



DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT

CATTEDRA: MACROECONOMIA E POLITICA ECONOMICA

LA TEORIA DELLE AREE VALUTARIE OTTIMALI:  
L'EURO, CRITICITÀ E RISVOLTI FUTURI

RELATORE:  
Prof. Alessandro Pandimiglio

CANDIDATO:  
Francesco Cusumano  
169451

Anno Accademico  
2013-2014

# INDICE

INTRODUZIONE _____	2
I. LA NASCITA DELL'UNIONE ECONOMICA E MONETARIA EUROPEA ____	4
L'integrazione europea: cenni storici _____	4
La svolta del 1978: la nascita dello S.M.E. _____	10
Il Trattato di Maastricht: le ultime fasi verso l'UEM _____	14
II. LA TEORIA DELLE AREE VALUTARIE OTTIMALI _____	20
Introduzione _____	20
Friedman: le origini della teoria _____	21
Mundell: il padre fondatore della teoria AVO _____	22
McKinnon: il grado di apertura _____	27
Kenen: il grado di diversificazione del prodotto _____	30
La Nuova Teoria: critiche e nuove idee _____	31
Analisi di costi e benefici di una valuta comune _____	34
Le unioni monetarie incomplete: come completarle? _____	43
III. L'EURO È UN'AREA VALUTARIA OTTIMALE? _____	48
Introduzione _____	48
Il criterio dell'AVO nell'interpretazione di Paul Krugman _____	49
I criteri di Maastricht e la teoria delle aree valutarie ottimali ____	51
Un ulteriore approccio _____	52
La critica di Lucas _____	53
Ulteriori considerazioni: mobilità della forza lavoro e federalismo fiscale _____	55
Considerazioni finali _____	56
CONCLUSIONI _____	58
BIBLIOGRAFIA _____	60

## INTRODUZIONE

Il processo d'integrazione europea sin dai suoi albori, nel periodo post-bellico, si connota per un carattere di forte unicità e novità. La mera visione, infatti, di un'organizzazione sovra-statale capace di coniugare esigenze economiche, fiscali, politiche, e soprattutto ideologiche, profondamente differenti, alla luce della Seconda Guerra Mondiale, rappresentava un forte azzardo e, allo stesso tempo, un coraggioso tentativo di garantire pace e stabilità economica.

In tal senso, la creazione di una comunità unica, con tutti i suoi risvolti non solo politici ma anche e soprattutto economici, si è sostanzialmente configurata, quantomeno per molti anni, come un sostanziale successo. Per quanto concerne un'analisi strettamente economica, emblematico risulta essere non tanto l'abbattimento delle barriere commerciali, doganali e degli ostacoli al libero scambio di merci e persone (fenomeni che in misura diversa avevano caratterizzato anche esperimenti precedenti d'integrazione e che, in tal senso, non costituivano una vera e propria novità) quanto, soprattutto, l'adozione di una moneta unica. Per quanto concerne, ad esempio, il nostro Paese, l'adesione all'euro si è concretizzata in una maggiore fiducia da parte dei mercati e degli investitori esteri, in forti investimenti e in una sostanziale diminuzione del valore del nostro debito pubblico. La semplice adesione ad una comunità politica, ben prima dell'adozione di una valuta unica, aveva segnato l'inizio di un processo di armonizzazione e di rinnovamento anche, ad esempio, del nostro ordinamento giuridico, basti pensare all'adozione di una normativa Antitrust, proprio a seguito delle pressioni europee.

La crisi del debito sovrano, tuttavia, sembra, al giorno d'oggi, gettare delle pesanti ombre sulla sostenibilità e sul buon funzionamento non tanto della comunità europea in sé quanto, piuttosto, dell'utilizzo di una moneta unica. La presenza, infatti, di forti dislivelli tra Paesi all'interno dell'UE in termini di effetti della crisi economica, tanto sulla sfera finanziaria quanto su quella più

strettamente reale, rappresentano una delle maggiori fonti d'incertezza riguardanti il destino dell'unione monetaria europea.

In tale contesto, deve, dunque, essere inserito il mio lavoro, volto a trovare uno spunto all'interno della letteratura economica e del vasto panorama delle teorie monetarie, per tentare di rispondere a questioni relative al buon funzionamento della nostra moneta unica quali, ad esempio, se sia o meno opportuno rivendicare la propria indipendenza monetaria. A tal proposito, un forte sostegno teorico va ritrovato nella teoria delle aree valutarie ottimali, con tutte le sue rivisitazioni, interpretazioni e risvolti. Padre di tale teoria risulta essere Mundell, acceso sostenitore di un ritorno ad un regime di tassi di cambio fissi nonché fautore dell'adesione di una moneta unica a livello sovra-nazionale, sotto particolari condizioni, in un contesto economico in cui, invece, dominavano i sostenitori dell'adozione di tassi di cambio flessibili. Al fine di definire l'area geografica coincidente con quella valutaria ottimale è, dunque, necessario verificare la presenza di una serie di connotati economici ben precisi. In definitiva, questo lavoro parte da un excursus relativo alle tappe del processo d'integrazione economica europea, approdando alla moneta unica. Nel secondo capitolo sono oggetto di trattazione argomenti più strettamente connessi alla teoria economica e vengono presentati i diversi contributi alla teoria delle Aree Valutarie Ottimali da parte dei suoi padri fondatori, partendo da Mundell e passando per McKinnon e Kenen. Infine, nel terzo capitolo, si tenta di dare una risposta alla domanda se la zona euro presenti o meno tali caratteristiche, ampliando il campo d'indagine ad una serie di analisi costi-benefici nonché ad un'analisi di svariati aspetti, dal volume degli scambi internazionali allo studio del mercato del lavoro europeo nel suo complesso, fornendo, inoltre, considerazioni sulle prospettive e sugli scenari futuri dell'area.

# I

## LA NASCITA DELL'UNIONE ECONOMICA E MONETARIA EUROPEA

### **L'integrazione europea: cenni storici**

Il 1° gennaio 1999, undici Paesi membri dell'Unione Europea hanno adottato una moneta comune: l'euro. Da allora altri sette Paesi membri hanno aderito al progetto. Il coraggioso esperimento europeo di un'Unione Economica e Monetaria (UEM), considerato da molti come una fantasia visionaria fino a qualche anno prima, ha creato un'area valutaria di oltre 300 milioni di consumatori, più popolosa di circa il 10% rispetto a quella degli Stati Uniti. Qualora anche i Paesi dell'Europa dell'Est entrassero a far parte dell'area dell'euro, quest'ultima arriverebbe a comprendere oltre 25 paesi e si estenderebbe dal mare Artico a nord al Mar Mediterraneo a sud, dall'Oceano Atlantico a ovest e al Mar Nero a est<sup>1</sup>.

Tale unione, però, risulta essere il frutto di un processo che parte dal Secondo Dopoguerra e giunge alla sua realizzazione con il Trattato di Maastricht, firmato il 7 febbraio 1992, in cui vengono stabilite regole e parametri economici da rispettare per aderire alla UEM.

Già alla fine della Prima Guerra Mondiale, inizia a diffondersi l'idea di un'Europa unita come unica via per evitare nuovi conflitti. La crisi del Ventinove e il crollo della borsa di Wall Street hanno avuto, infatti, un riflesso rilevante anche sull'economia europea, interrompendo l'integrazione dei mercati in favore del nazionalismo economico e politico, che condurrà alla Seconda Guerra Mondiale. Al termine del conflitto, diviene palese la necessità di creare un'unione politica ed economica al fine di limitare l'influenza economico-politica dell'Unione Sovietica, da un lato, e i paesi capitalisti, dall'altro. In questo scenario, Winston

---

<sup>1</sup> Krugman P.R., Obstfeld M., Melitz M.J., "Economia Internazionale 2", Pearson, pagina 375

Churchill<sup>2</sup> mette in luce l'importanza di opporsi al potere sovietico, dando vita, il 14 maggio 1947, al movimento "Europa Unita", favorevole alla cooperazione internazionale benché senza la creazione di istituzioni sovranazionali, ingrediente fondamentale per la costituzione di un'unione monetaria. Un anno più tardi (maggio 1948), i movimenti europeisti, compreso il sopracitato, si riuniscono a L'Aja<sup>3</sup> per un primo confronto sul progetto evidenziando le due diverse linee di pensiero: da una parte, i federalisti, che vogliono un'unificazione graduale basata, appunto, su una federazione di stati, e, dall'altra, gli unionisti, che, invece, pensano ad un'Europa con strutture sovranazionali e molte unità sovrane. In linea con la prima corrente di pensiero, viene richiesta la creazione di un'Assemblea deliberativa europea e la convocazione del Consiglio speciale europeo, incaricato della preparazione dell'integrazione politica ed economica degli Stati Europei. Al termine di tale dibattito, con la firma dello statuto, si giunge, il 5 maggio 1949, a Londra, alla nascita del "Consiglio d'Europa". Tale atto, però, ha avuto solo una valenza simbolica viste le funzioni meramente consultive di quest'organo.

Significativa è, invece, la nascita della C.E.C.A. (Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio), autorità sovranazionale, nata il 9 maggio 1950, su iniziativa di Robert Schuman e del ministro francese Jean Monnet, che ha il compito di controllare la produzione dell'acciaio e del carbone, principali materiali dell'industria bellica. Così, tale organizzazione, dotata di propri poteri, oltre ad ostacolare la costruzione di armi, mira a contribuire all'espansione dell'economia europea (nel 1953 eliminò le barriere doganali nel mercato del carbone e dell'acciaio, favorendo la libera circolazione) e a far convivere Paesi nemici al tempo della Seconda Guerra Mondiale.

Le reazioni politiche dei socialisti e la paura dei produttori del carbone e dell'acciaio di perdere il loro dominio conducono ad una nuova iniziativa: l'istituzione della "Comunità Europea di Difesa" (CED), nel febbraio 1951, con l'obiettivo di unificare le forze militari dei paesi che vi aderiscono,

---

<sup>2</sup> Churchill era convinto che un'Europa unita potesse eliminare nazionalismi e bellicismi ed è, per questo, ritenuto uno dei padri fondatori dell'Unione Europea.

<sup>3</sup> È in questa occasione che viene raccomandata l'adozione di una Convenzione europea dei diritti dell'uomo nonché l'istituzione di una Corte di Giustizia.

costringendoli, tuttavia, a perdere parte della sovranità nazionale. In questo progetto, Alcide De Gasperi, padre fondatore dell'Unione Europea, ricopre un ruolo molto importante richiedendo che, all'interno del Trattato del C.E.D., sia inserito anche un articolo che possa favorire, in futuro, la creazione di una potenziale "Comunità politica europea", necessaria nell'ottica dell'unificazione delle forze armate. Il 30 agosto 1954, però, la Francia, promotrice di quest'istituzione, non ratifica il Trattato, segnando il fallimento del progetto di P. H. Spaak<sup>4</sup>, ministro belga, di uno "Statuto della Comunità politica europea" e interrompendo il processo di integrazione europea. In seguito a tale evento e all'esperienza maturata, si inizia a comprendere che, a causa dei forti contrasti ancora esistenti tra i singoli governi, l'integrazione non può partire da un intento politico bensì da uno economico come testimonia la "Conferenza di Messina" del 1955, cui prendono parte i Ministri degli Affari Esteri dei "Sei"<sup>5</sup> della C.E.C.A. proprio con l'obiettivo di perseguire l'integrazione economica. A Venezia, l'anno successivo, Spaak presenta la relazione sui progetti scaturiti dall'incontro di Messina per valutare le direttive e le idee che, il 25 maggio 1957, si tramutano nei "Trattati di Roma" da cui nascono l'EURATOM (Comunità europea per l'energia atomica) e la CEE (Comunità Economica Europea). Esse hanno l'obiettivo di realizzare l'unione doganale e favorire la libera circolazione di mezzi, capitali e persone: si è rivelato un processo graduale che ha condotto, nel 1968, a sostituire, negli scambi commerciali con il resto del mondo, i dazi doganali nazionali con una tariffa comune. Gli altri obiettivi sono stati le politiche agricole comuni, con cui si è permesso un controllo centrale della produzione alimentare, garantendo che agli agricoltori venisse pagato lo stesso prezzo per i loro prodotti, la creazione di un "Fondo Sociale Europeo" per promuovere l'occupazione e la mobilità dei lavoratori nella Comunità, l'istituzione della "Banca Europea degli Investimenti" e lo sviluppo della cooperazione tra gli Stati Membri. Tali trattati, dunque, svolgono un ruolo

---

<sup>4</sup> Paul Henri Spaak fu uno "statista europeo" che portò avanti con molto vigore l'idea dell'integrazione europea come qualche anno prima diede una spinta importante alla creazione dell'unione doganale del Benelux.

<sup>5</sup> I "Sei" erano i firmatari del Trattato di Parigi che diede vita alla CECA, ovvero Belgio, Francia, Italia, Repubblica Federale Tedesca, Lussemburgo e Paesi Bassi.

determinante per l'integrazione europea non solo introducendo il Mercato Comune Europeo (MEC), ma ponendo le basi per la creazione di istituzioni europee, come la Corte di Giustizia e il Parlamento Europeo, che si riunì per la prima volta, a Strasburgo, nel 1958.

All'inizio degli anni Sessanta, caratterizzati dalla crisi energetica, nei vertici europei si insinua l'idea di una cooperazione politica tanto difficile quanto necessaria, tanto che, nel 1961, i Paesi Bassi propongono una revisione dei trattati di Roma e Parigi per fondere gli esecutivi delle tre comunità. Nonostante tale progetto sia stato, in principio, rifiutato a causa di alcune divergenze tra gli Stati membri, nel 1963 si raggiunge un primo accordo sull'unione delle comunità, ufficializzato l'8 aprile 1965 con il Trattato di Bruxelles: la CEE, la CECA e l'EURATOM vengono unificate per formare un'unica comunità che assorba tutte le funzioni e ponga le fondamenta per una sovranità sovranazionale. Il 1° luglio 1967 vengono istituite una Commissione ed un Consiglio che operino secondo le norme di ciascuna comunità ed esaminino le prospettive di sviluppo del grande progetto di un'unione europea. In questo senso, è significativa la riunione dei Sei, nel 1969, a L'Aja, in cui si è discusso di un rilancio della Comunità Europea negli ambiti della politica estera comune<sup>6</sup> e dell'unione economica e monetaria, tanto da determinare la diffusione dell'idea di una moneta unica al fine di preservare la stabilità economica: viene creato il cosiddetto "serpente monetario", limitando al 2,25% lo scarto massimo di fluttuazione tra le valute. Siamo ancora in un contesto di cambi flessibili benché questo rappresenti il primo passo effettivo verso il passaggio ad un tasso di cambio fisso che valga per tutte le monete nazionali. Accordi in ambito politico rimangono, per il momento, fuori da tale dibattito, ma vengono ripresi nei primi anni Settanta, quando, il 1° gennaio 1973, aderiscono alla CEE l'Inghilterra (nonostante alcuni precedenti rifiuti di De Gaulle, presidente francese, al suo ingresso), l'Irlanda e la Danimarca, andando, così, a costituire l'Europa dei Nove e portando alla prima elezione a suffragio universale del Parlamento Europeo (giugno 1979). Grazie a tale allargamento, nonostante un forte rallentamento

---

<sup>6</sup> Importante fu la relazione Davignon con cui si stabiliva che l'Europa esprimesse un parere unico su tutte le questioni internazionali.



del processo di integrazione per divergenze non solo politiche, si mira ad assicurare una maggiore stabilità monetaria (riduzione dell'inflazione e tassi di cambio meno variabili) e una maggiore cooperazione tra gli Stati membri. Prende, dunque, forma il progetto del Sistema Monetario Europeo (SME), nato nel 1978, basato sull'introduzione dell'ECU come unità di conto e sul vaglio di meccanismi e procedure istituzionali in una prospettiva di ulteriore espansione della Comunità. Con gli anni Ottanta, si giunge ad un periodo di svolta; vengono, infatti, compiuti passi avanti rilevanti verso l'integrazione europea: nel 1983, l'eurodeputato Altiero Spinelli<sup>7</sup> presenta al Parlamento europeo un progetto sull'Unione Europea, adottato l'anno seguente, con cui si vuole creare una vera e propria unione politica: alla Comunità si attribuiscono competenze in materia di politica finanziaria ed economica (creazione di un mercato unico entro il 1992), ma anche di sanità e legislazione, dimostrando come non si parli più solo di unione economica, sottolineando, di conseguenza, la necessità di abbandonare il nome di "Comunità Economica Europea" per preferirgli quello di "Comunità Europea" (CE).

Solo qualche anno più tardi, si verifica l'accelerata decisiva per il processo di unificazione con la sottoscrizione dell'"Atto Unico Europeo", entrato in vigore il 1° luglio 1987, il quale fissa come termine per la realizzazione del mercato interno unico il 31 dicembre 1992: uno spazio unico europeo che, mediante l'eliminazione di barriere fisiche, tecniche e fiscali, garantisca la libera circolazione di persone<sup>8</sup>, merci e capitali, come se l'Europa fosse diventata un unico Stato. Per il perseguimento di tale obiettivo, iniziano le prime analisi sui benefici del mercato unico che si concludono con gli accordi raggiunti nella riunione del Consiglio Europeo, a Maastricht, e la firma del "Trattato sull'Unione Europea", il 7 febbraio 1992: vengono definite la nascita di una Banca Centrale comunitaria, che gestisca la politica monetaria, e le norme sulla moneta unica, l'euro, oltre alla nascita della cosiddetta "cittadinanza europea" e

---

<sup>7</sup> Padre dell'Unione Europea, con il suo "Piano Spinelli" ispirò i trattati dell'Unione Europea degli anni Ottanta e Novanta.

<sup>8</sup> Da sottolineare gli accordi di Schengen, entrati in vigore nel 1995, che consentivano e consentono, ancora oggi, ai cittadini di viaggiare tra gli Stati dei Paesi membri senza il controllo alla frontiera.

all'armonizzazione delle linee di politica estera e fiscale. In sostanza, da quel momento in poi, non si parla più di "Comunità Europea" bensì di "Unione Europea".

Il Trattato di Maastricht è, anche, fondamentale per la definizione delle tre fasi che avrebbero condotto all'Unione Economica Europea:

1. 1990-1993: si sancisce la libera circolazione tra i Paesi membri con l'apertura del mercato unico il 1° gennaio 1993, oltre al rafforzamento della cooperazione tra le banche centrali e l'utilizzo dell'ECU.
2. 1994-1998: si garantisce la nascita dell'Istituto Monetario Europeo (IME), sostituito dal 1° giugno 1998, dalla Banca Centrale Europea (BCE) e dal Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC).
3. dal 1999: si stabilisce la fissazione dei tassi di conversione irrevocabili e l'introduzione dell'euro solo per transazioni commerciali e finanziarie. Quest'ultimo entra in circolazione effettivamente, sotto forma di banconote e monete, solo nel 2002, in sostituzione delle monete locali.

Tale trattato, tuttavia, costringe a importanti rinunce in termini di sovranità nazionale senza alcuna garanzia di meccanismi di compensazione. Il "Patto di Stabilità", inoltre, non interviene in ambito politico e sociale al fine di assicurare stabilità, mettendo in luce importanti lacune. Un tentativo di risoluzione di tali problematiche si ha con la "Conferenza intergovernativa", iniziata il 29 marzo 1996 mirante a rivedere il trattato del 1992. In fase di discussione emergono due opposte visioni: i francesi, da un canto, che attribuiscono un peso maggiore alle politiche sociali, e i tedeschi, dall'altro, che, invece, guardano al raggiungimento della stabilità monetaria. Queste posizioni divergenti trovano una loro riconciliazione con il Trattato di Amsterdam del 1997, con cui si introducono, a fianco del "Patto di Stabilità", il "Patto per la crescita e l'occupazione", al fine di mitigare i parametri imposti dal trattato precedente, e la cosiddetta "Carta Sociale", promossa da Francia e Italia, come tentativo di risoluzione dei problemi di occupazione e lavoro emersi nell'accordo precedente. Sostanzialmente, il Trattato di Amsterdam rende più agevole il passaggio alla terza fase del processo, adotta delle soluzioni in tema di crescita economica e occupazione e apre la strada verso il processo di allargamento.

## **La svolta del 1978: la nascita dello S.M.E.**

Gli anni Sessanta si caratterizzano, come già detto, per un notevole sviluppo nel processo di integrazione economica, simboleggiata dal Trattato di Bruxelles e dall'abolizione dei dazi doganali nazionali in favore di una tariffa comune. Al contrario, gli anni Settanta segnano un brusco rallentamento di tale procedimento a causa delle profonde divergenze politiche tra i Paesi (difficoltà nell'implementare il programma fiscale e monetario comune in seguito alla svalutazione del dollaro operata da Nixon nel 1971), del crollo del sistema di Bretton-Woods e della prima crisi petrolifera del 1973<sup>9</sup>. In particolare, ha notevole peso la dissoluzione, nel 1971, degli accordi di Bretton-Woods, entrati in vigore nel 1944, con cui i Paesi partecipanti sono vincolati ad adottare una politica monetaria che garantisca i cambi fissi rispetto al dollaro, unica moneta convertibile in oro<sup>10</sup>. Con la fine del "Sistema di Bretton-Woods" si dà inizio ad un periodo di forti oscillazioni delle valute di quei Paesi che fanno parte della CEE. Il sistema di cambio del "serpente" perde il suo valore e i governi implementano delle politiche protezionistiche per difendere le proprie economie, penalizzando i prodotti degli altri paesi. A questo punto, risulta essere necessario un primo tentativo di unificazione monetaria tanto che, il 13 marzo 1979, il Consiglio Europeo stabilisce l'entrata in vigore del Sistema Monetario Europeo (SME). Dieci anni dopo l'incontro del 1969, a L'Aja, in cui si decide di costituire l'Unione Economica e Monetaria, otto Paesi – Francia, Germania, Italia, Belgio, Danimarca, Irlanda, Lussemburgo e Paesi Bassi – decidono di sostituire il "serpente nel tunnel" con un sistema di cambi fissi, ma modificabili, determinati rispetto all'ECU (European Currency Unit), una moneta scritturale, quindi non materiale, esistente solo nelle registrazioni contabili ed utilizzata, tra il 1999 e il 2002, per depositi o per effettuare, mediante le banche, trasferimenti di denaro, ovviamente non contante, in euro. Essa è, sostanzialmente, una valuta-paniere rappresentante la media ponderata delle valute partecipanti allo SME, pesate secondo l'importanza economica di ogni

---

<sup>9</sup> Per la guerra nel Kippur, gli stati dell'OPEC aumentarono il prezzo del petrolio danneggiando l'industria europea che si basava su un prezzo del greggio basso e stabile.

<sup>10</sup> Il cambio era di 35 dollari per un'oncia d'oro.

valute partecipanti allo SME, pesate secondo l'importanza economica di ogni singolo Paese e gli eventuali deprezzamenti subiti dalla valuta:

$$ECU = \sum a_i \cdot E_{i/j}$$

dove:  $a_i$  rappresenta la quantità della moneta detenuta nel paniere e  $E_{i/j}$  è il prezzo della moneta  $i$  in termini di quella  $j$ .

Oltre all'introduzione dell'ECU, tale sistema, secondo Krugman, ha gli obiettivi di:

1. difendere gli interessi economici europei con lo scopo di ottenere la stabilità monetaria in Europa, ottenendo un'inflazione più bassa e tassi di cambio più stabili;
2. fornire una cooperazione superiore tra gli Stati membri, mediante politiche comuni nei confronti delle valute dei paesi terzi.

Tale progetto di cambi fissi in Europa sembra avere, nel 1979, basse prospettive di successo vista l'estrema variabilità dell'inflazione in tutta la zona (dal 2,7% in Germania al 12,1% in Italia), ma, grazie alla cooperazione politica, ad una sempre maggiore convergenza economica dei diversi Paesi europei e alla possibilità di aggiustare i tassi, gli anni Ottanta segnano non solo la sopravvivenza del sistema ma anche il suo accrescimento, con l'inclusione, anche, della Spagna (1989), del Regno Unito (1990) e del Portogallo (1992). In questo senso, svolgono un ruolo fondamentale alcune "valvole di sicurezza", imposte per ridurre la probabilità di crisi:

1. scelta di un tetto massimo e di uno minimo per la fluttuazione dei tassi di cambio stabiliti;
2. possibilità di erogazione del credito dei Paesi con moneta forte nei confronti di quelli con moneta debole;
3. controlli valutari che limitassero la compravendita di valute.

Attraverso operazioni di svalutazione e rivalutazione, quindi, si permette ai tassi di oscillare, in alto o in basso, rispetto alle parità centrali<sup>11</sup>, non oltre il 2,25% per quei Paesi con valuta forte e non più del 6% per quelli con una

---

<sup>11</sup> Venivano definite in termini di tassi ECU, ovvero  $E_{i,j} = ECU_i / ECU_j$ , identificando con  $E$  la parità centrale e con  $ECU_i$  ed  $ECU_j$  i tassi di cambio centrali delle valute in termini di ECU.

moneta debole<sup>12</sup>, sacrificando la stabilità dei tassi di cambio in favore di una maggiore libertà d'azione nella politica monetaria.

Per quanto riguarda l'estensione del credito dai Paesi a moneta forte verso quelli a moneta debole, la banca centrale tedesca, ad esempio, può prestare alla Banque de France marchi tedeschi da rivendere sui mercati valutari per ottenere franchi.

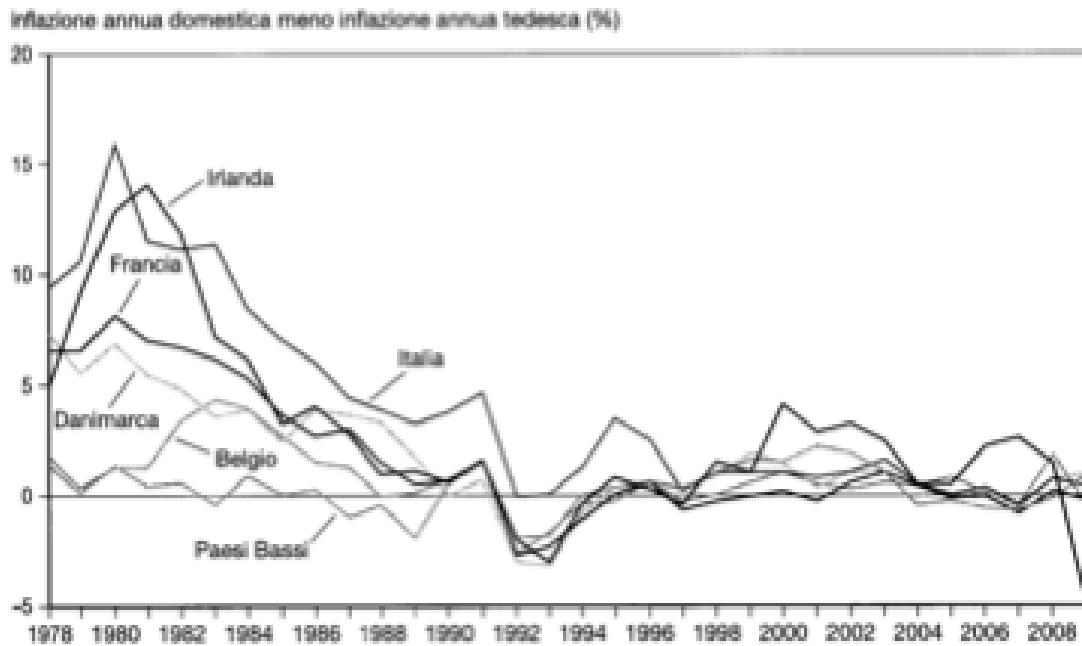
Infine, i controlli sui capitali, usati soprattutto da Francia e Italia, sono un altro strumento importante di protezione da potenziali attacchi speculativi che vietano, ai residenti nazionali, di vendere valuta nazionale in cambio di quelle estere. Tali controlli hanno avuto una grande rilevanza nella protezione dalla speculazione durante gli undici riallineamenti dei cambi, avvenuti tra il marzo 1979 e il gennaio 1987, anno a partire dal quale ha inizio la loro rimozione graduale (la loro definitiva scomparsa si registrò, tuttavia, nel 1995). In questo contesto la probabilità di attacchi speculativi subisce un incremento mentre viene limitata la possibilità di operare rivalutazioni e svalutazioni. Tale meccanismo, benché, da una parte segni una riduzione dell'indipendenza dei singoli paesi, dall'altra getta solide basi per la creazione di un mercato europeo unificato. Dopo la decisione del 1987, non si verifica alcun evento avverso al mantenimento dei cambi fissi fino al 1992, quando, per effetto della caduta del muro di Berlino (9 novembre 1989) e della conseguente riunificazione tedesca, si verificano degli shock asimmetrici tra la Germania e i più importanti partner dello SME, a seguito di un periodo di forte espansione monetaria tedesca e conseguente elevata inflazione, combattuta con il rialzo dei tassi d'interesse. Gli altri paesi sono stati, così, costretti ad adeguare i loro tassi, aggravando ulteriormente la loro situazione economica (erano già in una fase di assenza di crescita) verso una recessione sempre più profonda. Tra questi Paesi vi sono Italia e Regno Unito che, proprio nel 1992, abbandonano il meccanismo dei tassi di cambio (ERM), mentre si profila una crisi valutaria caratterizzata da diversi attacchi speculativi volti a minare le parità del Sistema Monetario Europeo. Così,

---

<sup>12</sup> L'Italia poté sfruttare tale banda del 6% per l'elevata inflazione, ma esclusivamente fino al 1990 quando si dovette adeguare ai parametri previsti per tutti i partecipanti all'accordo, mentre Gran Bretagna, Spagna e Portogallo la utilizzarono in virtù di un'adesione successiva allo SME.

nell'agosto 1993, si stabiliscono nuove e più ampie bande d'oscillazione - fluttuazione fino al  $\pm 15\%$  - mantenute fino al 1° gennaio 1999.

Lo SME, eliminato nel 1998, è, dunque, un primo passo significativo verso l'UEM e, nonostante i cambi fissi creassero problemi di credibilità, esso riuscì a mitigarli, attraverso la fissazione, per ogni singola valuta, di un tasso di cambio rispetto al marco tedesco, in quel momento la moneta più forte tra quelle del sistema. Tale politica permise, inoltre, di perseguire la teoria della credibilità: le nazioni aderenti allo SME ottengono, infatti, la credibilità e le politiche anti-inflazionistiche da essa attuate, scoraggiando, così, lo sviluppo di pressioni interne, altrimenti assecondabili con una politica monetaria espansiva. Tale teoria si fonda, infatti, sul principio che qualora fossero stati violati i tassi di cambio sarebbero sorti elevati costi politici utili affinché, per ottenere benefici di breve periodo derivanti da un boom economico, i governi non deprezzino le loro monete e sopportino un'inflazione superiore nel lungo periodo. In questo senso, paesi come l'Italia, con un elevato livello d'inflazione, rinunciano all'indipendenza della propria politica monetaria, lasciata nelle mani dei tedeschi, per ottenere un guadagno in termini di credibilità: riducono, in questo modo, la disponibilità e la capacità di creare inflazione interna. In particolare, si può tuttora notare, nella figura seguente, come, tra il 1979 e il 2009, i tassi d'inflazione si siano gradualmente avvicinati a quello più basso della Germania.



Andamento dei tassi d'inflazione di sei Paesi fondatori dello SME in termini di inflazione annua tedesca tra il 1978 e il 2009.

Nonostante la conferma grafica, questa teoria è stata, tuttavia, oggetto di dibattito per lungo tempo in quanto, come affermarono taluni critici, gli Stati Uniti, il Regno Unito e il Giappone, come anche altri stati, riuscirono a ridurre ugualmente l'inflazione senza tenere fissi i tassi di cambio.

### **Il Trattato di Maastricht: le ultime fasi verso l'UEM**

Il Sistema Monetario Europeo rappresenta un passo molto importante verso l'unione monetaria ma, visti i frequenti riallineamenti (soprattutto tra il 1979 e il 1983) e i controlli sui capitali (eliminati definitivamente nel 1995), le politiche monetarie rimangono piuttosto decentralizzate e applicate, in maniera separata, da ogni singolo Stato. Nel 1988 con l'entrata in vigore dell'Atto Unico, viene segnato un ulteriore passo avanti verso il mercato unico europeo. Tuttavia, solo l'anno seguente, con il Rapporto Delors, Presidente della Commissione Europea, si dà una svolta decisiva verso il progetto di un'unione economica e monetaria, attraverso ben tre stadi per il suo raggiungimento. Il 10 dicembre 1991, a Maastricht, si riuniscono i leader europei per ratificare alcuni emendamenti al

Trattato di Roma ed aprire definitivamente il cammino verso l'UEM mediante l'adozione di una moneta unica e l'istituzione di una Banca Centrale Europea entro il 1° gennaio 1999. I principali motivi che hanno spinto a tale obiettivo sono stati essenzialmente quattro:

1. maggiore grado di integrazione affinché non si dovessero più sopportare costi di transazione per la conversione delle monete e per i loro riallineamenti;
2. mediante la creazione della Banca Centrale Europea, possibilità a tutti i Paesi di prendere parte alle decisioni di politica monetaria, contrariamente a quanto accadeva nello SME, dove le decisioni venivano prese solo dalla Bundesbank;
3. la moneta unica, dopo la liberalizzazione dei movimenti di capitale, avrebbe garantito una migliore protezione dagli attacchi speculativi rispetto ai precedenti cambi fissi ma aggiustabili;
4. maggiore cooperazione tra singoli Paesi, capace di condurre alla stabilità politica, attraverso l'adozione della moneta unica.

Il processo che condusse alla costituzione dell'UEM è stato, comunque, graduale, completandosi solo dieci anni più tardi, al termine delle tre fasi.

La prima inizia nel 1990 in seguito all'assegnazione di maggiori poteri al Comitato dei governatori delle banche centrali degli Stati membri della CEE finalizzata a consultazioni sulle politiche monetarie e al conseguimento della stabilità dei prezzi. Intanto, vengono poste le basi per le fasi successive affinché si crei una struttura istituzionale con i progetti del Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC) e della Banca Centrale Europea (BCE), mediante una crescente cooperazione degli istituti centrali dei Paesi membri. Il 1° gennaio 1994, data di inizio della Seconda Fase, il Comitato dei Governatori viene sciolto conseguentemente alla creazione dell'Istituto Monetario Europeo (IME), al quale, tuttavia, non viene attribuito il potere di svolgere operazioni in valuta, con caratteristiche, dunque, meramente transitorie verso l'integrazione monetaria. Viene, bensì, incaricato dal Trattato di Maastricht:



1. ottenere i dati statistici in ambito monetario, bancario e finanziario dei singoli Paesi per analizzare le attuabili politiche monetaria comuni, predisponendo gli strumenti necessari alla loro implementazione;
2. migliorare i sistemi di pagamento sia interni, favorendo l'integrazione dell'area euro, sia transfrontalieri, creando le infrastrutture necessarie (sistema TARGET) per migliorarne l'efficienza;
3. delineare l'organizzazione delle operazioni sui cambi (in particolare, progettare l'ERM II e le future relazioni monetarie e di cambi tra l'euro e le altre valute) e la detenzione delle riserve ufficiali da parte dei Paesi membri;
4. scegliere il nome della nuova moneta, "euro", e supervisionarne la preparazione delle banconote;
5. proporre gli ultimi accorgimenti necessari per permettere l'introduzione della moneta unica il 1° gennaio 1999.

Sostanzialmente, dunque, l'Istituto Monetario Europeo, oltre a rafforzare il coordinamento delle politiche monetarie tra le singole banche centrali, svolge un ruolo di primaria importanza nella fissazione delle parità centrali bilaterali, necessarie per la determinazione dei tassi irrevocabili di conversione delle singole valute con l'euro, gettando le fondamenta per il SEBC, e quindi anche per la BCE, dando inizio alla Terza Fase: il 1° gennaio 1999 entra in vigore la moneta unica, in seguito alla conversione con i tassi irrevocabili, e inizia una politica monetaria comune per tutti i Paesi dell'Eurosistema, cui aderiscono immediatamente 11 Paesi dell'UE (eccetto la Grecia) che rispettano i criteri di convergenza, definiti dagli articoli del Trattato di Maastricht. I criteri necessari per segnare l'ingresso di un paese all'interno dell'UEM, sono, ancora oggi, i seguenti:

1. tasso d'inflazione non superiore a più dell'1,5% della media dei tre tassi d'inflazione più bassi degli Stati membri;
2. tasso a lungo termine non superiore a più del 2% della media di quelli nei tre Paesi con l'inflazione minore;
3. adesione al Meccanismo dei Tassi di Cambio (ERM), senza aver subito una svalutazione nei due anni precedenti l'entrata nell'unione;

4. disavanzo di bilancio non superiore al 3% del PIL (altrimenti si rende necessaria una riduzione continuativa fino a raggiungere il valore di riferimento)<sup>13</sup>;
5. debito pubblico non superiore al 60% (altrimenti, come nel punto precedente, convergenza “con soddisfacente rapidità”, al valore prestabilito).

Il Trattato, inoltre, stabilisce la necessità di controllare periodicamente i parametri imposti per il disavanzo e il debito pubblico, anche dopo l'ammissione, con la possibilità di comminare sanzioni a chi dovesse violare tali regole fiscali o non correggesse situazioni di disavanzo o debito eccessivi. In virtù di tale rispetto dei criteri, vengono imposti vincoli all'esercizio della politica fiscale, con conseguenti tempi più lunghi per effettuare aggiustamenti in periodi di recessione. A porre ulteriori limiti, la Germania chiede il “Patto di Stabilità e Crescita (PSC), negoziato dai leader europei nel 1997, per convincere i propri cittadini che l'obiettivo della Bundesbank, ovvero la bassa inflazione, si manterrebbe anche con l'introduzione dell'euro. In virtù di tale accordo, si stabilisce che “l'obiettivo di bilancio di medio periodo sia vicino al pareggio o in avanzo”, si delineano regolamenti e norme di bilancio, volti a rafforzare il processo di attuazione dell'UEM, e vengono definite le modalità di determinazione delle ammende con l'introduzione della “procedura per deficit eccessivo” (PDE)<sup>14</sup>, costituita da tre fasi (avvertimento, raccomandazione e sanzione). Il PSC, dunque, ha il compito di rafforzare i criteri macroeconomici in quanto i Paesi con una bassa inflazione, come la Germania, temono che la nascente moneta unica sia debole, a causa di partner poco propensi ad un'inflazione bassa e al rigore fiscale (un governo indebitato, che continua a prendere a prestito, genererà una diminuzione della domanda di titoli di propria emissione). Oltre a tale paura, si aggiunge il timore che la BCE possa subire delle pressioni tali da costringerla ad acquistare debito pubblico, con il conseguente aumento di offerta di moneta ed inflazione, facendo sì che alcune

---

<sup>13</sup> Sono tollerate circostanze eccezionali e temporanee, sebbene il valore non deve discostarsi troppo da quello di riferimento.

<sup>14</sup> Nel 2005, colpì l'Italia ma non portò ad alcuna sanzione per il rientro tempestivo dall'eccessivo deficit.

nazioni siano costrette a pagare per una gestione sciagurata della politica fiscale da parte degli altri Paesi. Seppur alcune considerazioni espresse trovarono riscontro nella realtà, il patto non fu, praticamente, mai applicato poiché, qualora fosse stato più rigoroso, avrebbe limitato eccessivamente la politica economica nazionale.

Un altro organismo importante, nato in seguito al Trattato di Maastricht, è il Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC), costituito dalla BCE e dalle banche centrali nazionali di tutti i Paesi dell'UE, compresi quelli non appartenenti all'Eurosistema<sup>15</sup>, con l'obiettivo primario di perseguire la stabilità dei prezzi. Oltre a delineare il mandato di tale organismo europeo, si prendono provvedimenti importanti per garantirne l'indipendenza (secondo alcuni studi, quest'ultima si lega strettamente ad un basso livello di inflazione) da possibili interferenze politiche: il Parlamento Europeo, messo regolarmente al corrente delle attività svolte, non può, infatti, alterare lo statuto del SEBC. Al contrario di quanto accade per la Federal Reserve<sup>16</sup>, è necessario un emendamento al trattato del 1992, approvato dai legislatori e dagli elettori di ogni Paese dell'UE, con una conseguente eccessiva protezione nei confronti della BCE. All'interno del SEBC, sono rappresentati sia i Paesi dell'Eurosistema, che hanno rinunciato, dunque, all'indipendenza monetaria, sia i Paesi che non ne fanno ancora parte, per i quali viene stabilito, nel 1999, un nuovo meccanismo dei tassi di cambio (ERM II), che mantiene la fluttuazione dei tassi del  $\pm 15\%$  rispetto all'euro, accordandosi per la loro conservazione. L'ERM II sembra un segno importante per scoraggiare le svalutazioni competitive contro l'euro e per far soddisfare, ai potenziali nuovi entranti nell'UEM, i criteri di convergenza stabiliti a Maastricht. Sebbene ci siano state critiche nei confronti dell'accordo, ritenendo che l'UEM assuma troppi poteri e non generi, secondo quanto riferito da Krugman, effetti positivi a causa di una certa tendenza ad ignorare i bisogni locali, ad immischiarsi nelle questioni dei singoli Stati e a sottovalutare i simboli d'identità nazionale, quali le monete, questo trattato, firmato il 7 febbraio 1992,

---

<sup>15</sup> Comprende, attualmente, la BCE e le banche centrali nazionali (BCN) dei 17 Paesi che hanno adottato la moneta unica e svolge tutte i compiti necessari per il funzionamento della moneta unica.

<sup>16</sup> Il Congresso ha la piena libertà di approvare leggi che riducano la sua indipendenza.

sancisce, in seguito alla realizzazione delle tre fasi previste, la nascita dell'Unione economica e monetaria (UEM): il 1° maggio 1999, 11 degli allora 15<sup>17</sup> Stati membri dell'Unione Europea (Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna), che rispettavano i parametri imposti dal Trattato, assunsero l'euro quale moneta unica e lasciarono alla BCE la sovranità sulla politica monetaria. Vi furono le eccezioni della Grecia, che, nel maggio 1998, non rispettava i criteri e si unì solo nel 2002, della Svezia, che, invece, trovò degli escamotages per evitare l'adesione, infine, della Danimarca e del Regno Unito, che chiesero l'esenzione per mantenere la loro valuta e l'indipendenza della politica monetaria. Negli anni seguenti, stante il rispetto dei parametri illustrati precedentemente, si sono aggiunti la Slovenia (2007), Cipro e Malta (2008), la Slovacchia (2009), l'Estonia (2011) e, infine, la Lettonia (2014), portando l'UEM ad essere composta, oggi, da 18 dei 28 membri dell'Unione Europea.

---

<sup>17</sup> Oggi sono 28, ai "Sei" della CECA si unirono Inghilterra, Irlanda e Danimarca (1973), Grecia (1981), Spagna e Portogallo (1986), Austria, Svezia e Finlandia (1995), Cipro, Malta, Ungheria, Polonia, Slovacchia, Lettonia, Estonia, Lituania, Repubblica Ceca e Slovenia (2004), Romania e Bulgaria (2007) e, infine, Croazia (2013).

## II

### LA TEORIA DELLE AREE VALUTARIE OTTIMALI

#### Introduzione

Il processo di sviluppo dell'integrazione economica europea e la nascita dell'Unione economica e monetaria hanno riportato alla luce un dibattito importante, sviluppatosi nel XX secolo, sulla Teoria delle Aree Valutarie Ottimali, ancora oggi materia di studi accademici controversi. La sua nascita è da attribuirsi, principalmente, ai contributi di Mundell (1961), McKinnon (1963) e Kenen (1969), cui seguono gli approcci più moderni di Barro e Gordon (1983) e Tavlas (1993).

I tre padri della teoria, oltre ad evidenziare i guadagni derivanti dall'utilizzo di una moneta comune a più realtà economiche, si focalizzano sulla determinazione delle caratteristiche che i potenziali membri di un'unione monetaria debbano possedere per rinunciare alla gestione della politica monetaria e agli aggiustamenti dei tassi di cambio. Mundell, ritenuto il padre della teoria, introduce il concetto di area valutaria, confutando in modo forte e deciso un lavoro di Milton Friedman<sup>18</sup>, fondatore del pensiero monetarista, relativo ai tassi di cambio flessibili.

Dopo gli ulteriori apporti di McKinnon e Kenen e la Conferenza di Chicago del 1966, Harry Gordon Johnson<sup>19</sup> sottolinea come i criteri indicati abbiano complicato eccessivamente la teoria, tanto da definirlo un "problema senza via d'uscita". A questo concetto si lega anche il pensiero di Ishiyama, il quale afferma che questa teoria abbia contribuito in maniera marginale al problema delle politiche sui tassi di cambio e sulla riforma monetaria. A partire dagli anni Sessanta, il problema perde, dunque, d'interesse accademico riacquistandolo

---

<sup>18</sup> "The Case for Flexible Exchange Rates" (1953), Essays in Positive Economics, University of Chicago Press.

<sup>19</sup> Economista canadese (1923-1977), teorico dell'approccio monetario alla bilancia dei pagamenti

solo verso la fine degli anni Ottanta e i primi anni Novanta, in seguito a taluni eventi, tra cui l'Unione economica e monetaria europea, capace di favorire lo sviluppo di nuove scuole di pensiero legate a tale teoria. In questo senso, è fondamentale l'apporto dei neo keynesiani, che vogliono completare la teoria originaria introducendo l'idea di una solida struttura con cui determinare il regime di cambio ottimale in base alle caratteristiche del singolo paese.

### **Friedman: le origini della teoria**

La teoria, che, come detto, si è evoluta nel tempo fino a tramutarsi in un dibattito sulla scelta del migliore regime dei tassi, ha preso spunto da un importante lavoro di Milton Friedman, "The Case for Flexible Exchange Rates" (1953), che prevede l'identificazione di quelle condizioni che, qualche anno più tardi, Mundell avrebbe reputato necessarie per il funzionamento armonioso di un'area monetaria.

La pubblicazione sul caso dei tassi di cambio flessibili si basa su tre differenti argomenti:

1. In un mondo reale caratterizzato dalla vischiosità dei prezzi e dei salari e considerando che, per Friedman, le crisi della bilancia dei pagamenti derivano dal sistema di Bretton-Woods, (tassi di cambio fissi ma aggiustabili), i cambi flessibili garantirebbero un sistema equilibrato, dove le forze del mercato agirebbero automaticamente per raggiungere un equilibrio esterno;
2. La flessibilità dei tassi garantirebbe l'indipendenza della politica monetaria cosicché ogni paese si possa proteggere da eventuali errori delle altre nazioni;
3. La fluttuazione faciliterebbe la rimozione dei controlli sul movimento dei beni e dei capitali tra Paesi e favorirebbe il commercio multilaterale.

Nello specifico, Friedman si concentra sulla sterlina, assumendo che ci siano tassi fissi tra gli stati che l'adottano e cambi flessibili con le altre valute. Paragonando questo sistema con quello vigente negli Stati Uniti, dimostra quanto il fatto che questi ultimi siano sottoposti ad un' unica autorità fiscale e

monetaria, con massimi poteri, faccia la differenza. In questo senso, egli osserva che, in un contesto di cambi fissi senza restrizioni nel commercio, sia richiesta l'armonizzazione delle politiche monetarie e fiscali interne, unita alla volontà ed all'abilità di effettuare cambiamenti sostanziali nelle condizioni esterne attraverso un aggiustamento dei prezzi interni e dei salari.

In conclusione, Friedman, che, nel suo lavoro, ha indicato possibili sviluppi anche per argomenti di secondo piano, come l'overshooting del tasso di cambio<sup>20</sup> e l'ipotesi delle soluzioni ad angolo<sup>21</sup>, all'epoca sottovalutati, ha posto le basi per l'emergente teoria delle aree valutarie ottimali, comprendendo che, in un mondo imperfetto, l'aggiustamento tra le aree monetarie risulterebbe più semplice con più valute diverse e tassi di cambio flessibili e che tali unioni sarebbero strettamente dipendenti dalla mobilità degli input e dei beni, oltre che dal grado di integrazione monetaria e fiscale.

### **Mundell: il padre fondatore della teoria AVO**

Lo studio di Friedman dà alla teoria una spinta iniziale, ma la sua maturazione si ha definitivamente con Robert Mundell ed il suo articolo "A Theory of Optimum Currency Areas" (1961), che risente, in maniera consistente, del contesto in cui viene scritto: vigevano tassi fissi ma aggiustabili, imposti dagli accordi di Bretton-Woods, capaci di favorire le periodiche crisi della bilancia dei pagamenti. Secondo l'economista canadese, ciò continuerebbe a verificarsi fino a quando non vengano eliminati tassi fissi, rigidità nei salari e nel livello dei prezzi, che impediscono al mercato di auto aggiustarsi in maniera naturale.

L'economista canadese vuole, inoltre, mostrare come le caratteristiche di un'economia siano determinanti per la scelta del regime dei tassi di cambio da adottare; in particolare, identifica quelle condizioni che farebbero perdere

---

<sup>20</sup> Dornbusch, accreditato come il primo autore sull'argomento, definì che, in un scenario di breve periodo con prezzi fissi, il tasso di cambio reagisce maggiormente ad uno shock di quanto accadrebbe in cambi flessibili.

<sup>21</sup> Eichengreen, ritenuto il padre della teoria, affermò che, in un mondo con un'elevata mobilità di capitali, i cambi fissi ma aggiustabili, derivanti dagli accordi di Bretton-Woods, fossero più deboli di fronte ad attacchi speculativi e proponeva "soluzioni angolari": cambi flessibili oppure fissi.

valore a quanto espresso da Friedman sui cambi flessibili, sottolineando come, poste talune assunzioni di base, avere valute diverse, libere di fluttuare, possa rivelarsi inefficace. Per quanto concerne i tassi di cambio flessibili, inoltre, si ricollega al tradizionale filone accademico, secondo cui, con il bilancio in deficit, ci sarebbe un deprezzamento al posto della disoccupazione, mentre, in condizioni di surplus, l'inflazione sarebbe sostituita dall'apprezzamento. Di conseguenza, si chiede se sia meglio la fluttuazione di ogni valuta oppure se sia preferibile un'unione monetaria, cioè un'area con tassi di cambio fissi, come egli stesso la definisce.

Mundell concentra la sua attenzione sul principale problema della teoria AVO: determinare la regione geografica che coincida con un'area valutaria ottimale, in cui si possano facilmente ottenere bassa inflazione, pieno impiego e sostenibilità della bilancia dei pagamenti.

In particolare, il Premio Nobel del 1999 pone l'accento sulle rilevanti differenze, in termini di aggiustamenti, tra la moneta unica e un'area con più di una valuta, evidenziando come, quest'ultima, richieda una forte cooperazione tra le banche centrali al fine di soddisfare l'offerta di mezzi di pagamento, causando un'ingente perdita di riserve. In questo senso, sostiene che esista una differenza tra aggiustamenti interregionali e internazionali, sebbene, nel secondo caso, si rientri nel caso dei cambi fissi. Per illustrare questa differenza vuole mostrare, in tre situazioni diverse, la reazione ad uno shock della domanda dei beni prodotti da due regioni, A e B, inizialmente, in condizioni di pieno impiego ed equilibrio della bilancia dei pagamenti, con salari e prezzi non modificabili nel breve periodo, senza causare disoccupazione, ed una politica monetaria volta ad evitare l'inflazione. Nel primo caso assume che si tratti di due regioni con due differenti monete e che uno shock della domanda da B ad A provochi disoccupazione in B e, conseguentemente, inflazione in A, scaricando sul primo l'onere del riequilibrio qualora la banca centrale del secondo restringa il credito; a questo punto, B dovrebbe ridurre i prezzi per non provocare disoccupazione. In questo esempio, Mundell, dunque, dimostra come la riduzione dei prezzi induca una recessione per le aree valutarie con più valute. Nel secondo caso, considera due regioni in uno stesso Paese (quindi con la



stessa moneta), in condizioni di pieno impiego, e pone il caso del verificarsi di uno shock negativo della domanda in B, con conseguente pressione inflazionistica e surplus nella bilancia dei pagamenti in A, nonché disoccupazione in B. In tale situazione, la banca centrale comune aumenterebbe l'offerta di moneta, aggravando la situazione inflazionistica in A, spingendolo a correggere il problema attraverso la modifica delle condizioni del mercato. In tal modo, si mette in luce come il perseguimento del pieno impiego possa generare un bias inflattivo. In seguito, prefigurando il medesimo scenario, mostra come, in presenza di differenti valute nazionali, l'occupazione nei Paesi in deficit dipenda dalla volontà degli altri stati di far crescere il livello dei prezzi, mentre, in un'area monetaria, focale sarebbe la volontà da parte delle autorità centrali di favorire la disoccupazione nelle regioni in deficit. Mediante questo esempio di aggiustamento internazionale, Mundell riesce a dimostrare l'impossibilità di perseguire contemporaneamente pieno impiego e stabilità dei prezzi in un'unione monetaria, lasciando la possibilità agli stati membri di raggiungere tali obiettivi con un regime di cambi flessibili.

Il fondatore della teoria AVO vuole, così, dimostrare come il mondo non sia un'area valutaria ottimale (salvo che non si consideri, utopicamente, l'inconvenienza del cambio come unico costo) e afferma la necessità di cambi fluttuanti in un mondo con numerose monete. Nel terzo e ultimo caso, espone il fulcro della sua teoria, sostenendo l'identità tra le aree valutarie ottimali e le regioni economiche<sup>22</sup>, qualora ci sia mobilità interregionale del lavoro. In questo senso, risulta di grande aiuto, a fini illustrativi, la scelta di due paesi, USA e Canada, e due regioni, Est e Ovest, in comune tra gli Stati. Riprendendo le assunzioni iniziali, Mundell suppone che l'Est produca solo automobili e l'Ovest solo legname: un aumento della produttività ad Est produrrebbe un eccesso di domanda di legname e uno di offerta di automobili, provocando disoccupazione e deficit della bilancia dei pagamenti ad Est, inflazione e un surplus della BP ad Ovest. Conseguentemente, qualora entrambi i Paesi perseguissero la stabilità dei prezzi, dovrebbero accettare la disoccupazione, e viceversa; sarebbe,

---

<sup>22</sup> Mundell definì una regione in base alla mobilità dei fattori: una regione economica doveva essere caratterizzata da mobilità interna e immobilità esterna dei fattori.

dunque, preferibile adottare tassi flessibili, nel caso in cui non si volesse propendere per un'unione monetaria. Alla stessa conclusione si approderebbe anche qualora si spostasse la nostra analisi sulle valute regionali. In questo senso, possono essere riscontrate posizioni contrastanti tra i fautori dell'abolizione dei confini nazionali e il padre della teoria AVO, il quale, come Friedman, sostiene, invece, che i confini siano una caratteristica data e richiedano diverse monete e tassi di cambio flessibili.

Per giudicare se un'area sia ottimale, Mundell stabilisce tre criteri: in primo luogo, la mobilità del lavoro, elemento imprescindibile in quanto capace di ridurre la necessità di aggiustamenti del tasso di cambio nominale al fine di correggere i disequilibri esterni. In secondo luogo, posto il caso di salari flessibili, sempre all'interno di un modellizzazione che contrappone l'Ovest all'Est, l'aumento della domanda di quest'ultimo aumenterebbe i salari con conseguente diminuzione dell'offerta aggregata di beni e servizi e incremento del livello dei prezzi. Effetti contrari si verificherebbero ad Est. A questo punto, gli agenti economici acquisterebbero meno beni occidentali e più orientali per recuperare l'equilibrio. In terzo luogo, in assenza di mobilità del lavoro e/o flessibilità di prezzi e salari, l'indipendenza degli shock asimmetrici risulterebbe un buon criterio per valutare l'ottimalità.

Oltre a considerare fattori macroeconomici, ne individua anche alcuni micro:

- l'efficienza della moneta, sia come mezzo di pagamento sia come unità di conto, diminuisce con l'aumentare del numero di valute con tassi flessibili;
- l'esistenza del "money illusion", secondo cui, con tassi di cambio flessibili, i partecipanti di un'economia sarebbero disposti a veder variare il loro reddito reale attraverso variazioni del tasso di cambio piuttosto che mediante aggiustamenti del livello dei prezzi o del salario nominale. In questo senso, l'economista canadese osserva che la "money illusion" diverrebbe inconsistente al crescere delle importazioni sui consumi, in un'area monetaria che cresca più piccola, ma anche più aperta al mercato.

In ogni caso, se l'unico obiettivo da raggiungere è la stabilità economica, anche una piccola regione con immobilità del lavoro può essere un'area valutaria

mentre all'aumentare del numero delle unioni monetarie migliora anche il funzionamento dei cambi flessibili.

In conclusione, Mundell si chiede, innanzitutto, se un sistema di cambi fluttuanti possa funzionare in modo effettivo ed efficiente nel moderno mondo economico, tenendo conto:

1. della stabilità del sistema internazionale dei prezzi;
2. del fatto che i rischi connessi alle alterazioni del tasso di cambio, atte ad eliminare i disturbi dell'equilibrio dinamico, non siano, tuttavia, capaci di generare violenti e reversibili cambiamenti nei settori caratterizzati da una tendenza tanto ad esportare quanto ad importare;
3. dei ragionevoli costi di copertura dei rischi connessi con il tasso di cambio;
4. della possibilità per le banche centrali di astenersi dalla speculazione monopolistica;
5. del mantenimento della disciplina monetaria a causa delle conseguenze sfavorevoli di un continuo deprezzamento;
6. della necessità di garantire una protezione ai creditori e ai debitori al fine di mantenere il flusso crescente di movimenti di capitale di lungo periodo;
7. salari e profitti non sono legati ad un indice dei prezzi, strettamente connesso all'importazione dei beni.

Posto questo, Mundell riflette anche sulle modalità con cui il mondo potrebbe essere diviso in aree valutarie, affermando che, qualora fosse possibile distinguere le regioni in cui prevalga mobilità dei fattori da quelle in cui, invece, vi sia immobilità, allora ogni regione dovrebbe mantenere la propria moneta, lasciandola fluttuare rispetto alle altre valute. Se, però, lavoro e capitale non sono sufficientemente mobili in un Paese, di conseguenza, non ci si può aspettare che la flessibilità dei prezzi esterni di una valuta nazionale possa svolgere la propria funzione stabilizzatrice e che i tassi di disoccupazione ed inflazione varino in differenti regioni. Dunque, se i fattori sono mobili nei confini nazionali e gli Stati si differenziano dalle regioni<sup>23</sup>, la fluttuazione dei cambi non è necessaria in quanto anche i cambi fissi possono funzionare allo stesso modo.

---

<sup>23</sup> È un'unità economica, secondo Mundell, il quale la differenzia dal dominio di una valuta che, invece, rappresenta la sovranità nazionale.

Oltre ad affermare ciò riguardo la mobilità dei fattori produttivi, Mundell subisce l'importante influenza di James Meade<sup>24</sup> e Tibor Scitovsky<sup>25</sup>, i cui studi derivano dal nascente dibattito sull'Unione monetaria ed economica europea.

I due economisti esprimono posizioni contrastanti sull'argomento, infatti, se Meade ritiene che, nell'Europa occidentale, non ci siano le condizioni per un moneta unica e che, a causa della mancanza di mobilità del lavoro, i tassi di cambio flessibili possano essere più efficaci per l'equilibrio della bilancia dei pagamenti e per la stabilità interna, Scitovsky è favorevole all'unione monetaria in quanto produrrebbe una maggiore mobilità del capitale, a patto che vengano effettuati passi avanti imprescindibili per rendere mobile il fattore lavoro e per facilitare politiche occupazionali sovranazionali. Entrambi sottolineano, dunque, che l'ingrediente essenziale di una moneta unica sia un alto livello di mobilità dei fattori, assumendo premesse diverse: l'economista britannico non pensa che esista la sufficiente mobilità dei fattori, mentre l'ungherese vede la creazione di un'area valutaria come un modo per stimolare la mobilità dei capitali.

In conclusione, Mundell, anche grazie a queste due visioni, suggerisce come stabilire se l'Europa occidentale sia o meno un'unione monetaria, non sia un problema teorico, bensì empirico.

### **McKinnon: il grado di apertura**

Mundell pone l'accento su quali siano le condizioni per un'area valutaria ottimale, definendola come una regione dotata di mobilità di capitale e di lavoro che permetta di semplificare gli aggiustamenti dovuto a shock asimmetrici. Definendo, nel suo "Optimum Currency Areas" (1963), "ottima" quell'area valutaria che, attraverso la politica fiscale e monetaria e tassi di cambio flessibili, voglia raggiungere il pieno impiego, l'equilibrio della bilancia dei

---

<sup>24</sup> Economista britannico, Premio Nobel nel 1977 per l'apporto essenziale in materia di commercio internazionale e di movimenti internazionali dei capitali.

<sup>25</sup> Economista ungherese, studioso della teoria economica in diversi campi: l'economia del benessere, il commercio internazionale, lo sviluppo e la microeconomia

pagamenti e la stabilità dei prezzi, Ronald I. McKinnon<sup>26</sup> vuole sottolineare l'importanza degli equilibri interno ed esterno, enfatizzando la necessità di stabilità dei prezzi interni e focalizzandosi sulla forte influenza del grado di apertura<sup>27</sup>, definito come il rapporto tra beni commerciabili e non commerciabili, distinguendo, in sostanza, tra beni che possono entrare sui mercati esteri e prodotti non esportabili. I cosiddetti "tradable goods", secondo la definizione di Harrod, comprendono:

- i beni esportabili, ovvero prodotti internamente e, parzialmente, esportati;
- i beni importabili, che vengono sia prodotti internamente che importati.

L'eccesso dei primi dipende unicamente dal consumo domestico e dovrebbe essere poco quando ci si specializza esclusivamente su alcuni beni, mentre il surplus dei secondi deriva dalla natura specializzata delle importazioni.

Assumendo, dunque, che il prodotto di un'economia sia suddiviso in beni commerciabili e non, bisogna valutare l'effetto di uno shock sui prezzi relativi di tali beni rispetto al livello dei prezzi dell'economia in generale<sup>28</sup>, partendo dalla considerazione di una piccola economia, in cui il rapporto sia elevato. Si può notare come, in presenza di cambi flessibili, l'indice generale dei prezzi, che, come spiegato in precedenza, comprende sia commerciabili che non commerciabili, tenda a fluttuare molto di più rispetto a quello di un'economia relativamente chiusa, facendo perdere alla moneta le funzioni di unità di conto e riserva di valore. Ad esempio, esaminando un'economia oggetto di uno shock in termini di scambi e di un deprezzamento del tasso di cambio nominale, qualora le autorità volessero stabilizzare il livello dei prezzi, allora il deprezzamento del tasso di cambio e l'aumento risultante nel prezzo dei "tradables" richiederebbe una contrazione della domanda che diminuisca fortemente il prezzo dei "non-tradables": all'aumentare del grado di apertura, sarebbe necessario

---

<sup>26</sup> Economista applicato con vasti interessi in materia di economia internazionale e sviluppo economico, con particolare attenzione alla comprensione delle istituzioni finanziarie e alla storica evoluzione dei sistemi monetari globali e regionali.

<sup>27</sup> "The ratio of tradable to non-tradable goods" è un'espressione che si può riferire sia alla produzione che al consumo: nel mercato in equilibrio, il valore totale dei beni commerciabili prodotti sarà uguale al valore dei beni commerciabili consumati.

<sup>28</sup> Ishiyama sottolinea come McKinnon consideri un livello dei prezzi mondiale stabile, altrimenti la sua tesi perderebbe di valore in quanto l'instabilità esterna si propagherebbe direttamente sull'economia nazionale, mediante i cambi fissi.

incrementare la contrazione necessaria. In un'economia relativamente aperta, però, le variazioni del cambio nominale non sono legate ad effetti significativi sulla competitività in quanto producono, come forma di compensazione, modifiche dei salari e dei prezzi: causerebbero variazioni uguali (o quasi) dei costi, togliendo la funzione correttiva dei tassi di cambio flessibili.

Altre tesi importanti a sostegno di quest'idea provengono da Giersch, il quale ritiene che un'economia più aperta possa avere bisogno della flessibilità del tasso di cambio, benché tutto ciò la renda più soggetta a disturbi esterni ciclici tanto da volersi isolare.

Un altro punto di vista al riguardo lo fornisce lo stesso McKinnon che è favorevole ai cambi fissi in quanto riducono, in maniera rilevante, le probabilità di "money illusion" (molto bassa nelle economie molto aperte). In un contesto dinamico, più un Paese svaluta, più favorisce l'inflazione e riduce la probabilità di una svalutazione futura. Così, se consideriamo un Paese grande, che produca una quantità rilevante di beni "non-tradable", la svalutazione avrebbe un effetto sui prezzi di importazioni ed esportazioni, ma l'effetto sul loro livello generale sarebbe, comunque, inferiore rispetto a quello di una piccola economia aperta. Secondo McKinnon, infatti, più ci spostiamo dalle economie chiuse verso quelle aperte, più i tassi di cambio flessibili non riescono a controllare il bilancio esterno e danneggiano la stabilità interna dei prezzi. In questo senso, il timore di attacchi speculativi renderebbe ottimale la scelta di tassi completamente fissi oppure di legami con valute comuni del mondo esterno.

Dunque, le piccole economie aperte trarrebbero vantaggio dalla partecipazione in grandi aree valutarie: se l'area valutaria – afferma McKinnon – è sufficientemente larga da rendere molto grande la quantità di "non-tradable goods", allora si potrebbe fissare il valore della valuta nazionale, suggerendo così una maggiore liquidità in termini monetari. La presenza di grandi Paesi stabili, quindi, è fondamentale per i piccoli Paesi al fine di ancorarvi, in modo efficiente, la loro moneta.

In conclusione, possiamo dire che McKinnon, mediante le sue considerazioni, ci conduce a tre importanti conclusioni:

1. le economie relativamente aperte dovrebbero stabilire tassi di cambio fissi;
2. le economie aperte, che commerciano ampiamente tra di loro, beneficerebbero dalla creazione di un'area valutaria in quanto molto affini e potendo tamponare meglio gli effetti di una variazione dei tassi di cambio;
3. le grandi (piccole) aree geografiche sono più probabilmente chiuse (aperte), in modo tale che la grandezza di un'area possa essere determinante per la scelta di un regime ottimale.

### **Kenen: il grado di diversificazione del prodotto**

Nel 1969, Peter B. Kenen, professore di Economia e Finanza Internazionale all'università di Princeton, introduce, dopo Mundell e McKinnon, altre caratteristiche ideali proprie di un'area valutaria quali, in primis, la diversificazione del prodotto. Le economie altamente diversificate risultano essere, infatti, i candidati migliori per la costituzione di un'area valutaria in quanto la diversificazione permette di isolarsi dagli effetti di shock specifici di un settore o di un'industria, prevenendo la necessità di cambiare frequentemente i termini di scambio mediante gli exchange rates. Questo è dovuto al fatto che un Paese coinvolto in numerose attività abbia una maggiore quantità di prodotti da esportare e possa quindi difendersi con più facilità da possibili shock che colpiscano solo determinati settori o imprese, spesso causati da variazioni della spesa o della produzione. In questo modo, la diversificazione del prodotto permette di diminuire la possibilità di shock asimmetrici e alleviare i loro effetti negativi, rendendo i tassi fissi più appropriati per le economie ben diversificate. Di conseguenza, cambiamenti positivi delle esportazioni di taluni beni potranno essere compensati con variazioni negative di altri. Secondo Presley e Dennis (1976), infatti, questo sistema compensativo è più efficiente ed efficace, quanto più i prodotti esportabili siano diversificati: un Paese, che produce una vasta gamma di prodotti, subisce una minore diminuzione della produzione totale, se, nei mercati esteri, la domanda di quei

beni decresce. Un'economia con un basso livello di diversificazione avrebbe, dunque, bisogno di tassi flessibili per ammortizzare gli shock esterni, mentre una abbastanza diversificata trarrebbe vantaggio dalla formazione di un'area valutaria.

Tali idee sono state oggetto di riflessioni da parte dei due autori già precedentemente citati della teoria: Mundell ritiene che, riprendendo la definizione di Kenen, l'economia mondiale sia non solo la più diversificata ma anche quella maggiormente assicurata contro gli eventuali rischi di fluttuazioni. McKinnon giunge, invece, alla conclusione che una grande economia diversificata, che effettui pochi scambi con l'estero debba avere cambi fissi, al contrario, prevedendo per le piccole economie prive di tale caratteristica l'adozione dei cambi flessibili. A questi due studiosi, si aggiunge Melitz<sup>29</sup> che, nel 1995, sottolinea come l'argomentazione di Kenen implichi che un Paese, senza una struttura diversificata, beneficerebbe solo di tassi di cambio fluttuanti.

Nel suo lavoro, infine, Kenen descrive altre due caratteristiche ideali per le aree valutarie ottimali: in primo luogo, l'integrazione fiscale, che permette di ammorbidire gli shock asimmetrici attraverso trasferimenti fiscali dalle regioni con bassa disoccupazione verso quelle con un tasso elevato; in secondo luogo, le strutture produttive simili. Considerando, infatti, quanto affermato da Mundell sui tassi di cambio flessibili per i Paesi soggetti a shock asimmetrici, in presenza di mobilità del lavoro, due Paesi, caratterizzati da strutture produttive limitate ma simili, sono ottimi candidati per un'unione monetaria a due fintanto che lo shock dello specifico settore li colpisce contemporaneamente. Con queste tre caratteristiche, Kenen conclude il percorso letterario originario della teoria AVO.

## **La Nuova Teoria: critiche e nuove idee**

Mundell, McKinnon e Kenen hanno definito una struttura con le caratteristiche ideali per un'area valutaria ottimale, quali la mobilità dei fattori produttivi, il

---

<sup>29</sup> Economista statunitense e studioso di economia e commercio internazionale.



grado di apertura di un'economia e la diversificazione del prodotto, che, secondo quanto sostenuto da Tavlas<sup>30</sup>, è, tuttavia, inconsistente e fragile. Innanzitutto, una piccola economia aperta non può preferire tassi fissi in quanto avrebbe anche un basso livello di mobilità del lavoro con gli altri paesi dell'area, il che implicherebbe tassi flessibili. Poi, le piccole economie relativamente aperte, secondo quanto detto in precedenza, dovrebbero adottare cambi fissi e, allo stesso tempo, non essendo diversificate, dovrebbero scegliere la fluttuazione del tasso di cambio, ma questo non è logicamente ammissibile. Inoltre, la relazione tra la grandezza di un paese e il regime di tasso di cambio non è chiaro per un altro motivo: i cambi fissi sono più idonei per grandi economie che per piccole, ciò, tuttavia, è contraddittorio con quanto affermato da McKinnon sul grado di apertura, secondo cui le economie aperte sono più adatte ad essere piccole e ad utilizzare cambi flessibili. In più, la diversificazione, descritta da Kenen, è un paradosso in quanto le economie non diversificate, in teoria, dovrebbero lasciar fluttuare i loro cambi ma, in realtà, se costituissero un'unione monetaria, sarebbe riscontrabile un grado di diversificazione maggiore rispetto a quello dei suoi singoli membri. Infine, un'economia aperta potrebbe diventare più specializzata dato che la rimozione delle barriere permetterebbe di concentrare la produzione e sfruttare le economie di scala, trasformando gli shock dello specifico settore in shock di uno specifico paese: in questo modo, sarebbero da preferire i cambi flessibili.

Dopo trent'anni di scarsa considerazione della teoria, il dibattito è stato ripreso ma, come evidenziato da Tavlas, partendo da una prospettiva diversa: non si guarda più all'abilità delle autorità monetarie di raggiungere gli obiettivi di stabilità, ma si vuole, primariamente, prevenire l'inflazione e, secondariamente, smorzare le fluttuazioni del ciclo economico. Questo mutamento delle prospettive ha portato a due principali implicazioni: in primo luogo, la ricerca della stabilità dei prezzi nel medio termine, in modo tale che, in presenza di shock esterni, il tasso di cambio nominale si aggiusti verso un nuovo equilibrio; in secondo luogo, bisogna eliminare il problema dell'"inflation-bias" della

---

<sup>30</sup> Economista greco e membro del Consiglio delle Politiche Monetaria della Bank of Greece, studioso di politica monetaria internazionale e unione monetaria.

politica monetaria discrezionale, che scaturisce dal tentativo di sovrastimolare l'economia e dagli incentivi a monetizzare i deficit del budget e il debito. In quest'ottica, secondo Tavlas, l'unione monetaria può rivelarsi utile per raggiungere l'obiettivo di bassa inflazione mediante la modifica delle aspettative degli agenti.

Oltre a queste critiche importanti, Julius Horvath<sup>31</sup> mostra come la discussione si sia spostata verso i temi del "time inconsistency", della formazione delle aspettative, della credibilità e, soprattutto, delle caratteristiche necessarie al fine di scegliere il regime di tasso di cambio ottimale. In quest'ultimo caso, analizzando la letteratura, è possibile osservare tre differenti approcci per prendere una decisione al riguardo. Il primo si basa su un modello macroeconomico e valuta quale sistema sia migliore per rispondere ai disturbi: un'economia dovrebbe adottare cambi flessibili per isolarsi nei casi di shock nominali esteri e reali domestici, ma non quando questi ultimi sono di natura finanziaria, mentre dovrebbe utilizzare tassi flessibili al verificarsi di shock nominali domestici.

Il secondo approccio, invece, studia il problema nel caso in cui si voglia stabilizzare e considera un paese ad elevata inflazione che voglia portarla ad un livello costante con bassi costi di aggiustamento. In assenza di "money illusion", legato alla neutralità della moneta e al mantenimento della dicotomia tra reale e nominale, l'analisi dell'equilibrio generale determina un'unica soluzione per le variabili reali: il livello dei prezzi rimane indeterminato, nonostante l'altra variabile nominale rimanga costante.

Il terzo approccio considera i contributi teoretici moderni all'interno di un contesto di equilibrio generale. Secondo quanto mostrato dai promotori di quest'approccio, in uno scenario di neutralità della moneta e saturazione dei mercati azionari, il regime di tasso di cambio non ha alcun impatto sul benessere, dal che se ne deduce che la scelta dipenda dalle rigidità e dalle

---

<sup>31</sup> Economista ungherese, specializzato sui temi di politica economica internazionale, economia politica delle relazioni monetarie e storia del pensiero economico.

imperfezioni date: “è possibile che un particolare regime di tasso di cambio sia più performante di altri in presenza di alcuni tipi di imperfezioni”<sup>32</sup>.

In conclusione, Tavlas rivela come questi sviluppi lo abbiano portato a non considerare più come costo la perdita dell'indipendenza monetaria in quanto, come evidenzia la recente letteratura, i Paesi con una storia di elevata inflazione trarrebbero vantaggi in termini di credibilità dal partecipare ad un'unione monetaria e trasferire, quindi, le decisioni di politica monetaria ad una banca centrale comune, riducendo i tassi d'interesse e i costi di disoccupazione per spostarsi verso un equilibrio di bassa inflazione. Tali sviluppi hanno avuto la funzione di portare alcuni paesi con un'alta inflazione a sostenere il loro desiderio di aderire all'Unione economica e monetaria europea.

### **Analisi di costi e benefici di una valuta comune**

Come detto nei capitoli precedenti, i Paesi che aderiscono ad un'unione monetaria traggono dei benefici, di tipo microeconomico, e allo stesso tempo sono costretti a sostenere dei costi, al contrario, di tipo macroeconomico.

L'analisi, sviluppata da Paul De Grauwe<sup>33</sup> nel suo “Economia dell'Unione Monetaria” (2012), considera come beneficio primario il guadagno dell'efficienza economica che deriva da due diversi fattori: l'abolizione dei costi di transazione e la riduzione del rischio provocato dall'incertezza sui movimenti futuri dei tassi di cambio.

L'eliminazione dei costi di transazione è il guadagno più evidente ed ha permesso un risparmio, stimato dalla European Commission (1990), tra i 13 e i 20 miliardi di euro l'anno, ovvero tra lo 0,25% e lo 0,5% del PIL della Comunità Europea. Ciò implica un beneficio per i consumatori, che non devono più sostenere una perdita secca (si tratta essenzialmente di un'“imposta fissa” perché non riceve nulla in cambio), ma va a detrimento degli istituti bancari, che hanno sempre tratto circa il 5% dei loro ricavi dall'incasso di commissioni

---

<sup>32</sup> Si veda Helpman (1981).

<sup>33</sup> Professore di Economia Internazionale all'Università di Lovanio, è un sostenitore del mercato libero e della globalizzazione.

pagate per il cambio delle monete nazionali. Gli istituti di credito si trovano, così, a dover fronteggiare un periodo di transizione, in cui ricercano profitti alternativi, capaci, in futuro, di aumentare il benessere proprio e della collettività.

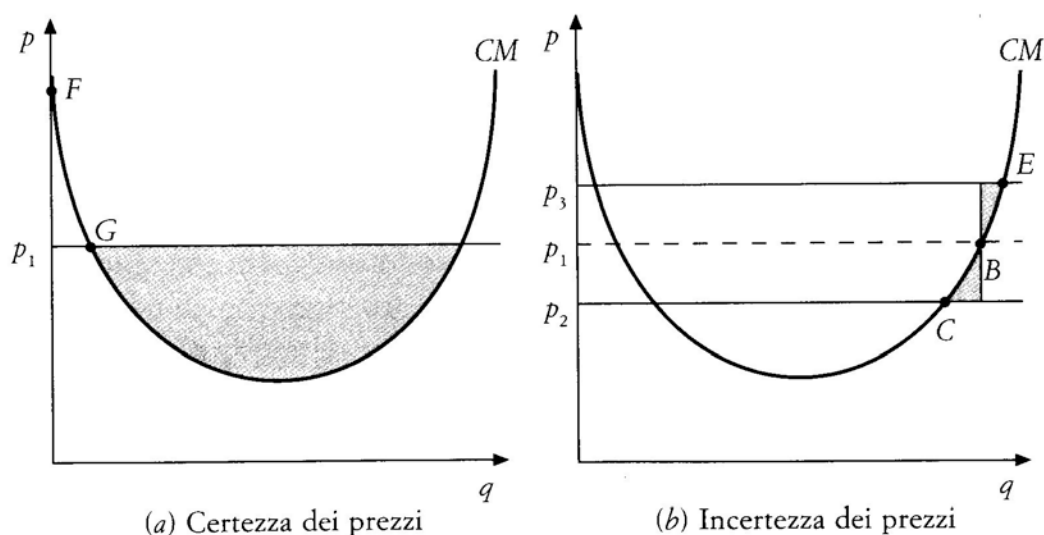
Ad esempio, nell'Eurozona, si è assistito ad un incremento dell'efficienza delle banche, il che ha favorito la creazione di un migliore sistema: i pagamenti mediante carta di credito, i trasferimenti bancari e i trasferimenti di crediti fino a 50000€, effettuati oltre i confini nazionali, non sono più soggetti alle commissioni applicate per i trasferimenti transfrontalieri, caratterizzate da procedure diverse e più costose, ma a quelle delle operazioni bancarie nazionali. Di conseguenza, gli istituti dell'Eurozona hanno deciso di lanciare, nel gennaio 2008, il SEPA (Single Euro Payments Area) per facilitare e codificare la tipologia dei pagamenti.

Oltre a considerare i menzionati guadagni diretti, è necessario tenere conto di quelli indiretti: la maggiore trasparenza dei prezzi. In virtù di una medesima unità di conto, si tende a favorire la concorrenza in quanto i consumatori possono confrontare i prezzi e scegliere più agevolmente dove acquistare ad un costo inferiore. In realtà, questo effetto non si verifica completamente perché, anche se un ribasso c'è stato, le frontiere ostacolano in maniera importante il commercio, favorendo la segmentazione del mercato e, di conseguenza, un'ampia differenziazione dei prezzi. In questo senso, sono stati effettuati degli studi sull'evoluzione della convergenza dei prezzi nel tempo che hanno evidenziato come si sia verificata fino al 1999, quando si è arrestata con l'introduzione della moneta unica. L'euro, dunque, per quanto possa facilitare il confronto dei prezzi, non è l'elemento determinante per il processo di convergenza, infatti, i differenziali di prezzo sono spesso dovuti a costi di transazione e vendite al dettaglio molto segmentate a livello nazionale.

Dopo aver affrontato il tema principale dell'eliminazione dei costi di transazione, si devono valutare i guadagni in termini di benessere derivanti dalla riduzione dell'incertezza sulle variazioni dei tassi di cambio futuro, che, in un mondo di individui avversi al rischio, genera una perdita in termini di welfare.

Questa situazione influenza anche la teoria dell'impresa in quanto vi è un forte legame tra i profitti e le condizioni di certezza e incertezza dei prezzi, considerando che questi ultimi vengono determinati in base a quelli applicati nel mercato d'esportazione moltiplicati per il tasso di cambio.

Supponiamo due regimi (uno caratterizzato da tasso fisso ed uno da quello variabile) e la fluttuazione dei prezzi ad essi relativa: nel regime di incertezza, il profitto è maggiore che nel regime di certezza, quando il prezzo è alto, e minore, quando, al contrario, è basso. Nel primo caso, l'impresa aumenta la quantità prodotta e trae profitto aggiuntivo per ogni unità di prodotto che avrebbe ugualmente prodotto ( $p_3EBp_1$ ), mentre, nel secondo caso, il prezzo basso impone all'impresa di ridurre la produzione in modo da contenere la diminuzione del profitto totale ( $p_1BCp_2$ ).



Profitti dell'impresa in condizioni di certezza ed incertezza dei prezzi.

Fonte: P. De Grauwe (2012), *Economia dell'Unione Monetaria*, Il Mulino

L'effetto positivo dell'incertezza sui profitti medi si dovrebbe confrontare con la maggiore incertezza dei profitti stessi, dove un loro aumento genera più utilità per l'impresa, e viceversa. La variabilità dei tassi di cambio incrementa la probabilità di conseguire profitti molto alti e, di conseguenza, l'impresa trae molto beneficio dall'aumento della volatilità dei tassi di cambio, ma questa genera mutamenti rapidi e, talvolta, persistenti delle condizioni economiche,

portando ad un abbandono dei cambi flessibili in favore di un'unione monetaria per due ragioni specifiche: la difficoltà di gestione ordinata dei tassi di cambio e l'inutilità presunta per l'aggiustamento dagli shock asimmetrici. In questo senso, l'euro ha permesso la riduzione di costi fissi e variabili delle imprese esportatrici e l'apertura al commercio con gli altri paesi dell'Eurozona per quelle imprese, interessate, in precedenza, solo al mercato interno. Questo, tuttavia, non si è necessariamente trasformato in un incremento dei flussi commerciali.

Un altro beneficio importante deriva dal fatto che la moneta possa diventare di "rango internazionale", ossia venga utilizzata anche al di fuori dell'unione, garantendo tre vantaggi importanti:

- extra ricavi per il paese emittente, come accaduto nel 1999 per il dollaro statunitense;
- detenzione presso le banche centrali estere come riserva internazionale, fonte di finanziamento importante per i deficit dei paesi membri dell'unione;
- stimolo per l'attività dei mercati interni nazionali con conseguente aumento del flusso di capitali dall'estero, sebbene tale elemento dipenda dal grado di apertura verso gli altri partner.

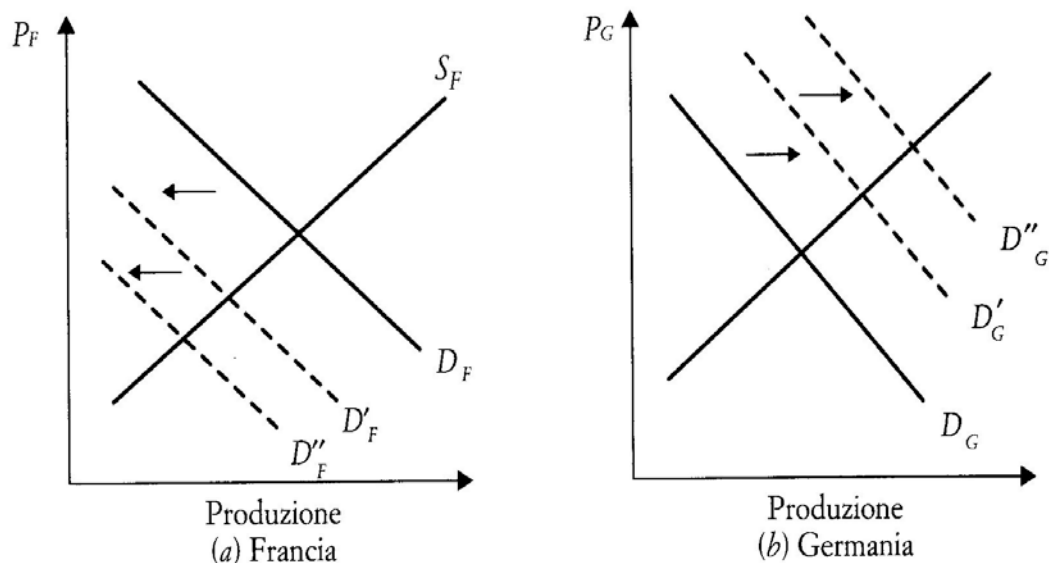
In questo senso, considerando il caso dell'euro, è possibile individuare due distinti fattori da cui dipenda l'eventuale configurazione come moneta di rango internazionale: la dimensione del sistema economico e il contesto della politica economica. Nel primo caso, la crescita dei mercati finanziari è un ingrediente fondamentale in quanto attira capitali esteri e favorisce la diversità e la scelta delle opportunità di investimento, mentre, nel secondo caso, è necessaria la stabilità monetaria e finanziaria, raggiungibile mediante il perseguimento di un basso livello di inflazione. Se l'euro diventasse una moneta di rango internazionale, diverrebbe, quindi, una valuta forte, favorendo una crescita dell'output e degli investimenti, che si rifletterebbe su un maggiore benessere, legato anche ad una minor tassazione e ad un reddito pro-capite superiore.

Dopo aver affrontato il tema dei benefici derivanti dall'adozione di una valuta comune, è altresì importante prendere in esame i costi che ne scaturiscono. Tra

di essi si può annoverare principalmente la perdita di sovranità sulla politica monetaria, trasferita alla banca centrale comune, capace di impedire la modifica del prezzo della propria valuta, mediante rivalutazioni o svalutazioni, la determinazione della quantità di moneta in circolazione o, ancora, la variazione del tasso d'interesse a breve. Naturalmente, questo genera radicali modifiche nella capacità di finanziamento del deficit di bilancio attraverso il debito in quanto viene emesso in una valuta che i governi non controllano. I mercati finanziari acquisiscono la capacità di gettare, mediante un preciso attacco speculativo, singoli paesi nel baratro dell'insolvenza forzata. A tal proposito, è possibile confrontare due differenti scenari, quali quello inglese e quello spagnolo, evidenziando, in tal modo, come il tasso di cambio sia uno strumento molto utile di stabilizzazione, nel caso in cui gli investitori temano un'insolvenza del governo sul proprio debito. Infatti, i mercati finanziari, se mostrano sfiducia, acquisiscono, spesso, le difficoltà di un paese, con la possibilità di condurlo ad un'insolvenza forzata, e nel caso specifico rappresentato da un'unione monetaria, gli shock asimmetrici risultano essere amplificati dalla mancanza di fiducia sulla solvibilità del governo di uno o più paesi membri. Ad esempio, consideriamo uno shock della domanda in due paesi appartenenti all'unione: in Francia, la produzione e l'occupazione si contraggono (spostamento della curva di domanda da  $D_F$  a  $D'_F$ ) con effetti sul bilancio, come il calo delle entrate tributarie e l'aumento della spesa pubblica, che generano un elevato deficit tanto da sollevare dubbi sulla solvibilità del debito francese, amplificando ulteriormente la crisi (la curva si sposta fino a  $D''_F$ ); in Germania, si genera un decremento del tasso di interesse sui titoli di stato<sup>34</sup> e il conseguente aumento della domanda aggregata, amplificando l'effetto positivo derivante dallo shock (spostamento della curva, prima fino a  $D'_G$ , poi fino a  $D''_G$ ). Questi effetti, però, non fanno altro che destabilizzare l'unione con l'acuirsi del problema di aggiustamento e armonizzazione dei cicli economici dei due paesi, ingigantendo le conseguenze positive (Germania) o negative (Francia).

---

<sup>34</sup> Bisogna premettere che gli investitori, per il timore di insolvenza del governo francese, vendano titoli francesi e investano il contante ottenuto nei titoli più sicuri, ovvero quelli tedeschi, generandone un rialzo e, quindi, una diminuzione del rendimento. [De Grauwe, p.21]



Amplificazione di shock asimmetrici in due paesi di un'unione monetaria.

Fonte: P. De Grauwe (2012), *Economia dell'Unione Monetaria*, Il Mulino

In questo scenario, dominato dalla sfiducia, dunque, i movimenti del ciclo economico sono amplificati, facendo sì che un paese, appartenente ad un'unione monetaria, come la Francia, accresca la volatilità della produzione e dell'occupazione. Tutto ciò rende poco attraente la prospettiva dell'adozione di una valuta comune proprio in virtù della difficoltà ad attenuare tali dinamiche destabilizzanti.

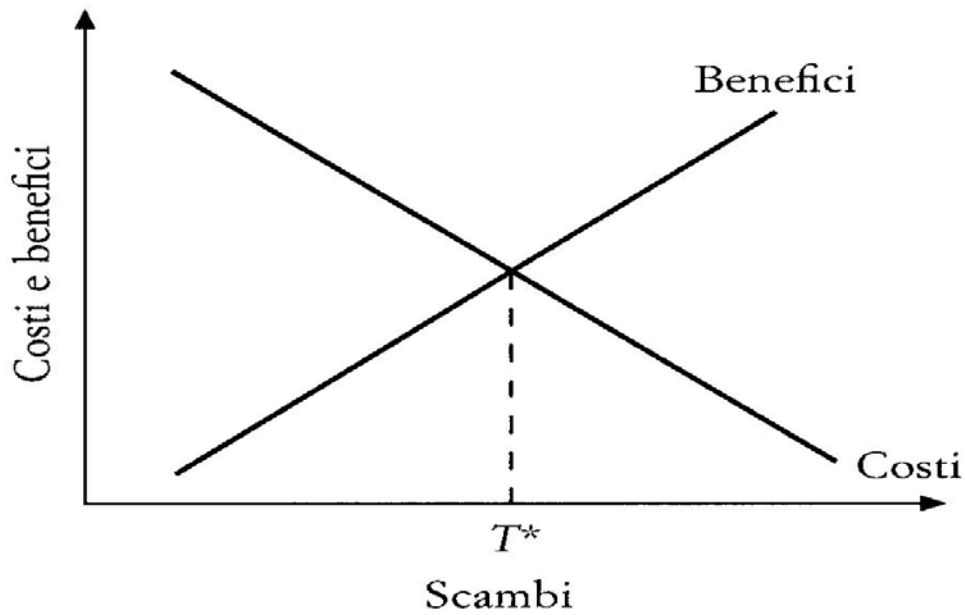
Una maggiore centralizzazione, dovuta, ad esempio, all'introduzione dell'unione di bilancio, potrebbe permettere di alleviare tali costi, svolgendo, sostanzialmente, due funzioni: creare un meccanismo assicurativo ed uno protettivo. Continuando a tenere presente la situazione descritta in precedenza, nel primo caso, la Francia ridurrebbe il proprio gettito fiscale, mentre la Germania lo aumenterebbe, con conseguente trasferimento di risorse dai tedeschi ai francesi. Ciò, ovviamente, può causare situazioni di azzardo morale, benché esista già un meccanismo simile operante all'interno dei singoli paesi, tra cui l'Italia, in cui i redditi vengono trasferiti dalle regioni con una crescita superiore verso quelle più fragili in termini economici. Nel secondo caso, invece, si riuscirebbe a costituire un governo comune più forte, capace di costringere la banca centrale a fornire la liquidità necessaria nei periodi di crisi. A livello



europeo, però, l'unione di bilancio rimane un concetto quasi utopistico in quanto sarebbero necessarie una maggiore unità politica e, soprattutto, la volontà di trasferire sovranità nazionale, in materia di tassazione e spesa, ad un governo comune, misure attualmente non disponibili per l'UEM. In definitiva, riassumendo, gli shock asimmetrici rendono più costosa l'unione monetaria in quanto, ai fini del suo funzionamento, qualora crescesse l'asimmetria, sarebbe necessaria un'elevata flessibilità dei mercati del lavoro, il che favorirebbe la stabilizzazione a costi inferiori. Tuttavia, emergono complicazioni legate al fatto che le riforme delle istituzioni siano di difficile attuazione; necessaria, a tal proposito, sarebbe l'unificazione politica.

Altri costi significativi derivano, tuttavia, da differenze strutturali del mercato del lavoro, causa di divergenze salariali e di prezzo, a seconda che la contrattazione sia centralizzata o decentralizzata. Nel primo scenario, i sindacati tengono conto del possibile effetto inflazionistico degli aumenti degli stipendi, infatti, eccessive richieste retributive possono provocare un livello d'inflazione superiore, senza coincidere con un aumento dei salari reali. In tale contesto, non esistono, dunque, incentivi a pretendere remunerazioni eccessive in quanto, qualora si verificasse uno shock dell'offerta, la perdita nei salari reali non sarebbe compensata da un aumento della retribuzione nominale. Nel caso di struttura decentralizzata, invece, i sindacati possono richiedere salari nominali elevati perché l'effetto inflazionistico è esiguo, giacché rappresentano parzialmente la forza lavoro. In questo modo, si generano situazioni di "free riding" in quanto ogni gruppo vuole aumentare lo stipendio nominale dei propri associati, ma è difficile giungere ad una moderazione salariale dopo uno shock dell'offerta. La decentralizzazione delle contrattazioni rende, dunque, più agevole affrontare gli shock dell'offerta.

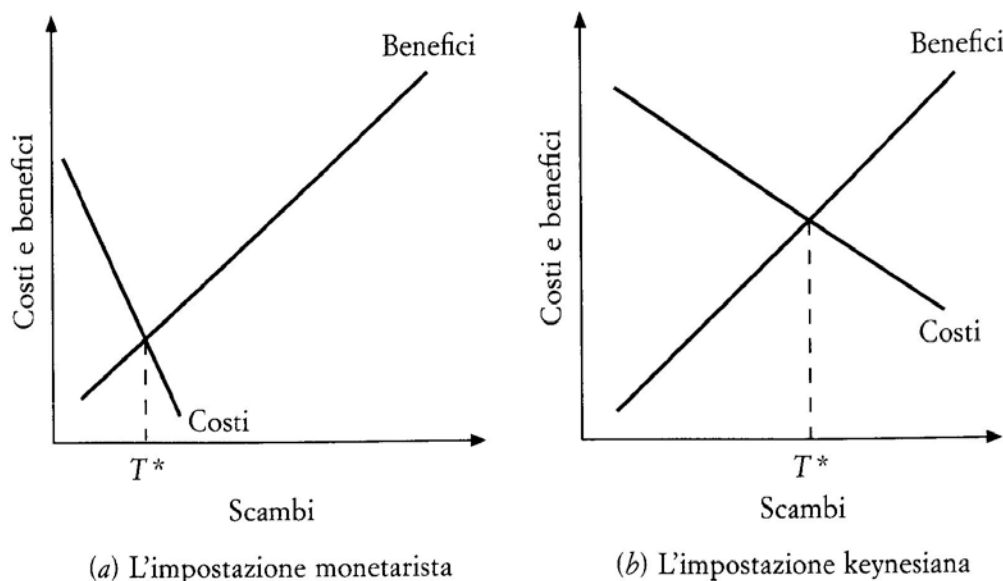
Quindi, dopo aver trattato dei costi e benefici di un'unione monetaria, è necessario determinare il livello critico di apertura che rende conveniente l'adesione ad un'area valutaria costituita insieme ai suoi partner commerciali.



Costi e benefici di un'unione monetaria (% del PIL).

Fonte: P. De Grauwe (2012), *Economia dell'Unione Monetaria*, Il Mulino

A sinistra del punto critico, sarebbe vantaggioso mantenere la propria valuta nazionale, mentre, se ci troviamo a destra, vi si dovrebbe rinunciare per sostituirla con una moneta comune ai partner commerciali. Tale strumento è molto utile ma la forma e la posizione della curva dei costi dipende dall'interpretazione del tasso di cambio come strumento per correggere gli effetti di andamenti differenziati della domanda e dei costi dei paesi considerati. In questo senso, ci sono due impostazioni distinte: quella "monetarista", preferita a partire dagli anni Ottanta, secondo la quale le variazioni del tasso di cambio non sono efficaci per correggere gli shock asimmetrici (permanenti o temporanei), e quella "keynesiana", che sottolinea l'inutilità tanto di politiche monetarie quanto del tasso di cambio.



Costi e benefici di un'unione monetaria nelle due visioni: monetarista e keynesiana.

Fonte: P. De Grauwe (2012), *Economia dell'Unione Monetaria*, Il Mulino

Come si può osservare, nel primo caso, il punto critico è vicino all'origine, quindi, molti paesi trarrebbero vantaggio dall'adesione ad un'unione monetaria, al contrario, nell'altro caso, la curva dei costi è lontana dall'origine, ci sarebbero pochi paesi interessati ad adottare una valuta comune e molti grandi paesi migliorerebbero la loro posizione economica, se si suddividessero internamente in più aree monetarie.

L'analisi costi-benefici è influenzata dalla vischiosità dei prezzi e dei salari; infatti, nel momento in cui si verificano shock asimmetrici, che richiedono cambiamenti nei prezzi relativi, la perdita dell'impossibilità di modificare il tasso di cambio diventa uno svantaggio in quanto il percorso di aggiustamento sarebbe molto più difficile. Di conseguenza, i paesi, caratterizzati da una scarsa rigidità di prezzi e salari, comportano costi minori quando si aderisce ad un'unione monetaria. Da un punto di vista grafico, una diminuzione della rigidità dei prezzi e dei salari o, analogamente, una maggiore mobilità del fattore lavoro sposterebbero la curva dei costi verso il basso, determinando un nuovo punto critico, più vicino all'origine.

Inoltre, è importante tenere presente che la decisione di un paese di aderire ad un'unione monetaria, seppur non risponda a criteri AVO, tende ad

autoavverarsi, rendendo più veloce il processo di integrazione. In questo senso, lo studio di Frankel e Rose, nel 1998, si rivela molto pertinente in quanto sottolinea la presenza di una componente endogena che faciliti la partecipazione ad un'AVO: quando un paese sceglie di aderire ad'unione monetaria, si modifica il risultato dell'analisi costi-benefici, riducendo i primi rispetto ai secondi, mentre l'esito sarebbe sfavorevole qualora si decidesse di non partecipare. Frankel e Rose basano il loro lavoro sull'idea che la correlazione tra il modello del commercio internazionale e il ciclo economico internazionale sia endogeno, ovvero sul fatto che i paesi con legami economici stretti tendano ad avere cicli economici sincronizzati. In questo senso, la partecipazione ad un'unione monetaria potrebbe condurre i paesi a soddisfare i criteri di un'area valutaria ottimale, aumentando la simmetria all'interno dei cicli economici.

In conclusione, possiamo affermare che i benefici derivano essenzialmente dall'eliminazione dei costi di transazione e dall'adozione di una "moneta di rango internazionale", mentre i costi sono causati da differenze sotto molteplici aspetti tra i vari paesi, come le preferenze d'inflazione e disoccupazione, la struttura del mercato del lavoro, i tassi di crescita dell'economia e i sistemi fiscali. Posto ciò, li andiamo a considerare nell'analisi costi-benefici per determinare il volume degli scambi in cui si eguagliano.

### **Le unioni monetarie incomplete: come completarle?**

Nelle pagine precedenti, abbiamo illustrato i benefici e i costi di una valuta comune e, in particolare, l'influenza degli shock asimmetrici sui secondi. Per De Grauwe, infatti, se il mercato del lavoro non è flessibile oppure manca il coordinamento tra politiche economiche ed istituzionali, un incremento dell'asimmetria rende più oneroso il processo di aggiustamento. Siamo in presenza delle cosiddette "unioni monetarie incomplete", dove ogni paese membro mantiene l'indipendenza sulla propria politica di bilancio. Tali unioni monetarie fragili sono classificabili in due tipologie: le prime si basano su regimi di cambi fissi e le seconde sulla mancanza di un'unione di bilancio.

I regimi di cambi fissi, come il sistema di Bretton-Woods o il Sistema Monetario Europeo (SME), dipendono dal pegging della propria valuta ad una forte, ad esempio il dollaro, e si sgretolano, generalmente, in seguito ad una crisi<sup>35</sup>. La fragilità di questi sistemi dipende da due ragioni, riscontrabili, secondo De Grauwe, anche nell'Eurozona: da una parte, un problema di credibilità perché, nel momento in cui si promette di mantenere il cambio ad un certo valore, eventuali dubbi sulla difesa del tasso possono indurre attacchi speculativi nei confronti della valuta, dall'altra, il limitato stock di riserve in valute estere, utile a sostenere il cambio fisso, che potrebbe far venire meno la promessa di stabilità del tasso di conversione, con possibili rischi derivanti dai conseguenti comportamenti degli investitori. Tali ragioni interagiscono tra loro in quanto, se lo stock di riserve è limitato, allora si riduce la credibilità del tasso di cambio fisso, inducendo gli investitori a vendere valuta nazionale e la banca centrale a liberarsi di quella estera, con una conseguente ed ulteriore riduzione di riserve valutarie. Da un punto di vista pratico, è possibile analizzare il caso in cui, in un regime di cambi fissi, un paese possa subire uno shock asimmetrico con conseguente perdita di competitività, incremento delle importazioni e del rapporto spesa-produzione. Sono individuabili, dunque, due possibilità per correggere il deficit delle partite correnti:

1. sostenere il tasso di cambio fisso per ridurre la spesa aggregata, mediante un aumento della tassazione (potrebbe, però, provocare una resistenza da parte della popolazione e una conseguente perdita di consenso elettorale) e/o una minore spesa pubblica, causa del diminuire della produzione e dell'aumentare della disoccupazione, con possibilità di recessione;
2. svalutare la moneta per ridurre i costi di correzione dello squilibrio esterno, restituendo competitività alle esportazioni in un modo politicamente meno costoso.

---

<sup>35</sup> Si vedano la crisi petrolifera del 1973, che sancisce la fine degli accordi di Bretton-Woods, la crisi speculativa delle valute del Sud-Est asiatico del 1997-98, con l'abbandono da parte dei paesi coinvolti dell'ancoraggio al dollaro, quella dei paesi latinoamericani negli anni Novanta oppure le difficoltà riscontrate, tra il 2007 e il 2008, dai paesi che hanno ancorato la loro moneta all'euro.

L'altro tipo di unione monetaria incompleta, caratterizzata da fragilità simili a quelle descritte precedentemente, deriva da un'assenza di un'unione di bilancio, come nell'Eurozona, per cui i governi nazionali emettono il loro debito pubblico in una valuta su cui non hanno un controllo diretto. Per una migliore comprensione, analizziamo il caso da un punto di vista grafico ed elaboriamo un modello con un paese investito da uno shock di solvibilità, dove più è forte, più cresce la difficoltà di ripagare il debito, ponendo che sia il calcolo dei costi e dei benefici, derivanti dall'inadempienza sul debito sovrano, ad orientare le scelte del governo, il cui comportamento è, a sua volta, oggetto di previsione da parte degli investitori. Abbiamo due curve dei benefici:

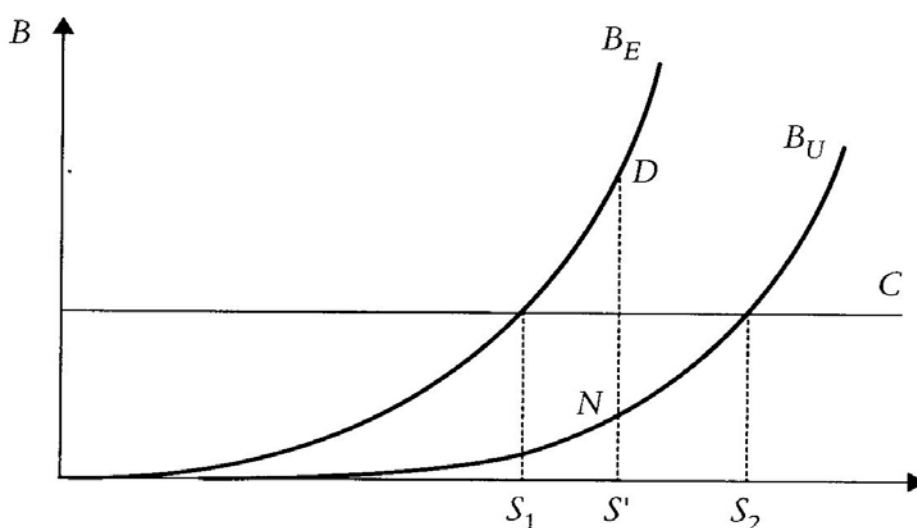
- $B_U$  è inclinata verso l'alto, perché il beneficio dovuto all'inadempienza inattesa dagli investitori cresce proporzionalmente alla forza dello shock, e dipende da tre fattori, quali il livello iniziale del debito, l'efficienza del sistema tributario e l'entità del debito estero;
- $B_E$  indica il beneficio derivante dall'inadempienza attesa e giace sopra  $B_U$  perché, quando ci si aspetta un'insolvenza, gli investitori vendono titoli di stato per farne salire il tasso d'interesse, provocando un aumento del disavanzo del deficit di bilancio.

Tuttavia, l'inadempienza genera anche la perdita di reputazione, che noi ipotizziamo come costo fisso e che complica la richiesta del governo di futuri prestiti.

Si distinguono tre tipi di shock di solvibilità:

- Debole [ $S < S_1$ ], quando il costo di inadempienza, sia attesa che inattesa, è maggiore dei benefici, il governo scarta l'inadempienza e gli investitori, aspettandosi tale comportamento, propendono per la copertura del gettito fiscale, attraverso l'acquisto di titoli di stato, in modo tale che non si verifichi una carenza di liquidità.
- Forte [ $S > S_2$ ], quando il costo di inadempienza, attesa o inattesa, è minore dei benefici e, di conseguenza, il governo decide per l'inadempienza, come previsto dagli investitori, che, così, non permettono al governo di trovare il denaro necessario per finanziarsi.

- Intermedio [ $S_1 < S < S_2$ ], siamo in una zona di indeterminatezza, dove possono esserci solo due equilibri e ne prevarrà uno in base alle aspettative, che tende ad autoavverarsi: nell'equilibrio (cattivo) D, gli investitori si attendono l'insolvenza e il beneficio è maggiore del costo, portando il governo a scegliere di non adempiere, mentre, nell'equilibrio (buono) N, gli investitori non si aspettano che il governo non rimborsi il debito, quindi, il costo supera il beneficio e il governo adempie. La scelta di N o D dipende, dunque, dalle previsioni ottimistiche o pessimistiche, con la possibilità che piccole variazioni degli umori conducano a spostamenti significativi da un equilibrio all'altro.



Costo e benefici di un'insolvenza seguita da uno shock della solvibilità, evidenziando equilibri "buoni" ed equilibri "cattivi".

Fonte: P. De Grauwe (2012), *Economia dell'Unione Monetaria*, Il Mulino

Fin qui, abbiamo illustrato le fragilità dei due tipi di unione monetaria incompleta, De Grauwe propone alcune possibili soluzioni con cui poter giungere al suo completamento. Innanzitutto, si potrebbe aumentare il costo dell'inadempienza, in modo tale che la curva C si innalzi spostando verso destra la zona dei timori suscettibili di autoavverarsi, risultato ottenibile attraverso l'espulsione dei paesi inadempienti.

Un altro modo per risolvere la questione sarebbe l'assegnazione del ruolo di "prestatore di ultima istanza" alla banca centrale, che dovrebbe fornire liquidità

ai mercati dei titoli dei paesi membri, eliminando la minaccia di una crisi di liquidità, una delle fragilità delle unioni monetarie incomplete. Il prestito di ultima istanza, inoltre, svolge anche la funzione di assicurare i titolari dei depositi per prevenire la corsa agli sportelli, cosicché il suo intervento si renda necessario solo in alcune situazioni.

Infine, l'unione di bilancio è un'altra possibile soluzione e prevede il consolidamento di parte dei bilanci e dei debiti pubblici dei singoli Stati in un'unica componente centrale. Tale risultato è necessario per due motivi: la creazione di un'autorità fiscale comune che emetta strumenti di debito in una valuta comune, non sotto il suo controllo, proteggendo da forzature del mercato per quanto riguarda il rimborso del debito, e l'organizzazione di meccanismi di trasferimenti automatici, che ridistribuiscono le risorse, in seguito ad uno shock economico negativo. Tale modalità, tuttavia, richiede un grado molto elevato di unione politica, dato che i paesi membri sono chiamati a rinunciare alla loro sovranità sulla tassazione e sulla spesa pubblica, ma, ad esempio, in un'ottica europea, sarebbe di complessa attuazione e si dovrebbe procedere per piccoli passi, a partire dall'emissione congiunta di euroobbligazioni, che consentirebbero di internalizzare le esternalità dell'Eurozona.



### III

## L'EUROPA È UN'AREA VALUTARIA OTTIMALE?

### Introduzione

Come evidenziato precedentemente, la teoria delle aree valutarie ottimali fornisce una struttura utile ad esaminare quei fattori fondamentali per determinare i potenziali guadagni o perdite, dovuti all'adozione di una valuta comune. In tale ambito, è utile domandarsi, alla luce dell'esperienza rappresentata dall'Eurozona e dall'adozione di una moneta comune, se l'area Euro presenti i connotati di valuta ottimale.

Le aree valutarie ottimali sono gruppi di regioni con economie strettamente integrate tra loro attraverso lo scambio di prodotti e servizi e la mobilità dei fattori. Stretto risulta essere, dunque, il legame con la fissazione di tassi di cambio reciproci tra i paesi. Una buona proxy, che un paese può trarre dal far parte di un'area valutaria, è relativa all'intensità degli scambi commerciali che intrattiene con i paesi in questione. È più probabile, nello specifico, che una nazione benefici di una tale integrazione se l'economia dell'area è strettamente connessa con la propria. Una misurazione empirica di tale fenomeno può essere ricollegata all'intensità degli scambi fra il paese aderente e l'area valutaria e all'integrazione dei mercati dei fattori ovvero alla facilità con cui lavoro e capitale possono essere trasferiti. Nello specifico, se facessimo una panoramica dell'intensità degli scambi commerciali all'interno dell'area Euro al momento della sua introduzione (gennaio 1999), potremmo notare come la maggior parte dei paesi membri esportasse dal 10 al 20 per cento della propria produzione verso gli altri paesi UE. Tale elemento, tuttavia, non è di per sé sufficiente per affermarne la caratteristica di area valutaria ottimale. A tal proposito, degni di nota risultano essere gli sforzi, a seguito dell'Atto Unico Europeo del 1986, volti ad una sostanziale convergenza di prezzi tra i paesi per quanto concerne alcuni beni, quali, ad esempio, le automobili.

In uno studio sul comportamento dei prezzi europei, condotto, nel 1990, dagli economisti Charles Engel dell'Università del Wisconsin e John Rogers della Federal Reserve, mostrano come le divergenze di prezzo all'interno dell'Europa siano, di fatto, diminuite durante gli anni Novanta<sup>36</sup>.

Gli Euro-entusiasti nutrivano, già a partire dagli anni Novanta, grandi speranze circa la capacità della moneta unica di promuovere e favorire il commercio all'interno dell'area valutaria. Queste speranze trovarono terreno fertile nello studio econometrico di Andrew K. Rose dell'Università della California a Berkeley. Il suo lavoro suggeriva come, in media, i membri dell'unione monetaria commerciassero tra loro tre volte di più rispetto ai paesi non membri. Tali conclusioni sono state, in parte, riviste, quantomeno in relazione alla loro portata da uno studio più recente sui dati di commercio dell'UE, svolto da Richard Baldwin del Graduate Institute of International and Development Studies di Ginevra. L'effetto massimo stimato dall'autore è pari a circa un aumento del 9 per cento del livello del commercio. Inoltre, la Gran Bretagna, la Danimarca e la Svezia, benché non avessero adottato la moneta unica, assistettero ad un aumento del commercio con l'Eurozona di circa il 7 per cento, mostrando come quest'ultimi non ottenessero un grande guadagno dall'adozione della moneta unica.

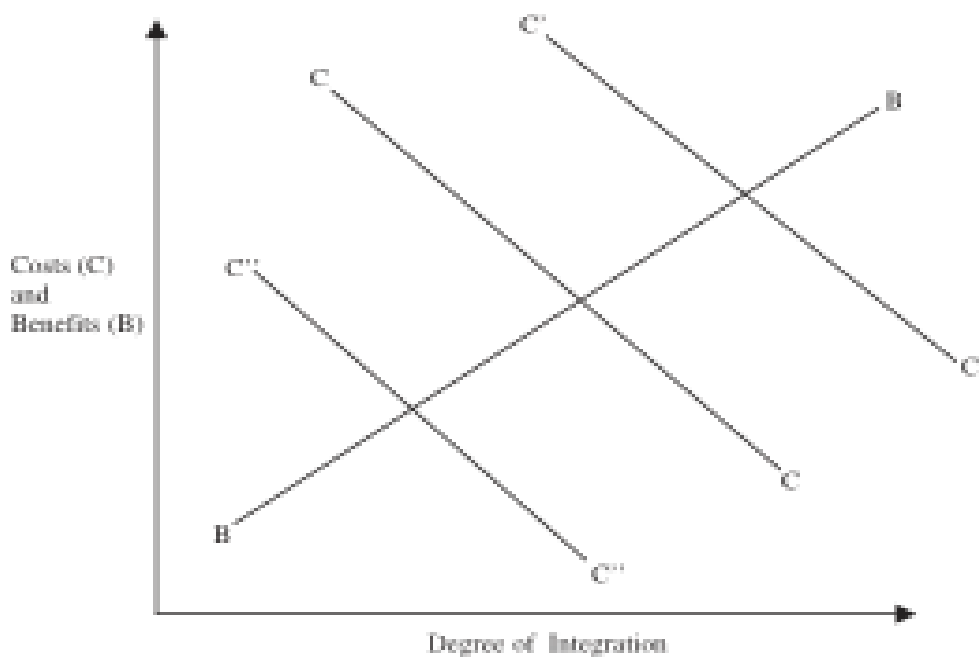
### **Il criterio dell'AVO nell'interpretazione di Paul Krugman**

Al fine di portare avanti la nostra analisi risulta necessario riproporre la teoria delle aree valutarie ottimali alla luce dell'originale e completa interpretazione di Paul Krugman<sup>37</sup>. Il suo studio muove dall'analisi dei costi e dei benefici di una nazione, di fronte all'opzione di aderire ad un'unione monetaria.

---

<sup>36</sup> Si veda, a tal proposito, il loro articolo "European Product Market Integration after the Euro" (Luglio 2004).

<sup>37</sup> Premio Nobel per l'economia nel 2008, è professore di Economia e Relazioni Internazionali presso la Princeton University.



Costi e benefici derivanti dalla partecipazione ad un'unione monetaria.

Fonte: Adattato da Krugman (1990)

L'asse verticale misura i benefici ed i costi in rapporto al PIL, l'asse orizzontale, invece, è relativo al grado di apertura della nazione rispetto ai suoi potenziali partner. Nello specifico, i costi sono rappresentati dalla rinuncia ad una politica monetaria indipendente e alla capacità, propria di un tasso di cambio flessibile, di assorbire gli shock economici asimmetrici. I benefici, d'altro canto, sono relativi ad una maggiore trasparenza che segue l'introduzione di una moneta comune. Degno di nota risulta essere anche il contributo di McKinnon, relativo alla correlazione negativa tra apertura dell'economia e indipendenza della politica monetaria. Tale analisi presenta molteplici punti di forza: permette di inserire ulteriori benefici politici, quindi non economici, rilevanti. Inoltre, proprio attraverso questa analisi, risulta essere di poco conto la critica mossa contro tale teoria di non riuscire a prevedere in maniera accurata il numero delle aree valutarie, ben più elevato di quello che un'implementazione empirica del principio dell'area valutaria ottimale sembrerebbe suggerire. È possibile concludere che nazioni con economie particolarmente aperte, tipicamente quelle più piccole, tendono maggiormente a riscontrare benefici dall'adozione di

una moneta unica, come risulta evidente anche da una semplice analisi empirica.

### **I criteri di Maastricht e la teoria delle aree valutarie ottimali**

I criteri sanciti all'interno del Trattato di Maastricht rappresentano la pietra miliare dell'unione monetaria europea. Il trattato non fa riferimento direttamente ai criteri sanciti dalla teoria delle aree valutarie ottimali e devono essere letti in una prospettiva differente rispetto alla mera applicazione di questi ultimi. Nello specifico, il desiderio di far parte di un'unione monetaria è, generalmente, assunto come dato all'interno del trattato, il cui scopo è sostanzialmente quello di assicurarsi che il paese, intenzionato a far parte dell'area valutaria, ne sia anche in grado, in termini di struttura economica e politica e di stabilità. In particolare, il raggiungimento degli obiettivi, previsti dal Trattato (deficit pari a 3 per cento del PIL e ammontare totale di debito pari al 60 per cento del prodotto interno lordo), rappresenterebbe un incentivo per tutti gli stati aderenti ad adottare un processo di riforma, specialmente in ambito fiscale. In questo modo, verrebbe anche garantita la convergenza a livello europeo in termini di politica fiscale, auspicabile in un regime monetario comune.

Necessaria risulta essere la distinzione tra paesi cosiddetti "core" e uno o più paesi cosiddetti "periferici". In questi termini, i criteri relativi sanciti dalla teoria dell'area valutaria ottimale possono essere letti in due ottiche differenti; la prima è relativa al fatto che l'assetto dell'UE possa essere in linea, in termini di omogeneità, con la distinzione tra paesi "core" e paesi "periferici", la seconda ha, invece, a che fare con il tentativo di giustificare la scelta dei cosiddetti paesi "outs"<sup>38</sup>.

Concetto cardine della nostra analisi è quello dell'asimmetria tra i paesi membri attraverso l'esperienza stocastica. Un approccio degno di nota è quello di Blanchard e Quah (1989), relativo all'utilizzo degli SVAR; un altro è, invece,

---

<sup>38</sup> Con tale termine si vogliono indicare i paesi non aderenti all'area euro ma alla sola comunità europea.

legato ai cicli economici dei paesi e al loro sincronismo. Quasi tutti gli approcci utilizzabili partono dalla distinzione tra paesi core e paesi periferici<sup>39</sup>. In generale, la Gran Bretagna ha sperimentato, tuttavia, cicli economici non in linea con quelli dei principali paesi dell'Europa continentale.

## Un ulteriore approccio

Basata sui principi delle aree valutarie ottimali è anche l'analisi di Artis e Zhang del 2002. Tale studio individua sei variabili fondamentali, misurate adottando come benchmark i valori relativi alla Germania: inflazione relativa, correlazione incrociata del ciclo economico, performance del mercato del lavoro, volatilità del tasso di cambio in termini reali, correlazione della politica monetaria ed intensità degli scambi. Tale studio individua tre macro classi e degli specifici coefficienti per ogni nazione, come mostrato dalla seguente tabella:

	Two clusters				Three clusters				
	I	II	Cluster vector	Silhouettes: s(i)	I	II	III	Cluster vector	Silhouettes: s(i)
France	80.2	19.8	I	0.31	62.7	19.9	17.4	I	0.25
Italy	27.0	73.0	II	0.42	11.6	18.5	69.9	III	0.48
Netherlands	89.0	11.0	I	0.75	87.3	7.0	5.7	I	0.71
Belgium	91.9	8.1	I	0.68	87.9	6.1	6.0	I	0.68
Denmark	42.2	57.8	II	0.18	22.8	58.7	18.5	II	0.51
Austria	78.7	21.3	I	0.59	66.7	16.2	17.1	I	0.59
Ireland	17.4	82.6	II	0.61	8.4	75.8	15.8	II	0.59
Spain	13.0	87.0	II	0.68	8.1	28.7	63.2	III	0.30
Portugal	17.4	82.6	II	0.64	2.1	4.9	93.0	III	0.70
Sweden	5.6	94.4	II	0.72	3.2	86.8	10.0	II	0.54
Finland	18.5	81.5	II	0.64	6.1	82.5	11.4	II	0.70
Greece	25.9	74.1	II	0.56	8.1	15.5	76.4	III	0.64
UK	15.3	84.7	II	0.67	5.3	82.9	11.8	II	0.66
Average silhouette width per cluster	0.58	0.57			0.56	0.53	0.60		
Average silhouette width of whole data set	0.57				0.57				
Normalized Dunn coefficient	0.43				0.45				

Un'analisi "fuzzy clustering" con i criteri della teoria AVO.

Fonte: Artis e Zhang (2002).

<sup>39</sup> Un'eccezione può essere fatta per gli studi di Engle e Kozicki (1993) e quelli di Rubin e Thygesen (1996).

I raggruppamenti vengono definiti come “core”, periferie settentrionali e meridionali. I paesi, facenti parte dei gruppi periferici, trarrebbero meno beneficio dalla partecipazione all’area euro. Inoltre, la posizione delle cosiddette nazioni “out”, Svezia e Gran Bretagna, sembrano trovare spiegazione nella teoria delle aree valutarie ottimali. D’altro canto, mentre la posizione della Danimarca è piuttosto ambigua, due paesi della periferia settentrionale, ovvero Irlanda e Finlandia, presentano elementi di contatto con le nazioni facenti parte della periferia sud: Italia, Spagna, Portogallo e Grecia. Come sottolinea lo studio di Krugman, tuttavia, tali risultati non indicano necessariamente che questa teoria sia debole, bensì lasciano intravedere la presenza di ulteriori benefici derivanti dalla partecipazione all’area euro, non direttamente contemplati dalla teoria. Dall’osservazione della nostra tabella, possiamo notare come, nel 1999, la periferia meridionale, nel suo complesso, presentasse una deviazione positiva insieme con Irlanda e Olanda. Nel 2000, anche la Finlandia sembrò evidenziarla. I paesi “core” tendono ad avere parametri vicini ed in linea l’uno con l’altro. In conclusione, è necessario prendere in considerazione anche le condizioni economiche di partenza di ogni singolo paese, quantomeno per interpretare correttamente i dati.

### **La critica di Lucas**

L’utilità dei criteri, sanciti dalla teoria delle aree valutarie ottimali nel contesto dell’Unione monetaria ed economica europea, dipende strettamente dalla possibilità di attuare analisi prospettiche, basate sull’implementazione di dati passati. Tuttavia, appare evidente come funzionale ad assumere la decisione di aderire o meno ad un’unione monetaria non sia l’esperienza empirica passata, quanto le prospettive future. In quest’ottica, è possibile applicare una critica di Lucas: i criteri della teoria AVO possono essere “endogeni”, intendendo con questo che possano essere più semplici da soddisfare dopo la realizzazione dell’unione monetaria piuttosto che prima. Due sono le ragioni fondamentali relative a questo effetto endogeneità:

- la politica monetaria: la prima fonte di shock idiosincratichi è una politica idiosincratICA. In questo senso, la ragione dell'“eccezionalità” dell'esempio inglese, se analizzato in relazione al suo ciclo economico, è da ricercarsi nel fatto che l'indipendenza, in termini di politica monetaria, produca di per sé shock economici indipendenti. Sebbene questo ragionamento sembri essere, a prima vista, piuttosto illogico (lo scopo della politica monetaria è la stabilizzazione degli shock), tuttavia, questa argomentazione sembrerebbe trovare forza da due osservazioni. La prima è relativa al fatto che la disciplina dello SME abbia portato ad una forte sincronizzazione dei cicli economici tra i paesi membri. La seconda è che ci sono forti elementi che sembrerebbero suggerire come la politica inglese, nei due decenni precedenti all'adozione di un inflation targeting puro, sia stata piuttosto instabile. Nessuna delle due argomentazioni, tuttavia, risulta essere effettivamente conclusiva.
- il canale del commercio: l'unione monetaria dovrebbe essere fonte di maggiore commercio tra i paesi. Questo avviene perché i costi di transazione sono ridotti e la volatilità dei tassi di cambio viene eliminata. Nell'ottica dell'analisi costi-benefici di Krugman, l'aumento del commercio internazionale aumenta di per sé il beneficio netto legato all'adesione ad un'area valutaria. La critica endogena estremizza ulteriormente il discorso, sottolineando come si assista anche ad una riduzione dei costi e non solo ad un aumento dei benefici. Inoltre, il commercio tra paesi membri promuove la specializzazione e favorisce la delocalizzazione di parte dei processi produttivi all'interno dell'Europa. A tal proposito deve essere evidenziato uno studio di Rose del 2000, svolto mediante l'utilizzo di numerosi dati panel, capace di sottolineare come l'unione monetaria generi un aumento del commercio di tre o quattro volte superiore rispetto a quello che si potrebbe ottenere semplicemente riducendo la volatilità del tasso di cambio a zero.

Un'ulteriore questione è quella relativa all'integrazione del mercato dei capitali ottenibile mediante l'adozione di una moneta unica. I primi anni della UEM sono stati piuttosto deludenti rispetto a quanto previsto per quanto concerne il loro

impatto sul mercato dei capitali. Questo è da ricollegarsi alla persistenza di differenze in ambito giuridico e ostacoli pratici. Infine un'ulteriore querelle è da ricollegarsi alla capacità del tasso di cambio di essere o meno un buon assorbitore di shock economici. Artis e Ehrmann, in un lavoro del 2000, hanno tentato di rispondere a questo quesito, utilizzando il modello SVAR e i dati relativi a quattro economie aperte, aventi a che fare con unioni monetarie o alternative similari con grandi paesi. Lo scopo dell'analisi è di vedere se la politica monetaria abbia effetti sull'output e l'inflazione, qualora il tasso di cambio estero assorba gli shock di domanda e di offerta oppure no.

In definitiva, l'unione monetaria europea rappresenta un interessante esperimento. Alcune nazioni hanno deciso di aderirvi, sebbene i criteri delle aree valutarie ottimali suggerissero maggiore cautela, altre, come Svezia e Gran Bretagna, in linea con quanto affermato da tale teoria, hanno deciso di non entrarvi a far parte. Tuttavia, risulta chiaro come i criteri della teoria AVO non siano i soli a dover essere considerati nella decisione se aderire o meno all'unione monetaria.

### **Ulteriori considerazioni: mobilità della forza lavoro e federalismo fiscale**

Considerazioni aggiuntive devono essere fatte circa la tematica della mobilità della forza lavoro in Europa e della presenza di eventuali ostacoli ad essa. Le principali barriere, al giorno d'oggi, non sono più imposte dai controlli alle frontiere bensì, piuttosto, da differenze di lingua e di cultura, molto più di quanto avviene, per esempio, tra le regioni degli Stati Uniti. In particolare, uno studio econometrico di Barry Eichengreen, dell'Università della California a Berkeley, ha confrontato la struttura della disoccupazione nelle regioni statunitensi con quella dei paesi UE, notando come le differenze tra i tassi di disoccupazione regionale siano più piccole e meno persistenti negli USA rispetto all'Unione Europea.



Degna di nota, infine, risulta essere la capacità, al fine di valutare l'area Euro, di trasferire risorse economiche da membri con economie in buona salute a quelli soggetti a crisi. In linea con quanto fatto precedentemente, è possibile attuare un confronto con quanto avviene all'interno degli Stati Uniti, in cui sono previsti aiuti finanziari da Washington, sotto forma di sussidi e trasferimenti federali, agli stati relativamente poveri con la tassazione riscossa in altri. Questo federalismo fiscale può aiutare a bilanciare la perdita di stabilità economica, dovuta ai tassi di cambio fissi. All'interno dell'UE è possibile attuare tale federalismo solo su scala molto limitata anche alla luce delle pressioni politiche di stati forti e ricchi che non sono intenzionati a pagare maggiori tasse per sostenere trasferimenti a nazioni più deboli.

### **Considerazioni finali**

L'esperimento della moneta unica europea rappresenta un coraggioso tentativo di beneficiare dei guadagni in termini di efficienza derivanti dalla creazione di un mercato comune tra paesi sovrani e di grandi dimensioni. È possibile concludere che l'Europa non sia effettivamente un'area valutaria ottimale, di conseguenza eventi economici asimmetrici originatesi in paesi al di fuori dell'area dell'Euro potrebbero necessitare di interventi indipendenti e mirati da parte dei singoli stati nazionali. Tutto ciò, con l'adozione di una politica monetaria unica e centralizzata, non risulta possibile. Un potenziale problema, collegato al precedente, è relativo al fatto che, spesso e volentieri, l'integrazione politica sia stata ben più lenta di quella monetaria. In particolare, la tendenza, da parte di molti stati all'interno della comunità, ad affermare e a rivendicare la propria sovranità nazionale è coincisa con comportamenti egoistici. Inoltre, la mancanza di un forte centro politico nell'UE potrebbe limitare la legittimità della BCE agli occhi del pubblico europeo, in parte, neutralizzando gli effetti benefici del suo intervento.

In gran parte dei maggiori paesi dell'Unione Europea, i mercati del lavoro risultano essere fortemente sindacalizzati e soggetti a regolamentazioni pubbliche che impediscono la mobilità del lavoro tra settori e regioni. Il

risultato è una disoccupazione persistentemente alta. I sostenitori dell'euro hanno evidenziato come la moneta unica, rimuovendo la possibilità di riallineamenti tra le valute dell'UEM avrebbe imposto una disciplina alle richieste salariali dei lavoratori e accelerato la riallocazione del lavoro tra le economie nazionali. Tuttavia, come sottolineato precedentemente, le barriere e gli ostacoli rimangono ancora molti.

Infine, la crisi del debito del 2010 ha evidenziato alcuni problemi strutturali all'interno dell'area. La caratteristica di unione monetaria ibrida dell'UE, legata ad una forma di "commistione" tra un regime di tassi di cambio fissi e uno di tassi flessibili, ha fatto sì che si evidenziassero le criticità di entrambi i modelli. È possibile sottolineare come la mancata oscillazione dei tassi di cambio all'interno dell'area Euro abbia portato un disallineamento in termini di bilancia dei pagamenti tra i paesi. In particolare, stati, come la Germania, si trovano in forte surplus di bilancia dei pagamenti, senza che a questo segua un apprezzamento del tasso di cambio. Tutto ciò a detrimento di paesi quali l'Italia, la Spagna e il Portogallo che hanno riscontrato gravi problematiche.

## CONCLUSIONI

Attraverso il presente elaborato si è voluto, in definitiva, non solo inserire l'esperienza europea all'interno di un quadro e di un panorama teorico ben preciso ma anche, e soprattutto, valutarne le prospettive e la portata futura. In tal senso, il terzo capitolo si pone come obiettivo la risoluzione della querelle relativa alla possibilità di configurare o meno l'euro all'interno della teoria delle aree valutarie ottimali, sottolineando le problematiche legate alla nostra moneta unica che non ne permettano l'inquadramento in tale prospettiva. Al di là della mera risposta a tale interrogativo, tuttavia, ciò che preme particolarmente, alla luce dei tragici risvolti economici attuali, è l'analisi delle criticità della zona euro. Le problematiche emerse negli ultimi anni sono, in particolare, relative al disallineamento tra gli andamenti economici delle varie nazioni, fenomeno non di certo in linea con gli interventi di armonizzazione e la ricerca di sincronia tra i cicli produttivi delle singole nazioni. Sempre nel terzo capitolo, a conclusione di tale ragionamento, si è voluto evidenziare come le problematiche siano anche di natura più strettamente politica: rivendicazioni da parte dei singoli stati di una maggior indipendenza fiscale e monetaria, scarsa propensione da parte dei paesi più ricchi a trasferire risorse verso quelli in difficoltà, forti squilibri in termini di capacità e velocità del processo politico di riforma istituzionale. Degne di nota risultano essere, inoltre, tematiche quali quelle degli squilibri economici tra paesi, dovuti all'adozione di tassi di cambio fissi tra le singole monete nazionali, e quelle legate alla mobilità della forza lavoro all'interno della UE nonché al volume degli scambi commerciali.

In definitiva, l'esperimento europeo rappresenta ancora oggi un cantiere a cielo aperto e un processo di armonizzazione in continuo divenire, la cui portata storica è indubbia. Tuttavia, risulta necessaria una forte rimodulazione dell'assetto e degli equilibri politici, fiscali ed economici al suo interno soprattutto in un momento di forte difficoltà e crisi, che ben si presta al sorgere di forze destabilizzanti e disgreganti. In definitiva, l'originalità dell'esperienza europea non può essere circoscritta e limitata a una mera analisi in termini di

costi-benefici sancita dalla teoria delle aree valutarie ottimali bensì deve essere inserita in un più ampio e complesso discorso politico ed economico.

## BIBLIOGRAFIA

DE GRAUWE P. (2012), *Economia dell'Unione Monetaria*, Il Mulino

KRUGMAN P.R., OBSTFELD M., MELITZ M.J. (2012), *Economia Internazionale 2*, Pearson, pp. 375-405

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

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

DELLAS H., TAVLAS G.S. (2009), *An optimum-currency-area odyssey*, Journal of International Money and Finance 28, pp. 1117-1137

HORVATH J. (2003), *Optimum currency area theory: A selective view*, Bank of Finland

ARTIS M.J. (2003), *Reflections on the optimal currency area (OCA) criteria in the light of EMU*, International Journal of Finance and Economics, pp. 297-307

BLANCHARD O. (2006), *Portugal, Italy, Spain and Germany. The implications of a suboptimal currency area*, WEL-MIT meeting, NYC

EDISON H.J. (1986), *Is the ECU an optimal currency basket?*, International Finance Discussion Papers, no. 282,

### **Consultazione dei seguenti siti:**

<http://europa.eu>

<https://www.ecb.europa.eu>

[www.treccani.it](http://www.treccani.it)