è il beneficio derivante da un'inadempienza che gli investitori non si aspettano
- B_E è il beneficio derivante da un'inadempienza che gli investitori si aspettano

La curva B_U è rappresentata come una funzione esponenziale, inclinata maggiormente verso l'alto, rispetto alla curva B_E , perché il beneficio che il governo trae dall'inadempienza aumenta all'aumentare della forza dello shock di solvibilità. Questo perché all'aumentare del grado di forza dello shock, il costo da pagare per l'imposizione delle misure di austerità è alto. Quindi l'inadempienza per il governo diventa ancora più allettante. Inoltre, vi sono tre fattori che influenzano la posizione e la pendenza della curva B_U che sono:

1. Il livello iniziale del debito. Se si ha un livello del debito pubblico molto elevato, la curva sarà sempre più inclinata verso l'alto
2. l'efficienza del sistema tributario. Minore è efficiente tale sistema, maggiore è la pendenza della curva verso l'alto.
3. l'entità del debito estero. Se rappresenta una percentuale elevata del debito totale, ci sarà una propensione maggiore all'inadempienza.

Concentriamoci ora sulla curva B_E (che sta per *expected*). Questa curva mostra il beneficio che si ottiene dall'inadempienza quando gli investitori se l'aspettano. La curva B_E si trova sopra la curva B_U , questo perché, quando gli investitori si aspettano un'insolvenza vendono i titoli di stato, con la conseguenza di farne salire il tasso d'interesse. L'aumento di questo provoca a sua volta un aumento del disavanzo del deficit di bilancio, richiedendo un'intensificazione del programma di austerità consistente in tagli della spesa e in aumenti delle imposte. L'inadempienza diventa, a questo punto, più attraente rispetto a quella non attesa.

L'inadempienza però non genera solo benefici ma anche costi. Il costo rilevante dell'inadempienza deriva dal fatto che il governo inadempiente subisce una perdita di reputazione, la quale rende difficile per il governo ottenere prestiti in futuro.

La probabilità che tale inadempienza si verifichi è dovuta dalla natura autoavverantesi delle aspettative. (De Grauwe 2020: pag.145)

Queste aspettative degli investitori sono governate dagli umori, ottimistici o pessimistici, dei mercati.

Il motivo per il quale c'è questa indecisione nell'essere inadempiente o no deriva dal vincolo di liquidità cui i governi sottostanno nelle unioni monetarie incomplete. (De Grauwe 2020: pag.145)

Questo perché, se la banca centrale europea (BCE) fornirebbe sempre la liquidità occorrente per rimborsare alla scadenza i detentori di titoli di stato, il governo sarebbe capace di garantire sempre la disponibilità di contante per rimborsarli. Quindi, detentori dei titoli non si aspetterebbero un'inadempienza e quindi non porterebbero il governo a rendersi inadempiente contro la sua volontà. Dunque, le curve B_e e B_u coinciderebbero. Non ci sarebbero delle indecisioni nell'essere insolventi o meno derivanti dalle aspettative degli investitori.

In sintesi, quindi, una vendita speculativa di titoli di stato dettata dal timore che il governo sia a corto di contanti, non potrebbe mai verificarsi se il governo potesse garantire che i contanti saranno sempre disponibili.

Quindi per ridurre la fragilità dell'unione monetaria incompleta bisogna:

- Rendere la BCE "prestatore di ultima istanza", ossia capace a fornire sempre la liquidità necessaria ai mercati dei titoli di stato dei paesi membri¹⁷
- Introdurre la creazione di un'unione di bilancio in Europa, cioè, attuare un'operazione di consolidamento di tutti i debiti nazionali in un unico debito comune. Così facendo si eliminerebbe la fragilità fondamentale di un'unione monetaria incompleta.

La funzione della BCE come prestatore di ultima istanza è necessaria per gestire le situazioni di crisi, mentre il consolidamento del bilancio è necessario per rendere

¹⁷ Ciò equivale a fare della BCE una banca centrale, come lo sono la Federal Reserve o la Banca d'Inghilterra, che forniscono la stessa garanzia ai propri governi

l'Eurozona robusta nel lungo periodo e di eliminare la parola "incompleta" dalla definizione di unione monetaria in Europa.

In questo paragrafo abbiamo analizzato le particolari fragilità della situazione economica dell'Eurozona. Abbiamo evidenziato e affermato, grazie all'aiuto di De Grauwe, che una mancanza di fiducia può portare, attraverso un meccanismo di aspettative che si autoavverano, il paese all'inadempienza.

Tale fragilità porta ad una generale perplessità che fa sorgere degli interrogativi sulla sostenibilità dell'Eurozona, dato che nel corso della storia ha determinato una situazione in cui diversi paesi membri sono stati costretti ad attuare regimi di austerità forti che li ha portati in un cattivo equilibrio.

A questo proposito possiamo notare che i paesi, prima di aderire all'Eurozona, facevano parte dello SME il quale hanno deciso di abbandonare per l'instabilità economica derivante da un regime di tassi di cambio ancorati ed ora che sono passati ad un'unione monetaria hanno scoperto l'instabilità caratterizza anche i mercati dei titoli pubblici. Così il passaggio da un regime di cambi ancorati a un'unione monetaria ha spostato la fonte dell'instabilità dai mercati dei cambi ai mercati dei titoli pubblici nazionali [De Grauwe e Ji 2015; 2018].

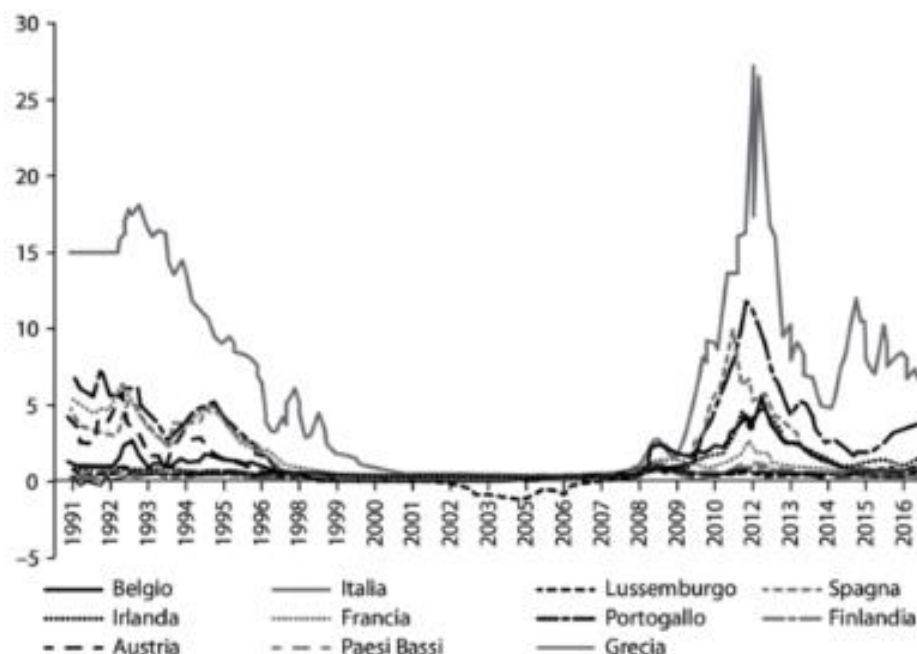


Figura [16]. [Spread tra titoli di stato di alcuni paesi europei e bund tedeschi a 10 anni, 1991-2017 (%)]
Fonte: Eurostat.

Tutto ciò può essere reso evidente grazie alla figura 16, in cui si mostrano i differenziali di rendimento (spread) tra i tassi di interesse sui titoli pubblici nazionali decennali e i tassi sui titoli decennali tedeschi dal 1991 al 2017.

Si può notare in modo piuttosto evidente come i paesi che hanno subito le crisi più forti dei debiti sovrani nel 2010-2012, sono gli stessi paesi che attraversarono la crisi dei tassi di cambio nei primi anni Novanta (Grecia, Spagna, Italia, Portogallo). All'epoca dei tassi di cambio ancorati affrontarono la crisi dovuta al rischio di svalutazione, mentre durante la crisi dei debiti sovrani hanno riflesso i rischi di inadempienza¹⁸.

Infine, abbiamo introdotto brevemente delle possibili soluzioni per ridurre le fragilità dell'Unione economica e monetaria. Nel capitolo successivo parleremo in modo più approfondito di come risolvere tale problematica, facendo particolare attenzione all'Euro e allo status di valuta mondiale come elemento che possa trasformare la debole Eurozona in un'unione monetaria solida.

¹⁸ Vi sono delle eccezioni a tale legame. L'Irlanda è andata incontro alla crisi del debito sovrano nel 2010-2012 ma a nessuna crisi dei cambi negli anni Novanta. L'inverso vale per la Finlandia, che fu coinvolta nella crisi dei tassi di cambio negli anni Novanta ma non subì alcuna crisi del debito sovrano più tardi. Per un'ulteriore analisi di questo fenomeno, si veda De Grauwe e Ji [2018].

3. L'EURO E LO STATUS DI VALUTA INTERNAZIONALE

L'Eurozona è una creatura economica unica al mondo ma è altrettanto unica la sua fragilità e le problematiche che ne derivano.

In questo capitolo scopriremo le soluzioni per rendere l'unione monetaria il ritratto internazionale della stabilità economica.

In un mondo attuale caratterizzato da disordini e ostilità, che portano preoccupazione, la stabilità e la forza di una moneta in un Paese sono le ancore per sfuggire a tali timori.

Pertanto, per far sì che nell'Eurozona ciò si realizzi, ci sarà bisogno di una vera presa di posizione che porti ad un'unione politica, di bilancio, istituzionale e finanziaria tale da renderla completa e forte.

L'obiettivo di creare tale completezza è spinto dal creare credibilità all'interno dell'Eurozona. Infatti, la credibilità richiesta dai paesi aderenti è assicurata solo se l'unione economica e monetaria è completa. Quindi più riduciamo il gap della incompletezza più ci sarà fiducia da parte dei paesi europei di aderire all'Eurozona. Qualunque accordo diverso indurrà ad un problema di credibilità¹⁹.

La credibilità è un elemento che va tenuto sotto controllo perché influenza gli andamenti di un'economia. Una maggiore solidità derivante dall'integrazione massiccia delle "4 U" potrebbe attenuare il rischio di tale problema di credibilità.

Un passo deciso verso un'unione monetaria completa è di estrema importanza e come ha affermato Fabio Panetta, "Un'ulteriore integrazione economica e finanziaria europea sarà fondamentale per aumentare la resilienza del ruolo internazionale dell'euro in un'economia mondiale potenzialmente più frammentata". Ed è qui che entra il gioco l'euro come valuta mondiale. Una maggiore internazionalizzazione dell'euro porterebbe numerosi benefici all'Eurozona.

Tra l'altro si collega a quanto detto prima perché è sostenuto dal perseguimento di politiche solide nella zona euro e dagli sforzi messi in atto per completare l'unione economica e monetaria.

¹⁹ Alcuni paesi (come Argentina e Hong Kong) hanno sperimentato il *currency board*, un regime monetario più vincolante di un regime di cambi fissi, ma non ancora un'unione monetaria completa. Di conseguenza, questi paesi sono stati occasionalmente oggetto di violenti attacchi speculativi. Il regime di *currency board* dell'Argentina non è sopravvissuto all'attacco speculativo del 2001.

Quindi diciamo che una maggiore presenza dell'euro come valuta mondiale, capace di competere sempre di più con le altre valute internazionali, presuppone una maggiore solidità dell'Eurozona.

Il rafforzamento del ruolo internazionale dell'euro porterà ad una maggiore resilienza dell'economia europea rispetto al turbolento panorama mondiale.

Per rafforzare lo status dell'euro come valuta mondiale, si è pensato alla introduzione dell'euro digitale. In un mondo in rapido cambiamento tecnologico e di innovazione, la digitalizzazione dell'euro promuoverebbe a rafforzare la sovranità monetaria dell'area euro e a sostenere la concorrenza con le altre valute mondiali.

Parleremo appunto di questa ultima proposta innovativa della commissione europea sostenuta dalla BCE.

L'attuale progetto dell'euro digitale può essere visto come uno scudo di difesa per la sovranità monetaria che può essere messa a rischio dalla diffusione di valute digitali estere. Ma anche per proteggersi da eventuali iniziative dei colossi del big tech che contano su miliardi di clienti in tutto il mondo.

Dall'altro lato porta l'Eurozona e la valuta euro ad una sua modernizzazione e ad una necessaria innovazione per portare l'euro allo status di grande valuta mondiale.

3.1 Le 4 “U”

Si è visto nel corso della storia che un'unione monetaria può essere considerata una creatura fragile. Le ripetute crisi e la mancante fiducia degli investitori hanno dimostrato che l'Eurozona non è un'area sostenibile e di sicura prosperità economica.

Nel corso degli anni è avanzata l'idea che l'unione economica e monetaria, per diminuire il grado di probabilità degli shock asimmetrici, ha bisogno di una solidità che può essere fornita da una maggiore unione di bilancio, finanziaria, istituzionale e politica.

L'unione di bilancio è estremamente necessaria nell'Eurozona perché, allevia i disagi dei paesi colpiti da uno shock negativo e protegge i paesi membri da crisi di liquidità e da insolvenze forzate.

Una maggiore integrazione finanziaria è ben vista perché può fungere da meccanismo assicurativo che agevola l'aggiustamento in presenza di shock asimmetrici.

L'unione istituzionale è fondamentale perché si ovvierebbe ai problemi legati alla decentralizzazione e all'assenza di un'accountability chiara.

L'unione politica è estremamente necessaria per ridurre la fragilità dell'unione monetaria e per bandire la definizione di Eurozona come “un'eccezione alla regola”.

3.1.1 Unione politica

Un'unione monetaria dovrebbe essere incorporata in un'unione politica. Oggi quasi tutti ne convengono²⁰.

Il motivo per il quale in Europa ciò non avviene è che nel continente, in questo momento storico, manca una “variabile profonda” necessaria per realizzare una piena unione politica.

Questa variabile profonda è costituita da un forte sentimento collettivo di appartenenza alla stessa nazione, unita da un fine comune [Baldwin e Wyplosz 2006]. Finché non si risanerà questa variabile, sarà difficile raggiungere l'unione politica.

Gli economisti hanno sottolineato che un'unione politica siffatta sarà necessaria per sostenere l'unione monetaria sul lungo termine [European Commission 1977; De Grauwe 1992].

Il problema fondamentale è che oggi in Europa non c'è la propensione ad accrescere il grado di unione politica. Tale scarsa propensione rende l'Eurozona una costruzione fragile. Ma ciò non vuol dire che non ci debba essere una soluzione.

È possibile, infatti, seguire una politica di piccoli passi, volta a creare una struttura di governance che contribuisca a rendere l'unione monetaria più sostenibile.

Un possibile passo verso l'unione politica e quindi, verso il rafforzamento dell'Eurozona consiste in tre azioni:

- L'emissione congiunta di strumenti di debito comuni, così facendo si crea una responsabilità sociale tra i paesi partecipanti e protegge i paesi membri dalle destabilizzanti crisi di liquidità.
- La creazione di uno spazio fiscale a livello dell'Eurozona sotto forma di un sistema di assicurazione contro la disoccupazione²¹. Questa proposta si basa sull'ipotesi, adottata dalla teoria AVO, secondo la quale afferma che il paese in fase di

²⁰ Come sempre, vi è chi dissente. Per un caso recente, si veda Sandbu [2015].

²¹ Altre proposte di creazione di uno spazio fiscale non sono basate su un programma comune di assicurazione contro la disoccupazione. Molto interessante è quella avanzata da Drèze e Durré [2012]. Si tratta di un sistema di assicurazione basato sull'emissione di obbligazioni nazionali indicizzate sul tasso di crescita del pil. I paesi con un tasso di crescita superiore alla media versano un contributo al fondo comune, mentre i paesi con un tasso di crescita inferiore alla media lo percepiscono dal fondo.

espansione trasferisce risorse a quello in recessione, con la conseguenza di attenuare il ciclo economico in entrambi i paesi.

- L'istituzione di un'Unione bancaria, creando un meccanismo comune di risoluzione delle crisi rendendo possibile ripartire, fra l'intera unione, il costo della risoluzione.

Un secondo passo importante nella creazione di una più forte unione politica consiste nel fissare dei vincoli sulle politiche di bilancio ed economiche nazionali dei paesi membri dell'Eurozona. Infatti, una delle grandi carenze progettuali dell'Unione economica e monetaria in Europa è che, a parte una politica monetaria pienamente accentrata, le altre politiche sono decentrate e in mano ai singoli governi nazionali.

Questa indipendenza crea dei movimenti divergenti di salari e prezzi all'interno dell'Eurozona.

Per correggere tali divergenze sarebbe opportuno per i paesi abbandonare la sovranità sull'uso degli strumenti nazionali di politica economica e cederli alle istituzioni europee.

Il problema di sottofondo che blocca questo passaggio è la mancanza di una nazione a livello europeo che prenda in carico le responsabilità, precedentemente affidate ai singoli stati²². Per questo motivo e per altre ragioni che si susseguono, un passo così deciso non è auspicato da nessun paese membro quindi, si deve procedere con una strategia a piccoli passi.

Come si può vedere qualche progresso è stato già fatto, con l'introduzione del pacchetto di misure denominato *six pack*, che rafforza il controllo delle politiche di bilancio e coordina le politiche macroeconomiche.

Tuttavia, l'aspetto fondamentale che deve essere chiarito è che i diversi passi verso il completamento dell'unione monetaria devono essere fra loro complementari e compiuti simultaneamente.

L'elemento più importante, però, che deve essere percepito e sviluppato è lo scarso senso di un fine comune dei paesi membri. Se manca, si può dubitare sulla possibilità di progredire ulteriormente verso un'unione politica. E se non si riesce a fortificare questa "variabile profonda", l'unione economica e monetaria in Europa rimarrà una creatura fragile.

²² Si veda l'intervento di Paul De Grauwe in Luiss, *The Legacy of the Eurocrisis and the Future of the Euro*, [2015]

3.1.2 Unione di Bilancio

La centralizzazione dei bilanci nazionali è un passo importante verso il completamento dell'Eurozona.

Tale azione porta inevitabilmente ad avere un'unione monetaria incorporata ad un'unione di bilancio. Quest'ultima ha due funzioni principali che spiegano il motivo per cui tale procedimento è desiderabile:

1. Crea un meccanismo assicurativo. Questo perché aiuta i paesi che si trovano in difficoltà, innescando dei trasferimenti di reddito verso questi ultimi da parte dei paesi che si trovano in condizioni di prosperità. Così facendo, l'unione di bilancio allevia i disagi dei paesi colpiti da uno shock negativo.
2. Consolida una parte significativa dei debiti pubblici nazionali, proteggendo così i paesi membri da crisi di liquidità e da insolvenze forzate.

Per quanto riguarda il sistema assicurativo, il rischio principale è quello di ampliare la possibilità di azzardo morale. L'utilizzo di tali schemi tenderebbe a ridurre le pressioni sugli stati per costringerli ad attuare aggiustamenti locali, con il rischio di rendere i trasferimenti permanenti.

Questa situazione in cui il bilancio centralizzato indurrebbe ampi e permanenti trasferimenti di reddito da alcuni paesi ad altri, suscita una forte resistenza da parte dei paesi europei i cui redditi verrebbero trasferiti altrove²³.

Quindi, da questa discussione si evince che, un modo per risolvere queste problematiche, è avere un senso comune e una fiducia tra tutti gli stati membri dell'Eurozona tali da generare la creazione di una vera unione monetaria.

Approfondendo il punto due, invece, possiamo spiegare che un'unione di bilancio risolverebbe il problema legato alla crisi di liquidità e all'insolvenza forzata, in quanto i debiti pubblici nazionali sarebbero centralizzati nel debito pubblico dell'unione.

Quest'azione ha due effetti importanti. Il primo è che elimina i movimenti destabilizzanti dei capitali da un mercato mobiliare all'altro. Il secondo è che il governo dell'unione diviene a tutti gli effetti un "governo indipendente", motivo per il quale emette strumenti di debito in una moneta che controlla pienamente. Non può quindi accadere che il governo dell'unione precipiti in una crisi di liquidità.

²³ Per una discussione approfondita di tali problematiche, si veda Schelkle [2017].

L'ostacolo che frena tutto questo è l'assenza dell'intenzione di centralizzare i bilanci nazionali a livello europeo e tra l'altro tale centralizzazione richiederebbe un consistente trasferimento di sovranità nazionale a un governo e un parlamento europei in materia di tassazione e di spesa pubblica. Quindi, presuppone un elevato grado di unificazione politica (questo è il motivo per cui le stiamo analizzando insieme, c'è bisogno di congiunzione).

Ci chiediamo, dunque, se sia possibile creare delle istituzioni che possano fornire una certa sicurezza e protezione agli stati membri di un'unione monetaria incompleta, come l'Eurozona.

3.1.3 Unione Istituzionale

Le istituzioni dell'Eurozona sono state create con il Trattato di Maastricht. La politica monetaria è affidata all'Eurosistema²⁴, composto dalla BCE e dalle banche centrali nazionali (BCN) dei paesi membri dell'UE che hanno aderito all'UEM, oggi in numero di 20.

La persistente rilevanza assunta dagli stati-nazione nell'UE ha reso necessario che nell'Eurozona, si prevedessero istituzioni monetarie sufficientemente decentralizzate ma pur sempre in grado di condurre la politica monetaria in maniera unitaria.

Il risultato è un'impalcatura istituzionale unica al mondo. Infatti, la questione è la seguente: tale sistema è troppo decentrato? Le banche centrali nazionali tentano di far prevalere i loro interessi rispetto a quelli dell'intero sistema? Alcuni osservatori hanno cercato di rispondere a questi interrogativi sostenendo che il sistema sia eccessivamente decentrato [Begg et al. 1998; Gros e Tabellini 1998].

Questa eccessiva decentralizzazione e la mancanza di una vera unione istituzionale può portare ad una lentezza nell'agire tempestivamente per evitare le crisi.

Possiamo definire l'Eurosistema un'istituzione caratterizzata da questa originalità per equilibrare due tendenze opposte.

Da un lato, dato che i paesi differiscono un minimo tra loro, le banche centrali nazionali hanno voluto mantenere alcune prerogative relative all'attuazione delle politiche monetarie, dall'altro si è reso necessario un processo decisionale chiaro e unitario per far sì che l'unione monetaria possa funzionare.

²⁴ Per una buona descrizione e discussione dell'Eurosistema, si veda Gros e Tabellini [1998].

Il problema di tale decentralizzazione è che, con l'allargarsi del numero dei paesi aderenti all'UEM diventa sempre più complicato prendere decisioni rapidamente, soprattutto nei casi in cui le condizioni economiche dei paesi membri dell'Eurozona divergano.

Quello che risalta all'occhio nel contesto internazionale, è un'Eurozona indecisa ed insicura sulle decisioni da prendere ed in ritardo rispetto alla competizione mondiale. Quindi un'unione istituzionale è estremamente necessaria per solidificare l'unione economica e monetaria, garantendo anche una maggiore unione politica ed una sicurezza per i mercati finanziari.

3.1.4 Unione Finanziaria

Come abbiamo accennato precedentemente, una maggiore integrazione finanziaria può fungere come meccanismo assicurativo e agevola l'aggiustamento da uno shock negativo. Per esaminare più attentamente la questione, riprendiamo il modello a due paesi presentato precedentemente.

Si supponga che ci sia uno shock asimmetrico che colpisce positivamente la Germania e negativamente la Francia. In questo caso supponiamo che ci sia un'unione finanziaria, quindi un solo mercato obbligazionario, un solo mercato azionario e un solo settore bancario.

L'economia dei due paesi è caratterizzata da una piena integrazione finanziaria che facilita l'aggiustamento di shock asimmetrici. Iniziamo ragionando sul mercato azionario. L'effetto di una piena integrazione finanziaria è quello di fungere da sistema assicurativo, cioè, attenua l'impatto che uno shock negativo di un paese ha sul reddito dei suoi residenti.

Questo perché, in questo caso, in Francia, per effetto dello shock negativo, il prezzo delle azioni delle imprese francesi scende. Ma, essendoci piena integrazione, anche la Germania detiene azioni francesi. Quindi il costo che ne deriva si ripercuote anche su di loro.

Viceversa, in Germania si assiste ad un aumento del prezzo delle azioni tedesche, che sono detenute anche dai residenti francesi, così che quest'ultimi saranno compensati dagli effetti negativi causati dalle difficoltà economiche in Francia.

Quindi lo shock negativo viene attenuato e tenuto a bada per il fatto che tale shock è condiviso da tutti i paesi dell'unione monetaria.

Stessa situazione può essere condivisa nel mercato obbligazionario.

Quindi con una maggiore integrazione finanziaria assistiamo ad una riduzione del rischio complessivo.

Ad oggi, però, il sistema di assicurazione dell'Eurozona è poco organizzato.

I mercati finanziari e i governi nazionali sono di scarso aiuto nella condivisione del rischio legato agli shock asimmetrici che colpiscono l'Eurozona [Schelkle 2017].

La Commissione Europea, ultimamente, ha lanciato la proposta di istituire l'Unione dei mercati dei capitali che ha come fine quello di attenuare gli shock asimmetrici. Il problema è che per funzionare ha bisogno di un rafforzamento del sostegno pubblico che può essere fornito dall'unione di bilancio.

La solidità dei mercati finanziari è una colonna portante nel sostenere e nel rafforzare la moneta nella posizione di moneta di rango mondiale, proprio per il meccanismo assicurativo che garantisce.

Questa integrazione dipenderà da come le autorità dell'Eurozona si comporteranno (Unione Istituzionale), da con che coraggio si compiranno dei passi importanti verso l'integrazione dei sistemi giuridici e di quelli regolamentari dei singoli paesi (Unione politica) e da come riusciranno ad assicurare il sistema (Unione di Bilancio).

In conclusione, la scelta del titolo del paragrafo "le 4 U" è indicativa del fatto che tali unioni debbano essere condotte e realizzate contemporaneamente, garantendo un equilibrio dinamico all'interno dell'Eurozona.

Viaggiando di pari passo, infatti possono accompagnare l'Unione economica e monetaria.

3.2 La Credibilità Dell'Eurozona

Analizzando il caso unico dell'Eurozona si può comprendere che la base su cui si poggia la sua fragilità deriva da una mancanza di credibilità in questa architettura.

I quattro tipi di Unione che abbiamo visto precedentemente, possono essere una soluzione per ovviare a tale problema.

La grave crisi finanziaria del 2008 ha scosso tutti gli stati membri dell'Unione monetaria e la conseguenza più grave è che si è estesa all'intero processo integrativo europeo. Questo evento negativo ha portato ondate di sfiducia tra i cittadini europei dei Paesi attori principali del progetto di unificazione.

Se vogliamo ad oggi, descrivere l'UEM possiamo rifarci alle seguenti parole: "L'Unione economica e monetaria (UEM) assomiglia oggi ad una casa costruita nel corso di decenni

ma solo parzialmente completata, di cui si sono dovuti stabilizzare in fretta e furia pareti e tetto quando è scoppiata la tempesta” (Jean-Cluade Juncker, 2015). Questa costruzione incompleta, le crisi precedenti e l’attuale panorama turbolento internazionale aggrediscono la credibilità dell’Eurozona.

Senza una forte convinzione da parte delle istituzioni europee, dei governi nazionali e dei cittadini europei, verso l’assetto architettonico dell’UEM, non si può materializzare quella tanto sognata unione con moneta stabile, crescita economica equilibrata e stabilità dei prezzi.

La relazione di Jean-Claude Juncker, in collaborazione con Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi, Martin Schulz, introduceva una visione di completamento dell’UEM entro il 2025. Tale progetto, però, è in ritardo.

Per questo motivo, ponendomi in completo accordo con tale progetto²⁵, è fondamentale, ancora più che mai, lo sviluppo in parallelo delle 4 Unioni sopra descritte e che tutti gli Stati membri vi partecipino.

Tale coordinazione creerà un legame, un’intesa più forte ed una solidarietà che porterà l’Eurozona al di fuori dal problema della mancanza di credibilità. In quanto, una volta creata questa armonia, l’UEM sarà in grado di portare l’euro al rango di una solida e sicura valuta internazionale appropriandosi di tutti i benefici che ne derivano.

La sfida più grande, attualmente, per l’Eurozona sembrerebbe questa. In un contesto contraddistinto da guerre (Ucraina e Gaza), da inflazioni (Stati Uniti ed Europa), e da recessioni (Giappone e Regno Unito), è estremamente necessario avere una moneta stabile e sicura, quindi credibile.

Dato che l’euro è l’elemento che regge una costruzione composta da 20 paesi, se esso è credibile anche l’Eurozona lo sarà. Una volta raggiunta tale credibilità, la valuta dell’Area Euro potrà sfidare il dollaro e diventare la moneta più forte e utilizzata nel panorama mondiale.

Questo riconoscimento avrà il potenziale di far apparire l’Eurozona come la più forte potenza economica al mondo. Tale elemento distintivo non emergerà soltanto nel perimetro del continente europeo ma si estenderà anche oltre i confini.

L’elemento della credibilità è influenzato anche da chi gestisce la moneta comune (la BCE).

²⁵ Si veda la relazione “Completare L’Unione economica e monetaria dell’Europa” (2015)

La Banca Centrale Europea è responsabile delle decisioni di politica monetaria nell'Eurozona. Attraverso la trasparenza, in base alla quale vengono resi noti gli obiettivi e le azioni che vuole conseguire, l'istituzione aumenta la credibilità e l'efficacia della politica monetaria.

Se facciamo riferimento alla storia, possiamo comprendere come la credibilità per la BCE debba essere una caratteristica importante per non ampliare le crisi.

Torniamo al 2010, quando esplose la crisi debitoria. La BCE in quella circostanza avviò, con grandi esitazioni e annunciò che sarebbe stato temporaneo, un programma di acquisti di titoli del debito pubblico. L'effetto fu che il programma mancò di credibilità, con la conseguenza che gli speculatori continuarono a vendere titoli pubblici e la Banca Centrale ad acquistarne grandi quantità.

La soluzione più congrua, invece, adottata più tardi nel settembre 2012 si rifà alle parole di De Grauwe, il quale afferma che: "L'approccio giusto della BCE sarebbe consistito nell'annunciare che era pienamente impegnata ad acquistare titoli di stato, chiarendo che avrebbe impiegato la sua illimitata capacità di creare liquidità per stabilizzare i prezzi dei titoli di stato. Una simile strategia avrebbe convinto i mercati che i prezzi dei titoli avrebbero cessato di scendere, di conseguenza, gli speculatori avrebbero interrotto le massicce vendite di titoli e la BCE non sarebbe stata costretta ad acquistarne così tanti" (De Grauwe, 2011)

Da questa affermazione, appare evidente la credibilità della decisione della BCE che l'ha portata a non ritrovarsi nella situazione spiacevole vista precedentemente.

La credibilità, come abbiamo potuto vedere, è un elemento essenziale che ha la potenzialità di stabilizzare e attenuare le crisi.

L'Eurozona e le sue istituzioni devono lavorare affinché si costruisca tale credibilità. Soltanto apparendo decisa nelle azioni da intraprendere per contrastare le sfide che l'attendono e l'attenderanno e rassicurando gli attori presenti all'interno del perimetro europeo e non, riuscirà a far sua tale qualità.

3.3 Benefici di una Moneta Internazionale

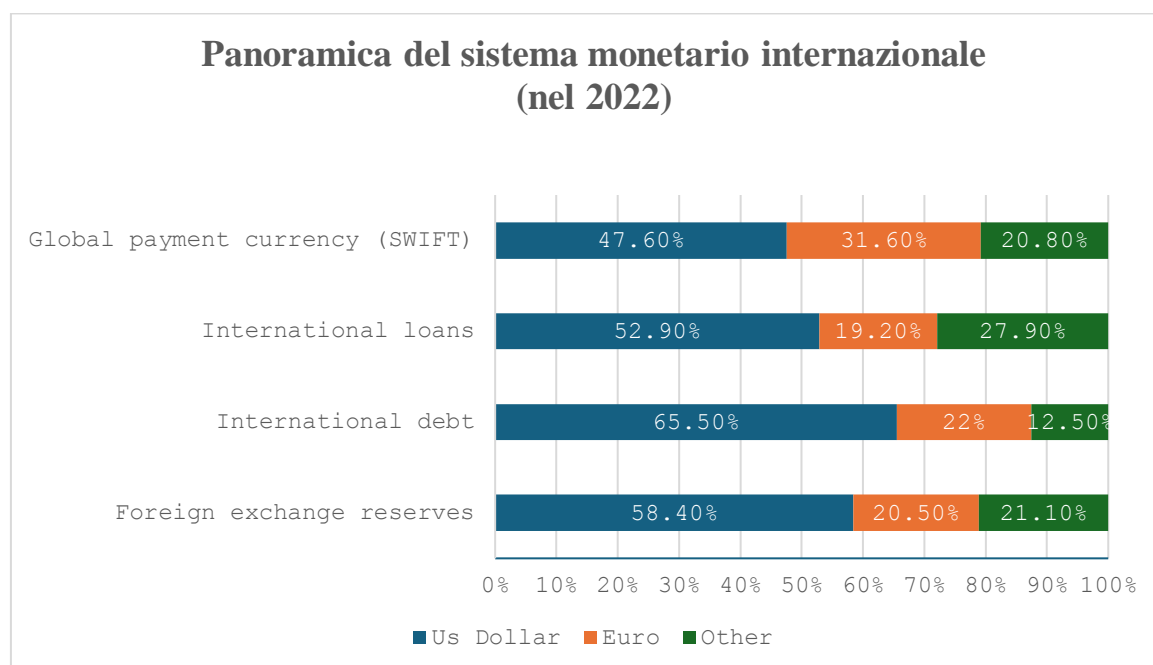
Una moneta può diventare internazionale solo se le condizioni monetarie e finanziarie del suo contesto nazionale sono stabili, il che dipende a sua volta dalle politiche monetarie e finanziarie perseguite nel paese [Hartmann e Issing 2002].

Se richiamiamo queste parole e le applichiamo al caso dell'Eurozona, capiamo che per far sì che una moneta goda dei benefici derivanti dalla qualifica di valuta internazionale, c'è bisogno di una solidità generale della struttura.

L'euro, ad oggi, è la seconda valuta più importante al mondo. La sua influenza, infatti, va oltre i confini UE. Nel 2022 rappresentava il 20,5% delle riserve ufficiali di valuta estera a livello mondiale, mentre la quota del dollaro statunitense era pari al 58,4%. Nello stesso anno, il 31,6% dei pagamenti a livello mondiale è stato effettuato in euro, rispetto al 47,6% in dollari USA.

Tabella [2]. [Panoramica del sistema monetario internazionale]

Fonte: Banca dei regolamenti internazionali (BRI), FMI, Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) ed elaborazioni della BCE



Un euro forte nel mondo può procurare numerosi benefici tra i quali:

- 1) Aumentare la resilienza del sistema monetario internazionale
- 2) Ridurre la dipendenza dalle altre valute
- 3) Proteggere meglio l'economia europea dagli shock valutari
- 4) Aprire a più scelte agli operatori del mercato e dare maggiore autonomia ai consumatori dell'UE
- 5) Garantire minori costi di transazione, finanziamento e gestione del rischio per le imprese europee
- 6) Consentire un accesso più affidabile ai finanziamenti per le imprese e i governi dell'UE

Per avere questi benefici l'Eurozona e le sue istituzioni devono concentrarsi sulle iniziative atte a rafforzare il ruolo internazionale dell'euro.

Possiamo far riferimento ad una scheda informativa della Commissione Europea intitolata, "Modi per rafforzare ulteriormente il ruolo globale dell'euro"²⁶, per rintracciarle ed estrapolarle. Le possiamo sintetizzare in quattro punti fondamentali:

- 1) Completamento dell'Unione economica e monetaria, dell'Unione bancaria e dell'Unione dei mercati dei capitali
- 2) Misure per promuovere un settore finanziario europeo profondo
- 3) Iniziative legate al settore finanziario internazionale
- 4) Promuovere l'uso dell'euro in settori strategici chiave

Come possiamo notare, dai punti 2) e 3), il settore finanziario svolge un ruolo chiave per l'euro. La Commissione attuerà delle misure per fare in modo che questo settore sia più profondo.

Così facendo, intensificando l'attrattiva della moneta comune, aumenterà il suo utilizzo e a sua volta diventerà più attraente grazie alle "esternalità di rete". Cioè, più sono numerosi gli attori che utilizzano una moneta, più è l'utilità che essi ne traggono.

Oltre alla profondità, la Commissione si sta interessando anche all'internazionalità del settore finanziario. Infatti, per incoraggiare il ruolo internazionale dell'euro, l'Europa deve impegnarsi maggiormente con gli attori internazionali.

Sostenuto da una più forte Unione economica e monetaria europea, l'euro può sviluppare ulteriormente il suo ruolo internazionale e valorizzare a pieno le sue potenzialità. Per fare questo però, come abbiamo detto precedentemente, la moneta comune ha bisogno di una corazza più compatta e completa.

Per quanto riguarda i settori strategici chiave, la Commissione fa riferimento alle opportunità commerciali che possono portare ad un maggiore riconoscimento dell'euro in ambito internazionale.

I mercati riguardano principalmente l'energia e le materie prime. Un dato interessante e positivo è l'aumento della quota di contratti sul gas naturale firmati in euro che è aumentata dal 38% nel 2018 al 64% nel 2020.

L'obiettivo della Commissione è aumentare i dialoghi con gli operatori di mercato per

²⁶ https://commission.europa.eu/document/download/d2f1be04-c826-47a1-ab18-ec67a5a913c5_en?filename=factsheet-strengthen-euro-global-role-05122018_en.pdf

facilitare l'emergere di indici denominati in euro che coprano i settori chiave dell'economia, tra cui i mercati nascenti dell'energia rinnovabile.

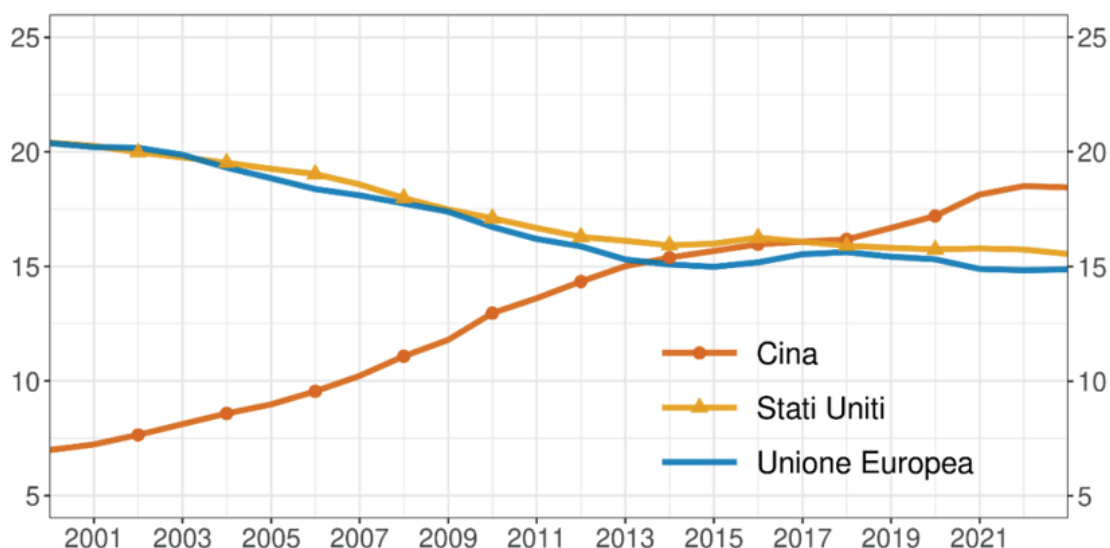
Il vero motivo per cui l'Unione economica e monetaria vuole aumentare il prestigio internazionale della sua moneta lo svela Fabio Panetta in una sua recente dichiarazione: "I paesi che emettono una valuta internazionale possono far leva sul proprio potere finanziario per incidere sugli sviluppi geopolitici a livello globale" (Panetta Gennaio 2024). Quindi, i vantaggi di una moneta globale non sono prettamente economici ma riguardano anche la politica monetaria e geopolitica. Una valuta internazionale costituisce un fondamentale pilastro dell'autonomia strategica del paese emittente.

Essa è assimilabile a una polizza assicurativa, apparentemente inutile in condizioni normali ma estremamente preziosa quando emergono tensioni internazionali²⁷.

Da questo possiamo comprendere la valenza strategica che ha una valuta forte e l'effetto resiliente che incorpora. Del resto, questa esigenza calza a pennello con il caos del panorama geopolitico attuale. Alcuni dati attuali affermano che l'euro è caratterizzato da un potenziale ancora inespresso²⁸.

Tabella [3]. [PIL in termini di parità di potere d'acquisto]
Fonte: FMI, World Economic Outlook, Ottobre 2023. Quota del PIL mondiale.

PIL in termini di parità di potere d'acquisto



Questo perché, come evidenzia il grafico soprastante, l'economia degli Stati Uniti e quella

²⁷ Banca d'Italia, intervento di Fabio Panetta, Governatore della Banca d'Italia, Conferenza

²⁸ E. Ilzetzki, C.M. Reinhart e K.S. Rogoff, Why is the euro punching below its weight? "Economic Policy", 35, 103, 2020, pp. 405-460.

dell'area euro hanno all'incirca la stessa dimensione.

Da questa evidenza si intuisce che rafforzare il ruolo internazionale dell'euro deve essere un dovere delle istituzioni europee.

Dopo aver discusso i motivi che sono dietro l'attrazione di una moneta forte in ambito internazionale dobbiamo analizzare il come rafforzare la nostra moneta comune nel panorama mondiale.

Precedentemente, abbiamo riportato alcune iniziative della Commissione Europea in merito a tale argomento, ma adesso addentriamoci con più scrupolosità sull'attualità discutendo di un'idea recente.

Per introdurla, concluderò questo paragrafo con una dichiarazione diretta dell'attuale Governatore della Banca d'Italia: "La possibilità che una moneta elettronica possa diffondersi come strumento di pagamento anche al di fuori del paese che la emette ne rafforza ulteriormente il ruolo internazionale".

Questa affermazione ci conferisce un'idea concreta di ciò che andremo a parlare, di un argomento di cui si sta discutendo in questi ultimi mesi: la digitalizzazione dell'euro come rafforzamento del ruolo di valuta internazionale.

3.4 La digitalizzazione dell'Euro

Un elemento essenziale è adeguare la disponibilità di infrastrutture di pagamento e di mercato, all'avanzare dell'innovazione tecnologica.

Come dice il presidente della Banca d'Italia, la digitalizzazione è la sfida che definisce la nostra epoca. Tale momento storico sta avviando delle trasformazioni profonde in tutti i campi della nostra società.

Tra i campi, rientra ovviamente quello economico ed in particolare il sistema dei pagamenti, infatti, la domanda di servizi dei pagamenti digitali è cresciuta notevolmente in tutto il mondo, soprattutto a seguito della pandemia globale²⁹.

In questo contesto, segnato da continui cambiamenti dirompenti, la moneta digitale di banca centrale (*central bank digital currency*, CBDC) può rivestire un ruolo importante³⁰.

Ma che cos'è questo nuovo tipo di moneta?

²⁹ M. Glowka, A. Kosse e R. Szemere, Digital payments make gains, but cash remains, CPMI Brief, 1, gennaio 2023.

³⁰ F. Panetta e V. Dombrovskis, Perché l'Europa ha bisogno di un euro digitale, "The ECB Blog", 28 Giugno 2023.

È una forma digitale di moneta emessa dalla banca centrale europea (BCE) per essere utilizzata nei pagamenti al dettaglio accanto al contante fisico.

“Un euro digitale dovrebbe integrare, e non sostituire, il contante e dovrebbe garantire l'accesso degli utenti della zona euro alla moneta di banca centrale in un'epoca di accresciuta digitalizzazione dei pagamenti” (Dichiarazione dell'Eurogruppo sul progetto relativo all'euro digitale, 16 gennaio 2023). Da questa dichiarazione si può notare come l'Eurozona vuole essere al passo coi tempi e competere sempre di più in ambito internazionale.

La ragione che genera questa spinta della BCE nella creazione di un nuovo tipo di moneta è preservare la moneta di banca centrale quale valuta principale nel sistema di pagamenti sempre più digitalizzato. Varie statistiche evidenziano che l'utilizzo del contante è in calo. Nel grafico seguente rappresentiamo appunto tale situazione.

Operazioni di acquisto di beni e servizi

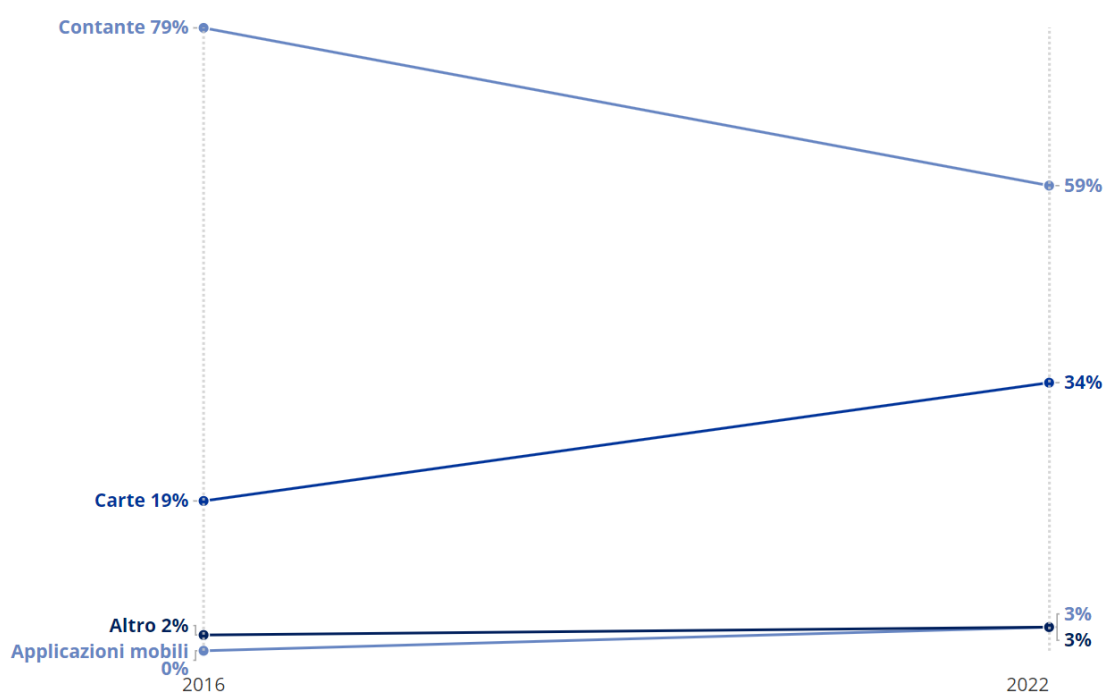


Figura [17]. [Operazioni di acquisto di beni e servizi]
Fonte: Banca Centrale Europea, 2022

Presentata questa statistica, l'Eurozona ha il dovere e la possibilità di digitalizzarsi e di offrire ai cittadini europei uno strumento sicuro e universalmente accettato in tutta l'area euro.

Inoltre, non rappresenta soltanto una notevole comodità ma anche una grande opportunità a livello internazionale qualora fosse reso disponibile al di fuori dell'area dell'euro o impiegato per pagamenti in valuta³¹.

L'euro digitale può contribuire a ridurre la dipendenza dell'Europa dai fornitori di servizi di pagamento privati non europei e può rendere l'area euro dei pagamenti più competitiva e innovativa.

Nel complesso, il successo di questa proposta potrebbe trasformare l'Europa in leader mondiale della finanza digitale e delle valute digitali delle banche centrali. Per far sì che il progetto vada in porto, c'è bisogno di un avanzamento parallelo tra i due iter, quello legislativo e quello progettuale, in modo che, quando ci sarà la creazione della valuta comune digitale sarà già pronto un quadro legislativo pertinente.

Un tema che sorge parlando della digitalizzazione della moneta è il ruolo che svolgeranno le banche e gli intermediari finanziari. Questi, infatti, fungerebbero da principale punto di contatto per i singoli individui, gli esercenti e le imprese per tutte le questioni relative all'euro digitale e fornirebbero tutti i servizi agli utenti finali³².

Un euro digitale, secondo Cipollone, consentirebbe agli intermediari di essere immediatamente raggiungibili in tutta l'area dell'euro e potrebbe, quindi, promuovere la concorrenza dei mercati in espansione del commercio elettronico e dei pagamenti digitali nell'area euro. Tra l'altro, Cipollone, ha fatto un appello alle banche centrali invitandole ad agire come pilastri di stabilità, promuovendo l'innovazione finanziaria e guidando il sistema verso la modernizzazione. Lo afferma perché l'Eurosistema è impegnato a preservare questo ruolo per competere nel panorama internazionale.

Il membro del comitato esecutivo della Banca centrale preme molto sul ruolo delle banche e degli intermediari finanziari per il fatto che: "L'euro digitale è la vera sfida su cosa potranno fare le banche e gli intermediari con questa novità" (Cipollone, 9 Febbraio).

³¹ Committee on Payments and Market Infrastructures, BIS Innovation Hub, International Monetary Fund e World Bank Group, Options for access to and interoperability of CBDCs for cross-border payments July 2022. Report to the G20, BIS, 2022.

³² Intervento di Piero Cipollone, Membro del Comitato esecutivo della BCE, in occasione del trentesimo Congresso annuale degli operatori dei mercati finanziari organizzato da Assiom Forex.

Per concludere questo paragrafo, vorrei tralasciare i vantaggi specifici dell'euro digitale e concentrarmi maggiormente su una visione di insieme.

Si dice che l'ascesa e il declino delle valute globali vengono spesso accostate a fasi di cambiamenti strutturali che avvengono nel tempo in modo lento e ordinato. La storia, come definita da Cicerone "luce di verità", confuta questa affermazione.

Il dollaro rimpiazzò la sterlina e divenne la principale valuta mondiale degli scambi commerciali internazionali all'indomani della Prima guerra mondiale. La sua ascesa però si interruppe a causa della Grande Depressione del 1929.

Quindi, il successo o la crisi di una valuta non è un fenomeno lineare e ordinato ma è complesso, discontinuo ed imprevedibile.

Pertanto, bisogna prestare molta attenzione al ruolo internazionale dell'euro, perché non può essere considerato un fenomeno irreversibile. Nei prossimi anni la moneta unica europea potrebbe mantenere il suo ruolo attuale, finire ai margini del sistema monetario mondiale o assumere un'importanza globale ancora maggiore.

L'iniziativa innovativa dell'euro digitale deve essere vista come un ulteriore passaggio verso il rafforzamento non soltanto del ruolo internazionale della moneta in sé ma anche come un modo per avvicinare l'UEM ad una vera e propria unione monetaria che rappresenti la stabilità macroeconomica, l'efficienza e l'integrazione del mercato di capitali e l'innovazione tecnologica del sistema del mercato dei pagamenti.

Il motivo quindi, che mi ha spinto a inserire l'euro digitale nella discussione, è che nel suo complesso coglie nel segno, influenza al meglio e perfeziona, in modo indiretto, gli aspetti più nascosti dell'UEM.

4. CONCLUSIONE

Questo elaborato potrebbe essere definito un cammino che è iniziato agli albori della teoria delle aree valutarie ottimali finendo con il rafforzamento del ruolo internazionale dell'euro.

Abbiamo esaminato l'evoluzione, da cui tutto ebbe inizio, della teoria che è stata il motore principale del viaggio verso la definizione dell'economia dell'Unione monetaria europea. Ci siamo serviti degli attori principali di tale teoria per spiegarne al meglio i concetti e il suo sviluppo. Il viaggio proseguiva senza ostacoli e gli unici intralci riguardavano le varie barriere di pensiero tra i diversi critici che ne hanno arricchito il contenuto.

Quando siamo passati all'introduzione della struttura architettonica europea (UEM), il cammino ha iniziato a farsi tortuoso, ingannevole e complesso.

Abbiamo analizzato empiricamente i problemi più incisivi ed evidenti che si sono formati e sono in parte del tutto presenti ancora oggi a causa della creazione dell'Unione economica e monetaria.

Per contro, abbiamo discusso e argomentato i benefici che sono scaturiti e scaturiscono dalla nascita di questo sogno europeo. Sogno che non è stato ancora realizzato, forse perché più che un sogno è un desiderio che milioni di europei sperino si concretizzi.

La realtà invece, è portatrice di scomode e dure verità che rivelano l'incompletezza dell'Eurozona. La sua fragilità è sotto gli occhi di tutto il panorama internazionale ed è la punta dell'iceberg di un grande ghiacciaio immerso composto da una serie di caratteristiche che messe insieme fanno risaltare il problema più visibile.

Il nostro cammino, infine, si allinea e si semplifica entrando in una sorta di paesaggio paradisiaco, dove le problematiche e le dure verità spariscono lasciando spazio alle soluzioni che determineranno una svolta all'Unione economica e monetaria europea.

Le 4 "U" (Unione Politica, di Bilancio, Istituzionale, Finanziaria) possono essere definite i 4 pilastri su cui si poggia il sogno economico europeo. Sono le fondamenta necessarie per avere una solidità strutturale ed economica adeguata a rendere credibile l'Eurozona e supportare il peso del rafforzamento dello status di valuta mondiale dell'euro.

Un tale progetto può apparire di difficile attuazione ma, come dice Panetta: "la posta in gioco è molto alta".

La moneta comune, l'euro, è l'oggetto che mantiene in piedi l'Unione economica e monetaria, è il suo simbolo. Essa, "rappresenta ben più di un mero accordo economico e

finanziario. Essa simboleggia la determinazione con cui i paesi membri percorrono il cammino verso l'unificazione europea" (Panetta, 26 Gennaio 2024).

In un panorama mondiale caratterizzato da continue tensioni geopolitiche, l'impegno di noi europei deve essere quello di rendere l'UEM una sorta di scudo collettivo, e per fortificarlo bisogna rafforzare l'economia dell'unione monetaria e il suo simbolo, l'euro. La proposta, introdotta e sostenuta dalle istituzioni europee, della digitalizzazione dell'euro è uno dei modi per raggiungere questo scopo. Attraverso questa innovazione, l'Eurozona sarebbe in grado di competere con le altre valute mondiali e di creare un luogo sicuro, stabile e credibile.

L'UEM completa è una visione onirica che generazioni di europei vogliono materializzare e accompagnare nel mondo reale. Garantirebbe quella pace, libertà e prosperità economica che incarna il desiderio di ogni cittadino nel mondo.

Questa proiezione ambita ci deve dare la forza di sostenere l'Eurozona e di guidarla verso la sua completezza per diventare una vera e propria potenza mondiale ed un esempio politico, istituzionale ed economico ammirato in tutto il mondo.

5. BIBLIOGRAFIA

Banca d'Italia, 2024, "Oltre i confini della moneta: il ruolo strategico dell'euro nell'Europa del futuro", pag.16

Barro e Gordon, 1983, "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy", Working Paper No. 1079, pag.35

Bruno e Sachs, 1985, "Economics of Worldwide Stagflation", Blackwell Publishing, Stati Uniti

Calmfors e Driffill, 1988, "Bargaining Structure, Corporatism and Macroeconomic Performance", Economic policy, pag.13-61

Commissione europea, 1977, "Rapporto MacDougall", Report of the study group on the role of public finance in european integration, pag.69

Commissione europea, 1990, "Relazione generale sull'attività delle comunità europee 1990", INAPP

Commissione Europea, 2018, Comunicazione "Per un rafforzamento del ruolo internazionale dell'euro", Comunicazione Della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio Europeo (Vertice Euro), al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, pag.16

Commissione Europea, 2018, Further strengthening the euro's role in the world, Update ahead of the Euro Summit of December 2018, pag.4

Commissione Europea, 2019, "Strengthening the International Role of the Euro", Commission Staff Working Document, pag.29

Committee on Payments and Market Infrastructures, 2022, "Options for access to and interoperability of CBDCs for cross-border payments", BIS Innovation Hub, International Monetary Fund e World Bank Group, pag.61

De Grauwe, 2022, Economia dell'Unione monetaria, Il Mulino, Bologna

De Grauwe e Ji, 2018, "How Safe is a Safe Asset?", CEPS Policy Insights, pag.8

Della Posta, 2003, "Vecchie e nuove teorie delle aree monetarie ottimali", Università di Pisa, pag.38

Dellas e Tavlas, 2018, "Milton Friedman and the Case for Flexible Exchange Rates and Monetary Rules", Cato Journal, pag.18

Dimitrovic, 2021, "The Zeus Of Economics Has Died", Forbes

Drèze e Durré, 2012, “Fiscal Integration and Growth Stimulation in Europe”, CORE Discussion Papers.

Engel e Rogers, 2004, “European Product Market Integration after the Euro”, *Economic Policy*, pag.347-384

European Central Bank, 2023, “Digital Euro: The next step in the advancement of our currency”, pag.18

Frankel e Rose, 1998, “The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria”, *The Economic Journal*, pag.1009-1025

Friedman, 1953, *Essays in positive economics*, University of Chicago Press, Chicago

Friedman, 1962, “Capitalismo e libertà”, University of Chicago Press, Stati Uniti

Ghosh, Qureshi, and Tsangarides, 2014, “Friedman Redux: External Adjustment and Exchange Rate Flexibility”, *International Monetary Fund*, pag.43

Glick e Rose, 2015, *Currency Unions and Trade: A Post-EMU Mea Culpa*, FED of San Francisco, pag.37

Glowka, Kosse e Szemere, 2023, “Digital payments make gains, but cash remains”, *CPMI Brief*, pag.17

Il Sole 24 Ore, 2023, “Euro Digitale, parte la fase due: Ecco il piano UE per tutelare la sovranità monetaria”

Il Sole 24 Ore, 2024, “Patuelli: L’euro deve sostenere il Rinascimento d’Europa”. A Firenze la consegna del Fiorino d’oro”

Ilzetzki, Reinhart e Rogoff, 2020, “Why is the euro punching below its weight?”, *Economic Policy*, pag.405-460.

Johnson e Regan, 2016, “European Monetary Integration and the Incompatibility of National Varieties of Capitalism”, *Journal of Common Market Studies*, pag.19

Jossa, 1999, “La moneta unica europea, argomenti pro e contro”, Carocci Editore, Livorno

Juncker, Tusk, Dijsselbloem, Draghi e Schulz, “Completare L’Unione economica e monetaria dell’Europa”, Commissione Europea, pag.26

Kaldor, 1966, “Marginal Productivity and the Macro-Economic Theories of Distribution: Comment on Samuelson and Modigliani”, *The Review of Economic Studies*, Vol. 33, No. 4, pp. 309-319

Kenen, 1981, “The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View”, From the book *Essays in International Economics*, Princeton University Press, Stati Uniti

Krugman, 1991, “Geography and Trade”, MIT press, Stati Uniti

Mundell, 1961, *A Theory of Optimum Currency Areas*, Volume 51, No.4, pag.657-665

Panetta e Dombrovskis, 2023, “Perché l’Europa ha bisogno di un euro digitale”, The ECB Blog

Pozzolo, 2024, “Da Panetta idee su come rafforzare l'euro per rafforzare l'Europa”, Il Foglio

Sandbu, 2015, *Europe's Orphan: “The Future of the Euro and the Politics of Debt”*, JSTOR, Princeton

Schelkle, 2017, “The Political Economy of Monetary Solidarity: Understanding the Euro Experiment”, LSE, pag.33

Steinberg ed Herrero, 2020, “La politica, non l’economia, richiede un ruolo internazionale rafforzato per l’euro”, Il Sole 24 Ore

Tavlas, 1993, *The ‘New’ Theory of Optimum Currency Areas*, *The World Economy*, Volume 16, issue 6, pag.663-685

Tavlas, 1993, *The Theory of Optimum Currency Areas Revisited*, *International Monetary Fund*, pag.4

6. SITOGRAFIA

https://finance.ec.europa.eu/eu-and-world/open-strategic-autonomy/international-role-euro_en?prefLang=it

<https://www.consilium.europa.eu/it/policies/digital-euro/#benefits>

<https://startingfinance.com/approfondimenti/euro-teoria-aree-valutarie-ottimali/>

https://www.ecb.europa.eu/euro/digital_euro/why-we-need-it/html/index.it.html

https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/euro/history-and-purpose_it

<https://finanza.lastampa.it/News/2024/02/09/cipollone-bce-a-favore-delleuro-digitale-dovra-convivere-con-attuali->

[sistemi/MTI1XzIwMjQ0MDItMDIlfVExC#:~:text=Vado%20in%20negozio%20e%20scelgo,convertir%C3%A0%20subito%20in%20moneta%20commerciale%22](https://finanza.lastampa.it/News/2024/02/09/cipollone-bce-a-favore-delleuro-digitale-dovra-convivere-con-attuali-sistemi/MTI1XzIwMjQ0MDItMDIlfVExC#:~:text=Vado%20in%20negozio%20e%20scelgo,convertir%C3%A0%20subito%20in%20moneta%20commerciale%22)

<https://finanza.lastampa.it/News/2024/02/15/regno-unito-in-recessione-tecnica-taglio-tassi-boe-piu->

[probabile/NjFfMjAyNC0wMi0xNV9UTEI#:~:text=Il%20Regno%20Unito%20%C3%A8%20ufficialmente,in%20fase%20di%20stagnazione%20persistente](https://finanza.lastampa.it/News/2024/02/15/regno-unito-in-recessione-tecnica-taglio-tassi-boe-piu-probabile/NjFfMjAyNC0wMi0xNV9UTEI#:~:text=Il%20Regno%20Unito%20%C3%A8%20ufficialmente,in%20fase%20di%20stagnazione%20persistente)

<https://forbes.it/2024/02/15/il-giappone-e-in-recessione-non-e-piu-la-terza-economia-mondiale/>

<https://www.luiss.it/news/2015/03/25/il-professor-paul-de-grauwe-e-levoluzione-della-crisi-europa?category=&date=>

<https://www.ilsole24ore.com/art/draghi-europa-servono-nuove-regole-e-sovranita-condivisa-AFubqII>