



DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT

CATTEDRA: MACROECONOMIA E POLITICA ECONOMICA

**PROBLEMI DELL' UNIONE MONETARIA EUROPEA NELL'OTTICA DELLA TEORIA  
DELL'AREA VALUTARIA OTTIMALE E POSSIBILI RISVOLTI**

RELATORE:

Prof. Pietro Reichlin

CANDIDATO:

Adriano Vernuccio

194411

Anno Accademico

2016-2017

# INDICE

INTRODUZIONE .....	3
I.ORIGINI DELL'UNIONE MONETARIA EUROPEA E BCE .....	5
1.Nascita dell'Unione Monetaria Europea.....	5
1.1 Verso l'integrazione Europea .....	5
1.2 L'Unione Europea e l'euro .....	7
2.Il Trattato di Maastricht .....	8
3.Caratteristiche e ruolo della BCE .....	12
3.1 L'influenza del modello tedesco .....	12
3.2 BCE ed Eurosystema .....	13
3.3 Politica monetaria e strumenti di realizzazione.....	14
II.TEORIA DELL'AREA VALUTARIA OTTIMALE, COSTI BENEFICI E CONFRONTO .....	17
1. I principali esponenti della teoria dell'AVO .....	18
1.1 Mundell: il dominio dell'Area Valutaria Ottimale .....	18
1.2 Mckinnon: il grado di apertura dell'economia .....	22
1.3 Kenen: La diversificazione del prodotto.....	25
2. Approccio empirico alla teoria AVO: Alesina e Barro .....	25
3. Costi e benefici dell'unione monetaria: Paul De Grauwe .....	30
4. Costi e benefici a confronto .....	35
5. Conclusioni .....	39
III.OSTACOLI AD UN'UNIONE MONETARIA COMPLETA ED OTTIMALE: CASO DELL'UNIONE MONETARIA EUROPEA.....	40
1. I problemi dell'Unione Monetaria Europea .....	41
1.1 Gli errori dell'UEM.....	41
1.2 Elementi essenziali per il funzionamento di un'unione monetaria .....	43
1.3 Insegnamenti dal passato .....	45
2. Come completare l'Unione Monetaria Europea.....	48
3. I difetti della politica monetaria europea .....	50
3.1 Valutazione critica della politica monetaria europea .....	50
3.2 L'Unione Bancaria Europea .....	54
4. Il ruolo delle politiche fiscali.....	55
5. Le soluzioni di Joseph Stiglitz .....	57
CONCLUSIONE.....	61



# INTRODUZIONE

All'indomani della seconda guerra mondiale, la necessità di evitare l'avvento di nuove catastrofi spinse i vari paesi ad iniziare una collaborazione tra essi. L'idea iniziale era quella di un ampliamento dei mercati per favorire l'economia dei paesi. Da questa prima intuizione, iniziò il lungo percorso che ha portato alla nascita dell'Unione Europea e dell'Unione Monetaria Europea.

Il tentativo di dar vita ad un'entità sovranazionale così estesa, che fosse in grado di conciliare le diverse idee in ambito economico, fiscale, politico e sociale, dei vari paesi, rappresentava una scommessa, ma allo stesso tempo l'occasione per garantire pace e stabilità in futuro.

Questa scommessa per diversi decenni sembrava essere stata vinta. In seguito a diverse fasi temporali, che hanno visto la nascita di svariati accordi tesi a rafforzare le politiche di convergenza economica fra gli Stati membri si giunse alla nascita della moneta unica.

Ciò ha definitivamente aumentato i rapporti commerciali tra i paesi membri e l'assenza di costi di transazione derivanti dal tasso di cambio aveva ridotto l'incertezza sul futuro e favorito in maniera incisiva la crescita del commercio, con la quale si puntava a migliorare l'integrazione economica e politica tra i paesi.

Tuttavia, la crisi finanziaria del 2008 e quella dei debiti sovrani nel 2011, hanno messo alla luce tutti i difetti e i limiti della costruzione europea. La mancanza di strumenti essenziali per combattere gli shock asimmetrici, l'inadeguatezza delle politiche europee e i forti vincoli del mandato della BCE, hanno fatto sì che i paesi si trovassero impreparati per affrontare la crisi, dando inizio così, al periodo buio dell'Unione Monetaria Europea.

Già prima della nascita della moneta unica, diversi economisti, tra cui vari premi Nobel, affermavano che l'idea di adottare un'unica valuta non avrebbe giovato all'Europa e ai suoi membri. In Europa non vi erano le condizioni di base per creare un'area valutaria ottimale, la mancanza di flessibilità di salari e prezzi, e della mobilità del lavoro, avrebbero fatto in modo che, i costi derivanti dall'entrata nell'Unione Monetaria sarebbero stati maggiori dei relativi benefici. Così accadde.

La crisi insieme alle politiche dell'Austerità (che sono state utilizzate per affrontarla, portando a scarsi risultati) hanno fomentato la nascita di un clima di divergenza e contrasti tra i paesi dell'Unione.

Il problema fondamentale è stato che l'integrazione economica ha anticipato di gran lunga quella politica e sociale, in più la mancanza di solidarietà tra i paesi e della disponibilità di cedere parte del proprio potere a favore di istituzioni sovranazionali ha impedito efficaci politiche di coesione fra gli Stati e di reazione alla crisi. Con questi presupposti, oggi, la moneta comune sta minacciando il futuro dell'Europa.

Sarà necessario che le istituzioni europee facciano di più di quello fatto fino ad ora, e che tentino degli approcci diversi (dato il fallimento dell'Austerità) per riportare L'Eurozona a crescere.

In quest'ottica il lavoro parte da un breve excursus di quello che è stato il percorso che ha portato alla nascita dell'Europa e dell'Unione Monetaria Europea, soffermandosi sull'analisi del Trattato di Maastricht, i cui

vincoli sembra abbiano aggravato l'effetto della crisi, e sul ruolo della BCE, altrettanto determinante per il destino dell'Unione Monetaria.

Nel secondo capitolo verrà trattata un'approfondita analisi della teoria dell'area valutaria ottimale (AVO), partendo dal suo fondatore Mundell e passando per i principali economisti che hanno portato un valore aggiunto all'estensione di tale teoria. La teoria AVO ci servirà a comprendere quali sono gli elementi fondamentali per far sì che un'area valutaria funzioni in maniera efficace e quali siano i costi e i benefici che una tale costruzione comporta per i suoi membri.

Con queste conoscenze il capitolo terzo, si pone lo scopo di valutare in maniera critica i difetti dell'Unione Monetaria Europea e di individuare gli accorgimenti per contrastare i problemi dell'Eurozona, al fine di promuovere la sua crescita e stabilità.

# I

## Origini dell'Unione Monetaria Europea e BCE

### 1. Nascita dell'unione monetaria Europea

#### 1.1 Verso l'integrazione Europea

Nel secondo dopoguerra, la generazione che aveva vissuto due conflitti mondiali, rappresentata da uomini come i francesi Robert Schuman e Jean Monnet, gli italiani Alcide De Gasperi e Altiero Spinelli, il tedesco Conrad Adenauer e il belga Paul-Henri Spaak, iniziò un cammino verso l'integrazione economica che da lì a breve avrebbe portato alla nascita dell'Unione Europea<sup>1</sup>.

L'obiettivo primario all'inizio fu quello di realizzare un ampliamento dei mercati, si reputava infatti che solo mercati più ampi e imprese di maggiori dimensioni potessero assicurare economie di scala e un aumento della produttività. Sotto questa ottica, fino ad all'ora, l'Oece<sup>2</sup> svolse un ruolo importante, fu una palestra di cooperazione economica che consentì di compilare statistiche a livello europeo e di prevedere una progressiva liberalizzazione degli scambi. Ma la rivalità presente tra gli stati europei impedì il conseguimento di buoni risultati sulla strada dell'ampliamento dei mercati.

Il primo passo verso il lungo percorso che porterà alla nascita dell'Unione Europea, fu compiuto da tre piccoli stati, Belgio, Paesi Bassi e Lussemburgo.

Essi diedero vita nel 1948 ad un'unione doganale chiamata Benelux, la quale promuoveva la libera circolazione delle merci al suo interno e stabilì un'unica barriera doganale esterna.

Qualche anno più tardi, nel 1951, su iniziativa del ministro degli esteri francese Robert Schuman, fu fondata con il trattato di Parigi la Comunità europea del carbone e dell'acciaio (Ceca), con il fine di dar vita ad un'unione doganale per il minerale ferroso, il carbone, il coke e l'acciaio esercitando controllo su produzione e vendita di quei beni.

I paesi che ne presero parte furono la Francia, la Germania occidentale, l'Italia e i paesi che formavano il Benelux. La comunità raggiunse buoni risultati portando ad un incremento del commercio e della produzione dell'acciaio da 34 a 56 milioni di tonnellate fra il 1950 e 1958 quando Stati Uniti e Gran Bretagna ne producevano rispettivamente 77 e 20 milioni.

Decisivi per la realizzazione dell'integrazione Europea furono i trattati di Roma, che nel 25 marzo 1957 portarono alla nascita della Comunità economica Europea(CEE) -o Mercato comune europeo(MEC)- e della Comunità europea per l'energia atomica(CEEA).

---

<sup>1</sup> De Simone Ennio (2014). *Storia economica, dalla rivoluzione industriale alla rivoluzione informatica*, FrancoAngeli, Milano, Pp 271-293.

<sup>2</sup> L'organizzazione per la cooperazione Economica Europea (OECE) è stata la prima organizzazione sovranazionale a svilupparsi in Europa dopo il secondo dopoguerra, con il fine di controllare la distribuzione degli aiuti del Piano Marshall e favorire cooperazione e collaborazione fra i paesi membri.

Tra queste, maggior rilievo ebbe il Mercato comune, esso puntava a realizzare la libera circolazione delle merci, dei lavoratori, dei capitali e dei servizi entro 12 anni, con riferimento alla disciplina della concorrenza e alla limitazione degli aiuti statali alle imprese.

Per raggiungere tale scopo era necessario intervenire prima di tutto nella abolizione dei dazi doganali e delle restrizioni quantitative degli scambi al fine di creare le condizioni base per il libero commercio, la libera concorrenza e la pratica di politiche comuni nei vari campi dell'economia. I risultati non tardarono ad arrivare e nel 1968, in anticipo rispetto ai tempi previsti, i dazi tra gli stati membri furono completamente eliminati.

Intanto la Gran Bretagna, invitata a prendere parte del nuovo organismo, non vi aderì, questo perché preferiva non rinunciare a parte della propria sovranità e ai suoi legami particolari con i paesi del Commonwealth<sup>3</sup>.

Tuttavia, non essendo contraria all'istituzione di semplici aree di libero scambio, nel 1960 promosse insieme ai paesi scandinavi, alla Svizzera, all'Austria e al Portogallo, l'Associazione europea di libero scambio (EFTA), con il solito fine di promuovere il libero scambio e l'integrazione economica tra i paesi membri attraverso la soppressione delle imposte doganali sull'import-export.

Per la Gran Bretagna però l'associazione non durò molto, qualche anno dopo infatti chiese di entrare a far parte del Mercato comune uscendo dall'EFTA. Il suo ingresso in seguito all'opposizione della Francia avvenne solo nel 1973, insieme a quelli dell'Irlanda e della Danimarca, seguiti poi negli anni ottanta dagli ingressi di Grecia, Spagna e Portogallo e in fine nel 1995 da Austria, Finlandia e Svezia.

La Comunità portò a una grande crescita economica dei paesi membri, tutti gli indicatori economici mostrarono un andamento che ha del miracoloso e il Pil non fece che aumentare a tassi mai raggiunti né in periodi precedenti né in quelli successivi.

Oltre all'industria anche l'agricoltura conobbe un forte sviluppo che portò la Comunità ad essere autosufficiente rispetto a diversi prodotti. A tutto ciò conseguì un aumento del commercio estero dei paesi della Cee che crebbe di 2,4 volte fra il 1953 e il 1962, periodo in cui essi controllavano il 24% del commercio mondiale<sup>4</sup>.

## **1.2 L'Unione Europea e l'euro**

Le crisi petrolifere degli anni Settanta e il crollo del sistema dei cambi fissi di Bretton Woods ebbe delle ripercussioni in maniera particolare tra i paesi dell'Europa occidentale. Rispetto agli anni precedenti il Pil pro capite tra il 1973 e il 2003 aumentò dell'1,9 per cento all'anno, ovvero meno della metà, inoltre anche la produttività del lavoro cominciò a diminuire insieme alla crescita demografica.

---

<sup>3</sup> Organizzazione internazionale fra stati che hanno fatto parte in passato dell'impero britannico, con il fine di favorire rapporti economici, culturali e politici.

<sup>4</sup> De Simone Ennio (2014), *Storia economica, dalla rivoluzione industriale alla rivoluzione informatica*, FrancoAngeli, Milano, Pp 271-293.

I principali problemi che affliggevano l'economia europea erano la disoccupazione e l'inflazione, la prima raggiunse livelli altissimi tra il 1994 e 1998 oscillando intorno all'11%. Tale disoccupazione fu sostenuta grazie ai sistemi di provvidenza sociale che però portarono ad un incremento del debito pubblico.

Per di più dobbiamo ricordare che il tenore di vita raggiunto dagli europei e l'elevato costo del lavoro, conseguente alle conquiste sindacali, portarono a una riduzione del grado di competitività dei prodotti europei sul mercato mondiale, dove iniziarono ad affacciarsi in misura sempre maggiore i prodotti a basso costo dei paesi in via di sviluppo.

Per quanto riguarda la lotta all'inflazione, il suo aumento spropositato in alcuni paesi della comunità indusse i governi a disinteressarsi all'attuazione di una politica efficace per combattere la disoccupazione, e a preoccuparsi in prima istanza alla stabilità dei prezzi. Per evitare che l'inflazione si trasformasse in iperinflazione si adottarono misure restrittive nella concessione del credito, che però non favorirono nuovi investimenti e quindi la creazione di nuovi posti di lavoro. Tuttavia le politiche deflazionistiche ebbero l'effetto sperato causando, a partire dalla metà degli anni ottanta, una riduzione dell'inflazione fino al 2% nel periodo tra il 1994 e il 1998 e a rimanere tale anche negli anni successivi.

La lotta all'inflazione oltre a diminuire il livello che aveva raggiunto dopo le crisi petrolifere, aveva un altro obiettivo che i paesi europei si erano prefissati, ovvero quello di realizzare l'unione monetaria.

L'idea era nata già nel 1970 ma fu accantonata in seguito alla crisi del sistema di Bretton Woods.

Se ne ricominciò a parlare solamente nel 1989, ma in questo intervallo di tempo i paesi europei si impegnarono a limitare le oscillazioni dei tassi di cambio tra le loro monete mediante appositi accordi.

Quello più importante che ricordiamo, istituito su impulso del presidente francese Giscard d'Estaing e dal cancelliere tedesco Helmut Schmidt, è la costituzione del Sistema monetario europeo (Sme), entrato in vigore nel 1979, prevedeva la fissazione di una parità tra le monete aderenti e la possibilità di oscillazione del 2,25% in più o in meno.

Le parità furono stabilite attraverso una nuova unità di conto, l'Ecu<sup>5</sup> (*European currency unit*), composta da un paniere di monete europee rispetto al quale veniva calcolata la parità.

Lo Sme prevedeva che nel caso in cui una moneta subisse una forte rivalutazione o svalutazione rispetto al paniere, il governo nazionale si impegnava ad adottare le politiche monetarie necessarie a riportare l'equilibrio di cambio entro la banda.

Lo Sme conseguì discreti risultati fino al 1992, anno in cui entrò in crisi. Proprio in tale anno veniva stipulato il trattato di Maastricht (Olanda) con il quale la Comunità economica si sarebbe trasformata in Unione Europea (UE), con lo scopo di perseguire un'unione politica, economica e monetaria. Così fu decisa l'introduzione di una moneta unica, l'euro, e vennero fissati rigidi criteri di convergenza che i paesi dovevano adottare e rispettare al fine di aderire alla nuova moneta. Tali criteri, che esamineremo nello specifico nel prossimo paragrafo, puntavano essenzialmente ad assicurare la stabilità della nuova moneta.

---

<sup>5</sup> Il valore dell'ECU era calcolato come media ponderata delle valute che la compongono, ognuna relazionata all'importanza economica del paese corrispondente. La valuta con più peso era quella tedesca.

L' euro fu introdotto nel 1999 come moneta di conto<sup>6</sup> e nel 2002 come moneta effettiva, tale evento segnava il completamento dell'unione economica monetaria dell'unione europea (UEM), con la speranza di fare concorrenza al dollaro come moneta internazionale. Fu adottato da 12 paesi su 15 con la significativa eccezione della Gran Bretagna che continuò ad adottare la sterlina. L'emissione della moneta è stata affidata alla Banca centrale europea (BCE), la quale svolge in primis il compito di attuare e definire la politica monetaria nell'area dell'euro (Eurozona), nonché quello di garantir la stabilità dei prezzi e il potere d'acquisto della moneta.

L'unione europea conta oggi 28 Stati, tra questi solo 19 paesi hanno deciso di adottare l'euro e cioè Francia, Germania, Italia, Belgio, Olanda, Lussemburgo, Spagna, Portogallo, Irlanda, Austria, Grecia, Finlandia, Slovacchia, Slovenia, Malta, Cipro, Estonia, Lettonia e Lituania.

## **2. Il Trattato di Maastricht**

Come abbiamo visto nel precedente paragrafo, il Trattato di Maastricht ha assunto un ruolo centrale ponendo le basi per lo sviluppo dell'integrazione monetaria in Europa.

Il Trattato mirava a dare inizio a un periodo di convergenza a cui ogni economia nazionale, che voleva entrare a far parte dell'unione monetaria, doveva sottostare, puntando al soddisfacimento dei criteri di convergenza esplicitati dagli articoli del trattato. Tali criteri erano e sono principalmente 5:

- 1) Il tasso d'inflazione del paese non deve superare di più del 1,5% la media dei tre tassi di inflazione più bassi degli stati membri;
- 2) Il tasso d'interesse a lungo termine del paese non deve superare di più del 2% la media osservata nei tre paesi con la minore inflazione.
- 3) Il paese deve aver aderito al Meccanismo del tasso di cambio (ERM)<sup>7</sup>, e non deve aver subito svalutazioni nei due anni precedenti l'entrata nell'unione.
- 4) Il disavanzo pubblico del paese non deve superare il 3% del Pil, nel caso in cui lo superasse, il paese dovrà impegnarsi a diminuire il rapporto in maniera continua e cospicua fino ad arrivare al 3%. Sono ammissibili deviazioni dalla norma di carattere eccezionale e temporaneo.
- 5) Il debito pubblico del paese non deve superare il 60% del Pil, nel caso in cui lo superasse, anche qui è previsto un impegno del paese per diminuire il valore del rapporto fino al 60%.

È importante sottolineare che la presenza di tali criteri per la nascita di un'unione monetaria non è richiamata da nessuna teoria, anzi, la teoria dell'area valutaria ottimale, che approfondiremo nel secondo capitolo, sottolinea come importante requisito per il successo di un'unione monetaria, sia la necessità di avere mercati del lavoro flessibili e un'accentuata mobilità del fattore lavoro.

---

<sup>6</sup> Ovvero utilizzata a fini contabili e per i pagamenti non in contanti.

<sup>7</sup> L'ERM, Exchange Rate Mechanism, fu introdotto nel 1979 con il fine di ridurre la variabilità del tasso di cambio ed ottenere una stabilità monetaria, in funzione dell'introduzione di una moneta unica.

Ci domandiamo allora cosa abbia spinto gli estensori del Trattato di Maastricht a concentrarsi così tanto sui criteri macroeconomici di convergenza.

Per quanto riguarda la convergenza dei tassi di inflazione, la risposta risiede principalmente nel timore che la futura unione monetaria avrebbe potuto determinare tensioni inflazionistiche.

Per spiegare tale timore ci avvaliamo del modello di Barro-Gordon<sup>8</sup> rappresentato graficamente nella figura 2.1<sup>9</sup>. Supponiamo l'esistenza di due paesi, Italia e Germania, entrambi identici tranne che per le preferenze dei propri responsabili della politica economica. Le autorità tedesche sono più interessate rispetto a quelle italiane alla riduzione dell'inflazione, ciò implica che le curve di indifferenza delle autorità tedesche sono piatte, mentre quelle delle autorità italiane sono più ripide. Il tasso di disoccupazione naturale,  $U_n$ , e il tasso di disoccupazione obiettivo,  $U^*$ , sono uguali in entrambi i paesi. Il livello di equilibrio dell'inflazione viene raggiunto in Germania nel punto  $E_G$  e in Italia nel punto  $E_I$ , con  $E_I > E_G$ .

Un'unione monetaria tra i due paesi porterebbe alla nascita di una banca centrale comune, da qui è possibile formulare due tesi:

- 1) Il paese a bassa inflazione, Germania, formando un'unione monetaria con un paese con un tasso d'inflazione più alto vede diminuire il proprio benessere, ciò perché la banca centrale cercherà di coniugare le preferenze medie dei partecipanti, portando, in questo caso, ad un aumento del tasso d'inflazione rispetto a quello tedesco (tra  $E_G$  e  $E_I$ ).
- 2) La seconda tesi è conseguenza della prima: come abbiamo visto in precedenza il paese con un tasso d'inflazione minore nel formare un'unione monetaria con l'Italia subisce delle perdite, ciò implica che per formare un'unione monetaria la Germania porrà delle condizioni. La banca centrale dell'unione dovrà rispecchiare le stesse preferenze della banca tedesca.

---

<sup>8</sup> La costruzione del modello Barro-Gordon parte dalla curva tradizionale di Philips aumentata per le aspettative inflazionistiche. Dunque viene messo in relazione come solo la variazione dell'inflazione inattesa faccia variare il tasso di disoccupazione. A questa base vengono introdotte le preferenze delle autorità monetarie. Per determinare l'equilibrio del modello si considerano le preferenze delle autorità e le curve di Philips. Con questo modello si mette in luce la rilevanza della credibilità della banca centrale per la politica monetaria. Gli impegni assunti dalla banca centrale risultano credibili solamente nel momento in cui essa non ha incentivi a barare. In assenza di credibilità, il modello mostra che l'economia sarà caratterizzata da tendenze inflazionistiche.

Per un'analisi più approfondita del modello si rimanda a: De grauwe Paolo (2012), *Economia dell'unione monetaria* pp. 56.

<sup>9</sup> Fonte del grafico: De grauwe Paolo (2012), *Economia dell'unione monetaria*, il Mulino, Bologna.

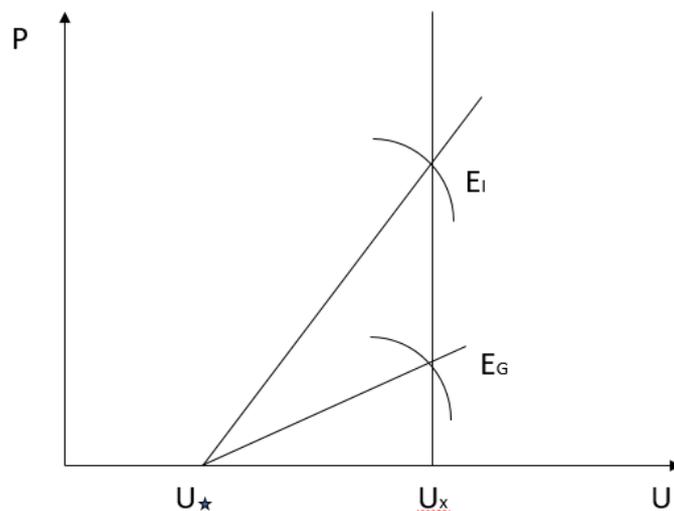


Fig. 2.1. L'effetto dell'inflazione nell'Unione Monetaria.

Le condizioni del trattato di Maastricht riguardanti l'ingresso dei paesi nell'UEM sono servite a verificare il peso che ciascun paese attribuiva all'inflazione, per fare ciò essi sono stati costretti ad intraprendere un processo deflazionistico per raggiungere il livello tedesco, dimostrando così il loro interesse verso l'inflazione e di essere idonei a far parte dell'UEM.

Allo stesso modo possiamo spiegare le ragioni dei criteri di convergenza riguardanti deficit e debito.

Considerando sempre due paesi, Italia e Germania. L'Italia ha un elevato rapporto debito/PIL e ciò crea un incentivo per il governo italiano a creare inflazione inattesa. Questo perché con un tasso d'inflazione inattesa il governo erode il valore dei titoli del debito pubblico (non essendo indicizzati) diminuendo le sue spese. Da questa situazione il paese con un debito più basso sarà svantaggiato, e richiederà che, il paese con alto debito, prima di entrare all'interno dell'unione, riduca il proprio rapporto debito/PIL.

Tale tesi dunque sostiene che un paese con alto valore del debito e deficit potrebbe causare un aumento dell'inflazione all'interno dell'unione, svantaggiando gli altri paesi membri.

Nel corso degli anni diversi economisti hanno criticato i valori del 3% e del 60%, cercando di trovarne i fondamenti razionali. Sembra che tali valori siano stati desunti dalla nota formula di determinazione del disavanzo di bilancio necessario per stabilizzare il debito pubblico<sup>10</sup>:

$$d = g * b$$

Dove  $b$  è il livello al quale deve essere stabilizzato il livello del debito pubblico (in percentuale del PIL),  $g$  è il tasso di crescita del PIL nominale e  $d$  è il disavanzo di bilancio.

Secondo i criteri del trattato, per far sì che il debito pubblico sia il 60% del PIL, il disavanzo del bilancio può essere portato al 3% del PIL soltanto se il tasso di crescita nominale del PIL è uguale al 5%.

<sup>10</sup> De grauwe Paolo (2012), *Economia dell'unione monetaria*, il Mulino, Bologna.

Rimane ancora da comprendere il perché il debito debba essere stabilizzato proprio al 60%, si pensa che tale valore derivi dal fatto che quello fosse il valore medio del rapporto debito/PIL dei paesi dell'Unione Europea in quel periodo. Inoltre il fatto che la formula dipenda dalla crescita nominale del PIL fa in modo che i paesi con una crescita maggiore abbiano la possibilità di avere disavanzi superiori per stabilizzare il debito al 60%. Dopo la spiegazione data ai criteri di inflazione e di bilancio del trattato di Maastricht non ci resta che affrontare l'argomento sulla convergenza dei tassi di cambio e quella dei tassi d'interesse. Iniziamo con il discutere del criterio di convergenza dei tassi di cambio.

Il fine di tale criterio era quello di vincolare ai paesi la manipolazione del cambio, per impedire il conseguimento di un'ammissione all'interno dell'unione con un tasso di cambio più favorevole, ovvero svalutato, in modo da accrescere la loro competitività. Tale criterio in realtà non venne applicato in maniera rigorosa, infatti già nel 1993 la banda di oscillazione, all'interno della quale poteva variare il cambio, venne innalzata dal  $2 \times 2,25\%$  al  $2 \times 15\%$ , evidenziando così la poca intransigenza del vincolo.

Per concludere, andiamo a studiare il criterio di convergenza dei tassi d'interesse. La motivazione principale all'imposizione di tale criterio, è che differenziali eccessivi nei tassi nel periodo subito antecedente alla data finale, avrebbero potuto portare a rilevanti guadagni/perdite in conto capitale<sup>11</sup>.

Tali guadagni e perdite avrebbero potuto causare ampie perturbazioni sui mercati dei capitali nazionali, per questa ragione era necessario ridurre il differenziale nei tassi prima dell'avvio dell'UEM.

In paesi come Spagna, Irlanda, Portogallo e Italia, i cui tassi d'interesse erano di solito molto elevati, ciò ha portato a forti cali dei tassi a lungo termine, contribuendo alla robusta ripresa di quelle economie nei primi mesi successivi all'avvio dell'EUM.

In generale possiamo dunque dire che, la strategia del trattato di Maastricht per creare l'UEM si è rivelata un successo. Il cammino verso l'unione monetaria si è fondata in primis su due fattori: gradualismo e convergenza<sup>12</sup>.

I problemi tecnici associati all'avvio dell'UEM sono stati risolti egregiamente, tra cui la decisione di annunciare i tassi di conversione già nel maggio 1998 ha portato alla stabilizzazione dei mercati europei dei cambi, stabilità che è stata mantenuta anche in seguito.

---

<sup>11</sup> Infatti se ipotizzassimo che alla data di ingresso nell'UEM il Regno Unito abbia un tasso sui titoli a lungo termine del 5% contro un tasso del 4% sugli stessi titoli in euro, essendo il tasso di cambio già fissato tra le due monete, i detentori dei titoli saranno incentivati ad effettuare operazioni di arbitraggio, cioè venderanno titoli in euro per acquistare quelli denominati in sterlina con un rendimento maggiore. Essendo l'operazione esente dal rischio di cambio, gli acquisti continueranno fino a quando i rendimenti si uguaglieranno, portando così a una caduta del prezzo dei titoli in euro e l'aumento di quelli in sterline. In tal modo chi deteneva eurobond subisce perdite, mentre chi deteneva titoli in sterline realizza guadagni in conto capitale.

<sup>12</sup> Il trattato di Maastricht prevedeva che alla data 1 gennaio 1999 un ECU sarebbe stato convertito con un euro. Allo stesso modo i tassi di conversione delle valute nazionali in euro sarebbero stati fissati al loro valore di mercato rispetto all'ECU. I tassi di conversione vennero annunciati un anno prima, 1998, per evitare bruschi cambiamenti nel valore delle monete, che avrebbero potuto generare ampie perdite e guadagni in conto capitale.

## **3.Caratteristiche e ruolo della BCE**

### **3.1 L'influenza del modello tedesco**

Pilastro essenziale, oltre al trattato di Maastricht, per il funzionamento del sistema monetario europeo, è la Banca centrale europea, fulcro della politica monetaria dell'Eurozona.

Al tempo della stesura del Trattato di Maastricht i paesi dell'unione potevano decidere tra due tipi di modelli di banca centrale, uno rappresentato dal modello anglo-francese e l'altro da quello tedesco. Essi differivano principalmente per due aspetti, uno riguardava gli obiettivi da perseguire e l'altro gli aspetti istituzionali del loro funzionamento. La differenza tra gli obiettivi consisteva nel fatto che a differenza del modello anglo-francese, che puntava al raggiungimento della stabilità dei prezzi, stabilizzazione del ciclo economico, mantenimento di un elevato livello di occupazione e stabilità finanziaria, il modello tedesco puntava in primis alla realizzazione della stabilità dei prezzi; mentre per gli aspetti istituzionali del funzionamento, nel modello anglo-francese la banca doveva sottostare all'approvazione del governo, mentre il modello tedesco si basava sull'indipendenza politica.

Osservando la composizione della BCE di oggi, possiamo affermare che il modello scelto è stato quello tedesco, per l'appunto art.105 del Trattato afferma che obiettivo principale della BCE è la stabilità dei prezzi, inoltre il Trattato riconosce che l'indipendenza politica è un requisito essenziale per assicurare il raggiungimento di tale obiettivo, riprendendo così le caratteristiche del modello della Bundesbank.

Il successo del modello tedesco può essere ricollegato a due ragioni, la prima riguarda lo sviluppo della teoria della «controrivoluzione monetarista», la seconda la posizione strategica assunta dalla Germania durante la formazione dell'UEM.

Negli anni settanta le politiche keynesiane<sup>13</sup> avevano prodotto tendenze inflazionistiche portando i teorici monetaristi ad attuare una controrivoluzione. Secondo la loro visione le autorità monetarie non sono in grado di diminuire il tasso di disoccupazione al di sotto del suo livello naturale, è possibile diminuirla ma solo temporaneamente, se volessero raggiungere tale obiettivo a livello permanente il prezzo da pagare sarebbe una sistematica tendenza inflazionistica. L'unico modo per diminuire il tasso di disoccupazione in maniera permanente è attraverso politiche strutturali, che riguardano la flessibilità del lavoro e il carico fiscale sul fattore produttivo, per tale ragione la banca centrale deve occuparsi unicamente di ciò che può controllare, ovvero la stabilità dei prezzi<sup>14</sup>.

Tale visione monetarista ha inoltre modificato il concetto di rapporto tra banca centrale e governo di uno stato. Infatti di solito politiche monetarie espansive, tese a stimolare l'economia, sono tipiche di politici che perseguono vantaggi elettorali di breve periodo, si dovrebbe dunque proteggere la banca centrale da tali interferenze politiche trasformandola in un organismo indipendente. Tali teorie sono state in seguito confermate dalla verifica empirica, che ha portato alla luce come i paesi che avessero banche centrali

---

<sup>13</sup> Le politiche Keynesiane esaltavano il pensiero che gli obiettivi di cui le politiche monetarie e fiscali dovessero farsi carico fossero l'elevata crescita economica e un basso livello di disoccupazione. Per conseguire tali obiettivi erano necessarie politiche monetarie e fiscali espansive.

<sup>14</sup> Il primo a esprimere tale pensiero fu Friedman (1967) nel suo celebre discorso inaugurale all'American Economic Association.

indipendenti, erano riusciti a governare le proprie economie meglio degli altri. L'inflazione risultava inferiore senza pagare per questo un costo in termini di maggiore disoccupazione o minore crescita<sup>15</sup>.

A partire dagli anni Ottanta il paradigma monetarista divenne quello dominante, favorendo così l'imposizione sempre più forte del modello dalla Bundesbank, la quale individuando nella stabilità dei prezzi l'obiettivo primario da raggiungere e nell'indipendenza politica lo strumento per farlo, appariva l'incarnazione del nuovo paradigma monetarista<sup>16</sup>.

La seconda ragione che ha portato alla scelta del modello tedesco riguarda la posizione strategica assunta dalla Germania durante la corsa verso l'UEM. Tale aspetto è già stato spiegato nel paragrafo precedente, l'ingresso all'interno dell'unione avrebbe comportato per le autorità tedesche, il rischio dell'accettazione di un tasso d'inflazione maggiore di quello interno. Per evitare tale rischio ed accettare l'UEM, le autorità monetarie tedesche hanno avanzato la richiesta di una BCE che assegnasse alla stabilità dei prezzi un ruolo ancora più importante di quello che la stessa Bundesbank era solita assegnare.

Con l'analisi dei criteri del Trattato di Maastricht abbiamo visto come la Germania abbia centrato in pieno tale obiettivo, grazie anche al fatto che la maggior parte dei banchieri centrali europei si era già convertita al monetarismo.

### **3.2 BCE ed Eurosistema**

La Banca Centrale Europea dunque, con sede a Francoforte, nasce nel 1998 con l'intento di favorire i paesi dell'Unione Europea al processo di adozione dell'euro. I suoi compiti principali, come abbiamo già accennato in precedenza, riguardano la gestione della politica monetaria, il mantenimento della stabilità dei prezzi e da tempi recenti la vigilanza sul sistema bancario europeo. La BCE opera all'interno del SEBC (Sistema Europeo delle Banche Centrali), composto dalle Banche Centrali Nazionali (BCN) dei paesi che hanno aderito all'Unione Europea. All'interno del SEBC troviamo l'Eurosistema, il quale è composto solo dalle BCN dei paesi che hanno adottato l'euro più la BCE, la quale rappresenta il cuore dell'Eurosistema<sup>17</sup>.

La BCE nello svolgimento delle sue funzioni, agisce tramite tre organi decisionali: primo, il Comitato Esecutivo, ha il ruolo fondamentale di attuare la politica monetaria impartendo le istruzioni necessarie alle BCN; secondo, il Consiglio Direttivo, rappresenta l'organo decisionale più importante all'interno della BCE ed ha la responsabilità di adottare le linee guida e le decisioni necessarie ad assicurare l'efficacia dei compiti assegnati all'Eurosistema, inoltre si occupa della formazione della politica monetaria dell'area euro;

---

<sup>15</sup> L'idea che l'indipendenza politica della banca centrale favorisca una minore inflazione è stata oggetto di numerose analisi empiriche, esempi sono gli studi di Bade e Parkin (1978), Katsimbris e Miller (1987), Cukiermsn (1992) e molti altri, i quali hanno indicato che, in media e nel lungo periodo, l'indipendenza politica non comporta un maggior tasso di disoccupazione o un minor tasso di crescita.

<sup>16</sup> Le posizioni monetariste inizieranno a decadere nel 2007 dopo la crisi finanziaria, questo principalmente negli USA, a favore di una ripresa del pensiero keynesiano. Nell'Eurozona non si è ancora osservata una simile ripresa.

<sup>17</sup> Anthony Sunders, Marcia Millon Cornett, Mario Anolli, Barbara Alemanni (2015), *Economia degli intermediari finanziari*, McGraw Hill, Milano, pp 95-129.

terzo, il Consiglio Generale della BCE, si occupa della Relazione Annuale della BCE e della raccolta dei dati statistici<sup>18</sup>.

L'intero quadro istituzionale dell'Eurosistema si fonda su tre principi, il principio dell'indipendenza, il principio di trasparenza e di responsabilità. Il principio dell'indipendenza, come già abbiamo visto, consiste nel divieto da parte di BCE e BCN di richiedere o ricevere istruzioni in relazione alla politica monetaria da qualsiasi organismo comunitario o Governo nazionale. Inoltre tale principio impedisce alle BCN di concedere linee di credito al settore pubblico.

Consequente a tale indipendenza è l'obbligo della BCE di spiegare le proprie decisioni al pubblico in maniera trasparente, assumendosi le responsabilità delle proprie azioni. Il principio di responsabilità garantisce che la BCE sia responsabile per il raggiungimento dei propri obiettivi, mentre la trasparenza richiede che la BCE dia informazioni relative al processo di decisione che porta a ogni intervento di politica monetaria.

Dopo la crisi nell'agosto 2007 negli Stati Uniti<sup>19</sup>, il tema della stabilità finanziaria ha acquisito sempre più importanza e attenzione. In tale ottica e conseguentemente alla crisi dei debiti sovrani, che ha colpito l'area dell'euro nel periodo 2010-2012, sono state adottate diverse misure che hanno portato nel 2012 alla nascita dell'Union Bancaria Europea. Essa avrebbe l'obiettivo di aiutare ad interrompere il legame esistente tra rischio bancario e rischio sovrano, poiché una supervisione comune dovrebbe garantire una più efficace realizzazione delle misure prudenziali per le banche sia con riferimento alla dotazione di capitale sia con riferimento alla liquidità delle banche<sup>20</sup>.

Il principio cardine dell'Unione Bancaria è che dal 4 novembre 2014 la BCE ha assunto un ruolo di autorità di vigilanza verso le principali banche dei paesi membri dell'UME. Tutto questo in funzione di un sistema bancario più sicuro e trasparente.

### **3.3 Politica monetaria e strumenti di realizzazione**

L'Eurosistema è responsabile della politica monetaria unica dell'area euro. Per formulare la strategia di politica monetaria attuata dalla BCE, il primo passo da compiere è quello di definire il significato di stabilità dei prezzi. Il consiglio direttivo della BCE ha adottato la seguente definizione: «la stabilità dei prezzi è definita come un tasso di incremento annuo dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)<sup>21</sup> per l'eurozona inferiore al 2%»; non essendoci un limite inferiore in tale definizione, onde evitare che la BCE un giorno

---

<sup>18</sup> [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

<sup>19</sup> Nel 2007, a causa di una forte espansione del credito, il debito delle famiglie americane era giunto ad eguagliare il Pil degli Stati Uniti. Molti mutui subprime, mutui pericolosi per la cattiva storia creditizia dei debitori, non furono rimborsati, ciò portò alla scomparsa di famose banche d'affari come la Lehman Brothers. La crisi si espanse nella maggior parte dei paesi sviluppati evidenziando anche la fragilità del sistema bancario europeo.

<sup>20</sup> Al fine di raggiungere tali obiettivi la BCE adotterà le linee guida del comitato di Basilea, nello specifico Basilea 3.

<sup>21</sup> L'indice IAPC, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo, è stato creato da Eurostat per rendere confrontabili i prezzi dei paesi della Comunità. In seguito venne scelto dalla BCE come indicatore della stabilità dei prezzi.

dovesse fare i conti con la deflazione, ha precisato nel 2003 che l'indice d'inflazione deve essere inferiore ma prossimo al 2%<sup>22</sup>.

Dopo aver definito l'obiettivo cardine della politica monetaria, la BCE espone la strategia con cui raggiungerlo. L'approccio che viene proposto è a doppio pilastro, tra cui il primo è quello monetario.

Ragionevolmente dato che l'inflazione è un fenomeno monetario, la moneta deve avere un ruolo primario. Questo perché, data l'equazione quantitativa della moneta<sup>23</sup>:

$$m + v = p + y$$

dove  $m$  è lo stock di moneta,  $v$  è la velocità di circolazione,  $p$  il livello dei prezzi e  $y$  il PIL reale, la quale può essere riscritta in termini di variazione:

$$\Delta m = \Delta p + \Delta y - \Delta v$$

possiamo affermare che il tasso di crescita dello stock di moneta deve essere compatibile con un particolare obiettivo di inflazione, dati i sottostanti tassi di crescita del PIL e la velocità di circolazione.

Data questa equazione allora, possiamo spiegare come la BCE agisce nell'approccio di primo pilastro:

il primo passo è quello di effettuare una stima del PIL reale e dell'andamento futuro della velocità di circolazione. In seguito, dopo aver stimato questi due valori, la BCE determina il tasso di crescita dello stock di moneta consistente con l'obiettivo di inflazione, che comunque non può superare il 2%<sup>24</sup>.

In riferimento al secondo approccio, chiamato analisi economica, la BCE prende in considerazione un'ampia serie di indicatori, che hanno lo scopo di misurare gli sviluppi futuri sul fronte dei prezzi. Tra le variabili vengono presi in considerazione: salari, tasso di cambio, prezzi delle obbligazioni, curve di rendimento, misure dell'attività reale, indicatori della politica fiscale, indici dei prezzi e dei costi, e indagini sull'attività dell'impresa e sui comportamenti dei consumatori. La BCE osservando tali variabili, reagirebbe nel momento in cui, le variazioni di tali fattori, potrebbero causare un cambiamento dell'inflazione futura.

Pertanto, una volta raccolte le informazioni provenienti da i due pilastri, il consiglio direttivo della BCE procede a una loro valutazione comparata, formulando, sulla base di tale valutazione, le proprie decisioni di politica monetaria.

Al fine di trasmettere le proprie decisioni alle BCN, la BCE conduce una serie di operazioni sul mercato in contropartita delle banche, per fare ciò utilizza tre strumenti di politica monetaria, operazioni di mercato aperto, operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, riserva obbligatoria. Analizziamoli uno ad uno.

- a) Operazioni di mercato aperto: operazioni che sono eseguite su iniziativa della BCE con scadenza inferiore a 1 anno. L'obiettivo è quello di fornire liquidità al sistema, per farlo la BCE acquista attività finanziarie da una controparte in cambio di base monetaria<sup>25</sup>; contestualmente la controparte si

---

<sup>22</sup> Anthony Sunders, Marcia Millon Cornett, Mario Anolli, Barbarra Alemanni (2015), *Economia degli intermediari finanziari*, Mc Graw Hill, Milano, pp 95-129.

<sup>23</sup> Equazione espressa in forma log-lineare

<sup>24</sup> Tali stime vengono riportate nel bollettino mensile della BCE, il quale offre un resoconto dettagliato dei recenti andamenti economici e monetari nell'area dell'euro in forma di testo e tavole statistiche. Nel 2014 il bollettino mensile è stato sostituito da un nuovo bollettino che viene pubblicato due settimane dopo le riunioni di politica monetaria del Consiglio Direttivo.

<sup>25</sup> La base monetaria (MO) è costituita da banconote, monete e depositi presso la Banca Centrale.

impegna a riacquistare tali attività dopo un certo periodo di tempo, sono quindi operazioni di carattere temporaneo. Le operazioni di mercato aperto a loro volta sono divise in 4 categorie. La prima categoria è composta dalle operazioni di rifinanziamento principale, sono fondamentali nell'orientare i tassi d'interesse e hanno durata di una settimana. La seconda categoria è formata dalle operazioni di rifinanziamento a lungo termine, a differenza della prima categoria queste operazioni hanno una scadenza maggiore (mensile o trimestrale), con lo scopo di fornire liquidità al sistema per un periodo di tempo maggiore. Terza categoria sono le operazioni di fine tuning che consistono in operazioni di mercato aperto non standardizzate nella durata, nella scadenza e nella forma. A differenza delle altre categorie questo strumento può essere utilizzato sia per immettere liquidità sia per assorbirla, sono considerate infatti operazioni di carattere straordinario. Per concludere troviamo le operazioni di carattere strutturale, anch'esse sono considerate operazioni straordinarie che hanno la finalità di modificare la posizione di lungo periodo dell'Eurosistema nei confronti del sistema bancario europeo rispetto all'ammontare di liquidità in circolazione.

- b) Operazioni attuabili su iniziativa delle controparti: sono costituite da due tipi di operazioni che sono attivabili per volontà delle controparti. La prima operazione è il rifinanziamento marginale, in tale operazione gli istituti monetari possono prendere a prestito in ogni momento riserve liquide dalla BCE, in cambio di garanzie collaterali adeguate. Il tasso d'interesse applicato su tali operazioni è maggiore rispetto a quelle di rifinanziamento principale. Per quanto riguarda la seconda operazione, parliamo del deposito di riserva, in cui le banche possono decidere di depositare parte delle proprie riserve liquide presso la BCE, il tasso d'interesse applicato è inferiore a quello delle operazioni di rifinanziamento principale. Fissando tali tassi d'interesse su questi due tipi di operazione la BCE pone un limite superiore e uno inferiore ai tassi d'interesse del mercato interbancario, in questa maniera è in grado di controllare le oscillazioni dei tassi a breve termine e, in particolare, quelli del mercato interbancario<sup>26</sup>.
- c) Riserve obbligatorie: la BCE richiede che gli istituti di credito che operano all'interno dell'area euro detengano una quota obbligatoria di riserve liquide, chiamate riserve obbligatorie, il cui ammontare dipende dalla composizione delle passività dell'istituto. Tale vincolo deve essere rispettato non giornalmente ma in un "periodo di mantenimento"<sup>27</sup>. Funzione chiave del sistema di riserva è quello di stabilizzare i tassi d'interesse del mercato monetario, in quanto ogni banca può attingere alla propria riserva, salvo poi reintegrarla. Seconda funzione è garantire che in ogni momento il sistema bancario nel suo complesso si trovi in una posizione di carenza strutturale di liquidità.

---

<sup>26</sup> Tale sistema viene chiamato schema del corridoio che consiste dunque nella capacità della BCE di determinare i margini di oscillazione dei tassi a breve termine del mercato interbancario.

<sup>27</sup> Il periodo di mantenimento a inizio il giorno in cui è effettuata un'operazione di rifinanziamento principale e termina, un mese dopo, il giorno precedente a quello in cui è effettuata una nuova operazione di rifinanziamento principale.

## II

# Teoria dell'area valutaria ottimale, costi benefici e confronto

Prima della nascita dell'Unione Monetaria Europea diversi autori si erano espressi sul possibile funzionamento di un'area caratterizzata da un'unica valuta.

La teoria dell'area valutaria ottimale (AVO)<sup>28</sup> cerca di definire un insieme di criteri che, se rispettati, possano rendere ottimale<sup>29</sup> l'adozione di una moneta unica all'interno di un gruppo di paesi.

Robert Mundell viene riconosciuto come il fondatore della letteratura sulla teoria AVO, nonostante questo le basi principali della sua teoria vennero anticipate nel 1940 da Abba Lerner, economista statunitense.

Negli anni tra le due guerre la difficoltà di restaurare il gold standard e l'evento della Grande Depressione, avevano indotto a un forte dibattito sul sistema monetario internazionale, i cui difetti si pensava avessero fomentato la crisi.

La conferenza di Bretton Woods diede origine a diverse interpretazioni conflittuali soprattutto riguardo l'aggiustamento dei tassi di cambio. A scontrarsi erano idee su un regime a tassi di cambio fissi contro una struttura più flessibile. Fu proprio in questo contesto che Abba Lerner manifestò le sue idee, che anticiparono il lavoro di Mundell sulla teoria dell'area valutaria ottimale.

Tutto questo interesse verso la stabilità internazionale fu spinto anche dalla questione dell'integrazione economica in Europa, che stimolò ulteriori ricerche sull'argomento.

In relazione agli aspetti monetari dell'economia internazionale, Lerner pone la sua attenzione sulla maggiore difficoltà di mantenere la piena occupazione in un'economia aperta e, seguendo il paradigma Keynesiano<sup>30</sup>, si focalizza sulla persistente caduta della produzione e dell'occupazione, facendo riferimento a una inadeguatezza nel processo di aggiustamento. Egli evidenziava che l'effetto di una politica monetaria espansiva per contrastare uno shock, non ha effetto diretto su prezzi e salari, ma in primo luogo influenza gli investimenti nell'economia reale, e solamente dopo i prezzi e i salari. Tale processo essendo molto macchinoso fa sì che la disoccupazione nel frattempo continui a crescere. Una soluzione più efficace ed immediata sarebbe il deprezzamento della moneta, che renderebbe le merci del paese più competitive, stimolando così le esportazioni e l'occupazione.

A questo punto l'economista statunitense solleva una questione chiave, egli sosterrà che il tasso di cambio non è l'unico strumento con cui può essere contrastato uno shock avverso. Considerando una regione, all'interno di un paese, colpita da uno shock avverso che produce disoccupazione, lo squilibrio potrà essere contrastato

---

<sup>28</sup> L'area valutaria è un'area geografica in cui circola ed è accettata come mezzo di scambio un'unica valuta.

<sup>29</sup> Ottimale nel senso che i paesi riescono a limitare i costi dell'unione e a massimizzare i benefici.

<sup>30</sup> Keynes nella "Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta" considera una situazione di equilibrio di sottoccupazione. Lui riteneva che il mercato non era in grado di offrire equilibri con occupazione e reddito più elevati, per questo vi era bisogno di un intervento da parte dello stato.

grazie al fatto che una regione di un paese rispetto a un paese indipendente gode della libera, e più facile, circolazione delle merci, delle persone e degli investimenti con le altre regioni dello stesso paese.

Queste caratteristiche fanno in modo che lo squilibrio possa essere eliminato senza ricorrere al tasso di cambio. Gli abitanti della prima regione saranno incentivati a trasferirsi senza restrizioni nella regione più prospera, fino a quando non sarà ristabilito l'equilibrio<sup>31</sup>.

Da questo deduciamo che i tassi di cambio flessibili sono uno strumento efficace di riequilibrio tra aree che, all'interno hanno un'alta mobilità dei fattori produttivi, mentre all'esterno sono caratterizzate da una rigidità di tali fattori.

Se Lerner arriverà a tale conclusione partendo dall'analisi dei processi di aggiustamento all'interno di un paese, Mundell otterrà lo stesso risultato partendo però dal possibile fallimento dei tassi di cambio flessibili per ristabilire l'equilibrio tra due paesi.

Dopo aver parlato delle origini (trascurate) della teoria dell'area valutaria ottimale, vedremo in questo secondo capitolo come questa teoria venne ulteriormente sviluppata da quello che viene considerato il suo fondatore, Mundell, e altri due economisti che continuarono tale lavoro, Mckinnon e Kenen, analizzando e confrontando quelli che sono i costi e i benefici derivanti dall'ingresso in un'unione monetaria.

## **1. I principali esponenti della teoria dell'AVO**

### **1.1 Mundell: il dominio dell'Area Valutaria Ottimale**

Robert Mundell<sup>32</sup> nel suo articolo, "The Theory of Optimum Currency Area" (1961), mette in guardia dall'utilizzo, in certi casi, di un sistema di cambi flessibili. I sostenitori di tale sistema, di solito, tendono ad esaltarne la caratteristica per cui, la svalutazione della valuta prende il posto della disoccupazione quando la bilancia esterna è in disavanzo, e la rivalutazione prende il posto dell'inflazione quando vi è un surplus commerciale. Da qui nasce il quesito se tutte le valute dovessero avere cambi flessibili e se la futura Unione Europea dovesse optare per una valuta comune o per un sistema di cambi flessibili.

Mundell però, all'interno dell'articolo, pone la questione da un'altra prospettiva, ovvero domandandosi quale sia il dominio appropriato per un'area valutaria ottimale, ed è proprio a questa domanda che, nello sviluppo della sua teoria, cercherà di rispondere.

Il premio Nobel del 1999, mette a paragone due situazioni, la prima in cui ritroviamo una singola valuta caratterizzata da un'unica banca centrale, la quale coordina l'offerta dei mezzi di pagamento interregionale, l'altra in cui ritroviamo più di una valuta e in cui l'offerta dei mezzi di pagamento internazionale dipende dalla cooperazione di più banche centrali. Le differenze tra i due contesti porteranno a processi di aggiustamento diversi tra le aree interregionali e quelle internazionali.

---

<sup>31</sup> Cesarano Filippo (2006), *The origins of the Theory of Optimum Currency Areas*, Duke University Press, pp 711-731.

<sup>32</sup> Robert Mundell è un economista canadese, vincitore del premio Nobel per l'economia nel 1999 grazie alla sua teoria sulle aree valutarie ottimali. È considerato uno dei più influenti teorici dell'architettura dell'Euro.

Tali processi vengono studiati da Mundell in un modello con due entità (regioni o stati) partendo da una situazione di equilibrio<sup>33</sup> per poi vedere cosa succede nel caso di uno shock della domanda, che ne provochi uno spostamento dall'entità "B" al prodotto dell'entità "A" (fig.1.1.1)<sup>34</sup>. Abbiamo due scenari:

1. Le due entità A e B sono stati con valute nazionali di una stessa area valutaria (cambi fissi). Assumiamo inoltre che le autorità nazionali agiscano per impedire l'inflazione. Uno spostamento della domanda da B ad A causa disoccupazione in B e inflazione in A.

A questo punto se A lascia aumentare i prezzi favorendo l'inflazione, i suoi beni diverranno sempre più costosi e meno competitivi, riabbassando così la loro domanda. Allo stesso tempo la domanda dei beni del paese B aumenterà perché diventati più competitivi rispetto a quelli del paese A.

Dunque se A non controlla l'inflazione il processo di aggiustamento si realizzerà senza che in B si espanda la disoccupazione. Caso contrario se A restringe il credito per impedire ai prezzi di aumentare<sup>35</sup>. Se A non lascia aumentare i prezzi, l'unica soluzione per aggiustare il disequilibrio è quella di una contrazione della produzione ed un aumento della disoccupazione in B.

Da questo primo scenario traiamo che «la politica dei paesi in avanzo di contenere l'espansione dei prezzi infligge una tendenza recessiva all'economia della parte del mondo in regime di cambi fissi o a un'area valutaria comprendente più valute separate» (Mundell,1961).

2. Le entità A e B sono due regioni all'interno di un'economia chiusa, caratterizzata da una valuta comune. Il governo nazionale segue una politica di piena occupazione. Lo spostamento della domanda da B ad A ha le stesse conseguenze del primo scenario, questa volta però le autorità monetarie, per correggere la disoccupazione in B, aumentano l'offerta di moneta<sup>36</sup>. Tale manovra però aggrava l'inflazione in A. In questo scenario una politica di piena occupazione infligge un carattere inflazionistico ad un'area valutaria con una valuta comune.

Dunque in un'area valutaria di entrambi gli scenari, in presenza di uno shock asimmetrico della domanda, non possono essere evitate contemporaneamente le conseguenze di disoccupazione ed inflazione tra i suoi membri, nel primo caso perché il paese A non ha intenzione di far espandere l'inflazione ma cerca di contenerla per favorire la propria economia, mentre nel secondo caso dipende dall'interesse che le autorità monetarie hanno nel contenere la disoccupazione. Tuttavia, la responsabilità di tutto questo non dipende dal tipo di area valutaria ma dal dominio di tale area.

---

<sup>33</sup> Partiamo da una situazione in cui vi è piena occupazione ed equilibrio nella bilancia dei pagamenti.

<sup>34</sup> Fonte del grafico: Mundell Roberto (1961), "A theory of Optimum Currency Areas", The American Economic Review, Vol. 51, No 4, pp 657-665.

<sup>35</sup> Restringendo il credito l'offerta di moneta si riduce, il tasso d'interesse si alza sfavorendo gli investimenti e quindi potenziali aumenti della domanda, in questa maniera i prezzi non crescono ulteriormente.

<sup>36</sup> In questo caso invece l'offerta di moneta viene aumentata per far abbassare il tasso d'interesse e favorire quindi occupazione e domanda.

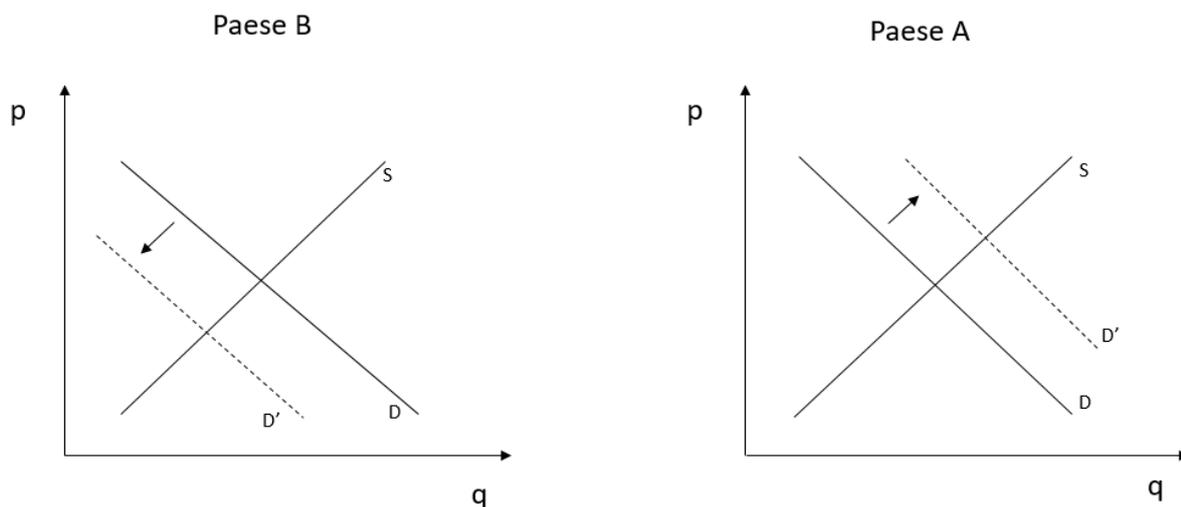


Fig. 1.1.1 shock asimmetrico di domanda

Dopo questa prima analisi Mundell afferma che il mondo non è il dominio di un'area valutaria ottimale e passa al confronto fra “valute nazionali e cambi flessibili” e “aree valutarie e cambi flessibili”, cercando di identificare tale dominio.

1. Valute nazionali e cambi flessibili: in un contesto di commercio internazionale con diverse aree valutarie, caratterizzate da rapporti di cambio variabile, ipotizziamo che uno shock della domanda del tipo visto in precedenza provochi una svalutazione della valuta di B e una rivalutazione della valuta di A, riducendo e frenando allo stesso tempo, la disoccupazione in B e l'inflazione in A.

Questo esempio appena fatto viene considerato come il caso più favorevole per un sistema di cambi flessibili basati su valute nazionali. Tuttavia vi sono altri esempi al quanto rilevanti: consideriamo l'esistenza di un continente con due paesi, Mundell prende come esempio Canada e USA, tale continente è anche diviso in due regioni, est che produce auto, ovest che produce legname. Le due regioni non coincidono con i confini dei paesi.

In tale contesto poniamo che i tassi di cambio tra Canada e USA siano flessibili e che un incremento della produttività nell'industria automobilistica causi un eccesso di domanda del legname ed un eccesso nella produzione delle automobili. Le conseguenze sono:

- Disoccupazione nell'est (auto) e inflazione ad ovest (legname) e un disavanzo nella bilancia dei pagamenti della regione est a favore di un avanzo della regione ovest.
- Le banche centrali potrebbero o aumentare l'offerta di moneta per ridurre la disoccupazione, o contrarre l'offerta di moneta per frenare l'inflazione.
- Nel fra tempo il rapporto di cambio tra le valute dei due paesi si muoverebbe per cercare di mantenere l'equilibrio nelle bilance nazionali, ma essendo ogni nazione composta sia dalla regione est che ovest il processo non funzionerebbe.

In una situazione del genere un sistema di cambi flessibili non è uno strumento efficace per correggere gli squilibri nella bilancia dei pagamenti tra le due regioni, questo perché regioni e paesi non coincidono e di conseguenza ogni paese sarà colpito da entrambi gli squilibri presenti nelle due regioni. Il tasso di cambio non potrà variare cercando di correggere sia la disoccupazione che l'inflazione, ma soltanto uno tra essi.

2. Valute regionali e cambi flessibili: rispetto all'esempio precedente questa volta il mondo è diviso solamente tra est ed ovest, ogni regione con una propria valuta. Con tali condizioni un sistema di cambi flessibili farebbe in modo che uno shock di domanda asimmetrico non causi né inflazione né disoccupazione. Questo perché la valuta dell'ovest si apprezzerrebbe riducendo la domanda e a sua volta l'inflazione, mentre quella dell'est si svaluterebbe favorendo la domanda e quindi la crescita dell'occupazione, riportando così l'equilibrio. Allo stesso tempo le banche centrali delle rispettive regioni adotterebbero politiche monetarie idonee a garantire la stabilità dei prezzi e l'occupazione.

La differenza tra i due casi risiede nel fatto che, nel primo esempio le nazioni rientrando in entrambe le regioni (ovvero le regioni tagliano attraverso i confini nazionali) devono per forza scegliere se occuparsi dell'inflazione o della disoccupazione, non possono evitarli entrambi, in aggiunta tassi di cambio flessibili non possono risolvere lo squilibrio poiché in un'unica nazione ritroviamo entrambi i problemi, dunque il cambio risolverebbe sempre uno e non l'altro.

Invece nel secondo caso in cui consideriamo due regioni distinte (o confini nazionali che coincidessero con quelli regionali) ognuna con una propria valuta, esse attraverso il sistema dei cambi flessibili possono prevenire gli squilibri derivanti dallo shock di domanda. L'area valutaria ottimale quindi è la regione.

È importante fare una precisazione, tale argomentazione è valida solamente nel caso in cui valga l'assunto sul commercio internazionale di Riccardo<sup>37</sup>, che prevede una mobilità interna dei fattori produttivi ma non una esterna.

Di conseguenza se la mobilità dei fattori produttivi è alta internamente e bassa internazionalmente, un sistema di cambi flessibili basato su valute nazionali può funzionare efficacemente. Se le nazioni però non coincidono con le regioni, la tesi è valida solo se le nazioni vengono riorganizzate su base regionale.

Alla fine dell'articolo l'economista canadese sottolinea quelle che sono per lui le due questioni rilevanti in tema di tassi di cambio flessibili.

La prima indica i punti indispensabili per far sì che un sistema del genere funzioni in un'economia moderna:

«1) un sistema internazionale di prezzi basato sui cambi flessibili è dinamicamente stabile, tenendo conto della domanda speculativa;

2) le variazioni del rapporto di cambio necessarie per eliminare i normali fattori di disturbo all'equilibrio dinamico non sono tanto forti da causare spostamenti violenti e reversibili fra industrie che competono nelle esportazioni e nelle importazioni (ciò che non può essere escluso dalla stabilizzazione);

3) i rischi determinati da rapporti di cambio variabili possono essere coperti a costi ragionevoli nei mercati a termine;

---

<sup>37</sup> L'assunto di Riccardo faceva riferimento alla mobilità dei fattori di produzione, egli sosteneva una mobilità dei fattori alta internamente e bassa internazionalmente.

- 4) le banche centrali si asterranno dalla speculazione monopolistica;
  - 5) la disciplina monetaria verrà mantenuta dalle conseguenze politiche sfavorevoli di continue svalutazioni, così come è oggi mantenuta entro certi limiti dalle minacce ai livelli delle riserve valutarie;
  - 6) una ragionevole protezione dei debitori e dei creditori può essere assicurata per mantenere un flusso crescente di movimenti di capitali a lungo termine;
  - 7) i salari e i profitti non sono legati a un indice dei prezzi nel quale i beni di importazione pesano notevolmente»
- (Mundell, 1961).

La seconda questione fa riferimento al modo in cui il mondo dovrebbe essere diviso in aree valutarie. Essendo la regione un'area valutaria ottimale, sarebbe logico che il mondo fosse diviso in regioni che rispettino l'assunto di Riccardo e che godano di una propria valuta fluttuante rispetto alle altre. Il problema però è che raramente nazioni e regioni coincidono<sup>38</sup>, ed è proprio da questo che dipende la validità dell'argomentazione svolta da Mundell.

Quello che estrapoliamo dunque dall'articolo, in riferimento alla teoria AVO, è che un sistema di cambi flessibili è un buono strumento per gestire la stabilità interna<sup>39</sup> nel momento in cui regione e nazione coincidono ed è valido l'assunto di Riccardo, nel caso in cui invece i fattori di produzione godessero di una mobilità internazionale, il sistema dei cambi flessibili non sarebbe necessario<sup>40</sup>.

## 1.2 Mckinnon: il grado di apertura dell'economia

Rispetto a Mundell, Mckinnon<sup>41</sup> nel suo articolo "optimum currency areas", del 1963, cerca di sviluppare un'idea di area valutaria ottimale in relazione a tre fattori: l'apertura dell'economia, espressa dal rapporto tra "tradable goods" e "non tradable goods", il problema di riconciliare l'equilibrio interno ed esterno ed in fine la stabilità interna del livello dei prezzi.

Se Mundell con ottimo intendeva un'area valutaria in grado di mantenere una stabilizzazione interna attraverso mobilità interna di fattori produttivi e cambi flessibili, Mckinnon con lo stesso aggettivo identifica un'area valutaria in cui, tramite l'utilizzo di politiche monetarie, fiscali e tassi di cambio, potevano essere raggiunti tre obiettivi: mantenimento della piena occupazione, mantenimento dell'equilibrio della bilancia commerciale e la stabilità dei prezzi.

Prima di presentare il suo modello vi è una importante distinzione da fare, bisogna spiegare la differenza tra "tradable goods" e "non tradable goods", che Mckinnon riprende da Harrod<sup>42</sup>. I primi stanno ad indicare i beni

<sup>38</sup> Raramente vi è una coincidenza tra regione e nazione poiché spesso la regione rappresenta un'unità economica, mentre un dominio valutario è espresso dalla sovranità nazionale.

<sup>39</sup> In quanto se dovessimo fare riferimento alla stabilità esterna, un numero troppe elevato di aree valutarie regionali porterebbe ad un aumento considerevole dei costi di valutazione del cambio della valuta e speculazioni finanziarie che facilmente potrebbero influire sui prezzi di mercato.

<sup>40</sup> Poiché i disequilibri potrebbero essere sistemati attraverso la migrazione dei fattori produttivi da un paese all'altro. Tale argomento viene spiegato meglio alla fine di questo capitolo.

<sup>41</sup> Economista canadese i cui interessi principali erano l'economia internazionale e lo sviluppo economico.

<sup>42</sup> Economista britannico conosciuto per il suo modello Harrod-Domar sulla crescita economica.

commerciabili, ovvero quei beni che, a differenza dei “non tradable goods”, entrano nel commercio estero e che si dividono in beni esportabili, che indicano beni prodotti domesticamente e in parte esportati, e beni importabili, i quali vengono prodotti internamente ma anche importati. L’eccesso dei prodotti esportabili dipende unicamente dall’ammontare del consumo domestico, che sarà basso quando la specializzazione della produzione di beni esportabili è alta, mentre l’eccesso dei secondi dipende dalla specializzazione dei beni importati.

A questo punto consideriamo un’area valutaria ben definita e chiediamoci se dovesse usufruire di tassi di cambio flessibili con il resto del mondo<sup>43</sup>.

Se l’area valutaria sopra considerata è molto piccola allora possiamo assumere che i prezzi dei beni commerciabili sono strettamente legati ai prezzi dei beni esteri attraverso il tasso di cambio, e che quindi non subiscono l’influenza dei prezzi domestici. Per capire se la politica monetaria/fiscale e i tassi di cambio flessibili sono in grado di mantenere l’equilibrio esterno, l’economista canadese analizza due casi:

1. Nella prima situazione il rapporto tra beni commerciali e non è molto elevato.  
Se consideriamo un’economia aperta con queste caratteristiche, l’adozione del regime di tassi di cambio flessibili porterà a maggiori fluttuazioni dell’indice generale dei prezzi, causando minor stabilità interna e facendo perdere alla moneta la sua funzione di unità di conto e riserva di valore. Inoltre tale politica non porterà a miglioramenti della bilancia dei pagamenti, infatti nell’economie aperte operanti vicino alla piena occupazione, l’unico modo per ottenere significativi miglioramenti nella bilancia è quello di ridurre il consumo domestico, ovvero le spese reali.
2. Nel secondo caso la produzione dei beni non commerciali è molto grande rispetto a quella dei “tradable”. In un contesto simile a differenza dell’ipotesi uno, una variazione dei tassi di cambio avrebbe effetti minori sull’indice generale dei prezzi domestici.

Con questi due casi Mckinnon vuole evidenziare che spostandosi da economie chiuse a quelle aperte lo strumento dei tassi di cambio flessibili non riesce a controllare l’equilibrio della bilancia esterne e per di più finisce con il danneggiare la stabilità dei prezzi interni.

In quest’ottica per le economie aperte, onde evitare anche attacchi speculativi, sarebbe ottimale l’adozione di tassi di cambio fissi e “ancorare” la propria valuta con valute comuni del mondo esterno.

Dopo questa prima conclusione l’articolo si focalizza sul tema del valore della moneta. L’obiettivo di una politica monetaria è quello di cercare di mantenere la stabilità della moneta, facendo in modo che il suo valore rispetto a un paniere di beni rimanga stabile, al fine di preservare la sua liquidità.

Il processo di risparmio e accumulazione di capitale all’interno di sistema capitalistico potrebbe essere messo in difficoltà dalla disponibilità di una moneta più desiderabile appartenente ad un’area valutaria più grande.

---

<sup>43</sup> Il resto del mondo è considerato come un’unica area valutaria molto grande.

A questo punto vi sono due scenari: nel primo, se l'area valutaria è abbastanza grande da far in modo che la produzione dei beni non commerciabili sia molto estesa, allora basterà ancorare la valuta domestica a questi beni per garantire il valore liquido della moneta.

Nel secondo scenario l'area valutaria è considerata piccola con un rapporto tra beni commerciabili e non alto, quindi il meccanismo utilizzato nel primo punto non sarebbe soddisfacente per mantenere il valore della moneta, la quale in alternativa potrebbe essere ancorata ai beni importabili, più rappresentativi per mantenere il valore di liquidità. Se invece prendiamo in esame un insieme di piccole aree valutarie che praticano un forte commercio tra loro, l'alternativa migliore per proteggere il valore della moneta è quello di utilizzare un sistema di cambi fissi. Inoltre per favorire il flusso di capitali tra una regione e l'altra, funzionale alla crescita economica, sarebbe ancora meglio che tali regioni formassero un'area valutaria comune.

Dunque il valore aggiunto che Mckinnon porta alla teoria AVO deriva principalmente dalla considerazione di tre punti:

- Grado di apertura di un'economia: più il grado di apertura di un'economia è maggiore più favorevole sarebbe impiegare tassi di cambio fissi, al fine di evitare instabilità interna nel livello dei prezzi.
- Rapporti commerciali tra regioni: maggiori sono i rapporti commerciali tra regioni piccole, maggiore è il vantaggio nel costruire un'area valutaria comune, garantendo il valore della moneta e facilitando i movimenti di capitale utili alla crescita economica.
- Mobilità dei fattori tra industrie: a differenza di Mundell che considera la mobilità dei fattori produttivi a livello geografico, Mckinnon sposta tale visione sulle industrie, dicendo che, in un contesto in cui è difficile distinguere l'immobilità dei fattori tra le regioni a livello geografico da quello industriale, se vi è uno shock asimmetrico della domanda nel paese B, la produzione dei prodotti del paese B diminuirà a favore di un incremento dei prodotti del paese A, dove è aumentata la domanda. In questa ipotetica situazione se B può sviluppare i prodotti del paese A non vi è necessità di un alto grado di mobilità dei fattori produttivi tra i due paesi, mentre se per B non è possibile sviluppare i prodotti di A la mobilità dei fattori produttivi sarà uno strumento efficace per evitare la caduta dei profitti nella regione B. Comunque come Mundell, Mckinnon conclude dicendo che se vi è mobilità dei fattori produttivi tra due regioni, esse dovrebbero formare un'area valutaria comune, poiché sarebbe in grado di contrastare la presenza di shock asimmetrici anche senza l'utilizzo di un sistema di tassi di cambio flessibili.

### **1.3 Kenen: La diversificazione del prodotto**

Il terzo economista che dà un contributo importante all'estensione della teoria dell'AVO è Kenen<sup>44</sup>.

Egli introduce l'elemento della diversificazione del prodotto per determinare se un'economia dovesse optare per tassi di cambio fissi o variabili.

Prendiamo ad esempio un paese che produca un singolo prodotto, il quale viene anche esportato. Uno shock della domanda che colpisce le sue esportazioni provocherà una caduta dei ricavi provenienti dalla riduzione delle esportazioni. Tale effetto può essere attenuato con un sistema tassi di cambi flessibili, poiché da una riduzione della domanda dei prodotti esportati deriva una riduzione di domanda verso la valuta domestica, causando così un deprezzamento della valuta e la possibilità di rilanciare le esportazioni.

Se invece il paese considerato sopra avesse un'economia diversificata e quindi ogni industria potrebbe essere colpita da shock differenti, nel caso in cui tali shock non sono correlati tra loro, l'effetto negativo di uno shock su un'industria sarebbe compensato da uno positivo in un'altra industria, in questo modo le esportazioni totali del paese non subirebbero alcuna variazione<sup>45</sup>.

Un'economia diversificata dunque, potrebbe abbandonare a un basso costo la propria moneta a favore di una valuta comune.

Kenen (1969) per finire menziona un altro fattore importante per la teoria dell'AVO, lui dice che se diversi shock colpiscono un'area valutaria comune, l'integrazione fiscale tra le regioni potrebbe mitigare l'impatto degli shock attraverso trasferimenti tra le regioni.

Con Kenen concludiamo lo studio dei tre principali contributori della teoria AVO.

## **2. Approccio empirico alla teoria AVO: Alesina e Barro**

Oltre a Mundell, Mckinnon e Kenen, diversi economisti si sono soffermati sullo studio della teoria AVO. All'interno di questo paragrafo presenteremo l'analisi compiuta da Alesina e Barro<sup>46</sup> il cui merito è quello di aver dato un'evidenza empirica della teoria.

Obiettivo dell'elaborato, "Optimal Currency Areas" (2002), è quello di approfondire ed estendere il lavoro fatto in precedenza da Mundell, valutando l'esistenza di un'area valutaria ottimale attraverso indagini empiriche.

Per far questo i due economisti adottano un modello sviluppato da loro che discute del trade-off tra costi e benefici dell'unione monetaria<sup>47</sup>, sottolineando che un paese che decide di entrare a far parte di un'unione

---

<sup>44</sup> Economista statunitense conosciuto per il suo contributo alla teoria AVO.

<sup>45</sup> Ciò non vale nel caso in cui lo shock fosse di tipo macroeconomico. In questo caso tutto il settore dell'esportazioni sarebbe colpito dallo stesso shock annullando l'effetto della diversificazione.

<sup>46</sup> Alberto Alesina è un economista italiano. Conosciuto per la sua attività accademica negli USA e per essere editorialista del "Sole 24 ore" e del "Corriere della Sera".

Robert Barro è un economista americano professore presso l'Harvard University. Viene considerato uno dei fondatori della nuova macroeconomia classica.

<sup>47</sup> Ulteriore approfondimento di tale argomento è rimandato al prossimo paragrafo.

monetaria dovrebbe considerare sia la situazione ex-ante che quella ex-post rispetto all'ingresso nell'unione, tenendo conto degli effetti che potrebbero derivare dalla condivisione di una valuta unica.

L'analisi sui costi e benefici di un'unione valutaria viene fatta considerando un paese che deve decidere se ancorare la propria moneta a quella di un altro paese.

Il primo beneficio che viene riportato riguarda il commercio e i confini nazionali. Alesina e Barro sostengono che due regioni dello stesso paese hanno un ammontare di scambi commerciali maggiore rispetto a nazioni divise da confini internazionali. A sostegno di tale tesi Anderson e Van Wincoup (2001) stimano che la presenza di confini tra due paesi industrializzati, provochi una riduzione degli scambi del 30%. Tale effetto viene ancor più enfatizzato nel caso in cui i due paesi abbiano valute diverse, causando maggior costi di transazione<sup>48</sup>. Dunque paesi che commerciano tra loro, come già aveva detto Mckinnon, conseguirebbero vantaggi nell'adozione di una stessa valuta.

Altri esempi di benefici derivanti da un'unione monetaria sono quelli che vengono definiti "benefits of commitment". Un sistema di cambi fissi, se totalmente credibile, potrebbe portare agli stessi "benefici di impegno" di un'unione valutaria. Il problema è che spesso un sistema del genere non è fortemente credibile in quanto può essere facilmente revocato, e ciò porta a una instabilità del mercato finanziario. Differentemente un'unione monetaria è più credibile, poiché una volta entrati nell'unione, il paese dovrà sostenere alti costi per tornare indietro<sup>49</sup>. Investitori e consumatori così avranno più fiducia nell'impegno preso.

Spesso i paesi che traggono un guadagno dall'abbandono della propria valuta hanno un passato caratterizzato da alti e volatili tassi d'inflazione. Tale situazione deriva da una mancanza di disciplina interna da parte della politica monetaria, e onde evitare che questa mancanza si estenda ancora, questi paesi preferiscono entrare all'interno di un'unione monetaria e affidarsi a politiche esterne.

Tuttavia l'abbandono della propria moneta può causare anche dei costi. Primo fra tutti il costo della perdita della autonomia monetaria. Questi costi sono rilevanti quando la politica monetaria è usata fortemente come strumento di stabilizzazione, Ma la grandezza di tali costi dipende anche dal rapporto che viene accordato tra "anchor" e il cliente<sup>50</sup>. Le possibilità sono due:

- L'anchor continua la propria politica monetaria senza preoccuparsi di esperienze e composizione dei clienti. Ciò provocherà una maggior condivisione degli shock dell'anchor.
- I clienti possono ripagare l'anchor per spingerlo ad applicare una politica monetaria che prenda in considerazione i loro interessi. In questo modo loro cercheranno di riflettere shock che hanno già sperimentato<sup>51</sup>.

---

<sup>48</sup> I costi di transazione sono quei costi che devono essere sostenuti per realizzare uno scambio, un contratto o una transazione economica in genere. Rappresentano i costi d'uso del mercato.

<sup>49</sup> Tali costi sono molto più alti di un semplice cambiamento del tasso di cambio fisso.

<sup>50</sup> Con "anchor" indichiamo il paese alla cui valuta si agganciano le monete di altri paesi chiamati clienti.

<sup>51</sup> A questo modello si ispira l'UEM in cui la politica monetaria non è diretta da uno specifico paese ma tende a pesare la media degli shock di ogni paese.

Se però parliamo di paesi in via di sviluppo, gli studi di Calvo Reinhart (2002) e Husmann, Panizza, e Sterin (1999) mostrano come tali paesi non usino la politica monetaria come strumenti di stabilizzazione, ma piuttosto “politiche monetarie pro-cicliche”, ovvero tendono ad alzare i tassi d’interesse in periodi di crisi per difendere il valore della loro moneta. In questa situazione dunque, l’abbandono della propria autonomia monetaria non risulterà un elevato costo.

Una politica monetaria indipendente però, può risultare particolarmente efficace in alcune circostanze, questo è quello che intuiamo dallo studio di Brode (2001), il quale rivela come in periodi di crisi commerciali, i paesi con un sistema di cambi flessibili mostrano delle performance superiori rispetto a quelli che adottano sistemi di cambi fissi, esaltando così i benefici derivanti da una politica monetaria indipendente.

Arrivati a questo punto, Alesina e Barro, dopo aver evidenziato alcuni dei costi e benefici di un’unione monetaria, cercano di capire quali sono i paesi che più degli altri gioverebbero nel formare un’unione monetaria comune, cercando di individuare quali siano i fattori che determinano tale vantaggio.

L’elaborazione della risposta a questa domanda si basa sullo studio e raccolta di una grande mole di dati rappresentati in 11 tabelle. Tali tabelle fanno riferimento a quei fattori che devono essere presi in considerazione per valutare quali sono i paesi a cui converrebbe ancorarsi a una moneta esterna.

I fattori osservati sono:

- Tasso medio d’inflazione tra il 1970 e 1990<sup>52</sup> dei paesi selezionati nel campione
- Varianza del tasso d’inflazione per studiare le sue oscillazioni (1970-1990).
- Intensità dei rapporti commerciali dal 1960 al 1997 dei paesi del campione con le tre probabili “ancore” per aree valutarie: USA, Euro-area, Giappone.
- La correlazione dei movimenti dei prezzi tra i paesi selezionati e USA, Euro-area, Giappone (1960-1997).
- La correlazione dei movimenti della produzione tra i paesi selezionati e USA, Euro-area, Giappone.

Attraverso la comparazione dei dati riportati nelle varie tabelle, Alesina e Barro affermano che i potenziali clienti di un’unione monetaria vengono individuati tra quelli con un alto tasso d’inflazione, che commerciano molto con l’”anchor” e che hanno un’alta correlazione dei movimenti di prezzi e produzione con esso.

I risultati della ricerca vengono rappresentati nella tabella 2.1<sup>53</sup>, che mostra in ordine decrescente i paesi con i tassi d’inflazione più alti e il loro rapporto rispetto al commercio, correlazione dei prezzi e produzione con i tre “anchor”; e nella tabella 2.2 dove sono riportati i paesi che hanno rapporti commerciali con almeno uno degli “anchor” che valgano minimo il 9% del PIL. In neretto è evidenziata la scelta ottima tra i tre possibili ancoraggi in relazione al fattore considerato. Se invece il neretto non è presente vuol dire che la differenza tra primo e secondo “anchor” non è abbastanza rilevante per preferire uno all’altro.

---

<sup>52</sup> Il periodo di considerazione si ferma al 1990 perché da quell’anno iniziano a formarsi i primi accordi monetari.

<sup>53</sup> Fonte tabella 2.1 e 2.2: Alesina Alberto, Barro Roberto and Tenebro Silvana (2002), *“Optimul Currency Areas”*, NBER Working Paper, No. 9072, pp 300-343.

Complessivamente i risultati mettono alla luce che le principali aree di ancoraggio sono USA e Euro-area. Sembra chiaro che l'area dollaro includa Canada, Mexico, gran parte dell'America centrale e parte di quella del sud (esclusi Argentina e Brasile), sembra anche comprendere parte dell'asia.

L'Euro-area invece contiene tutta l'Europa occidentale e gran parte dell'Africa. Per quanto riguarda lo yen non è chiara la sua area valutaria.

Riassumendo possiamo concludere che ad Alesina e Barro va il merito di aver sostenuto la teoria AVO con una grande quantità di dati empirici, cercando la rilevanza della teoria nella pratica, evidenziando quali sono le principali caratteristiche che portano un paese ad abbandonare la propria valuta e quali sono i costi e benefici che derivano da tale scelta.

Tabella 2.1

HIGH-INFLATION COUNTRIES: BEST ANCHOR BASED ON THE THREE CRITERIA				
Country	Mean annual inflation rate (%)	Trade	VP	VY
Nicaragua	1168.4	<b>U.S.</b>	U.S.	Euro
Bolivia	702.4	U.S.	<b>U.S.</b>	U.S.
Peru	530.7	U.S.	Euro	Euro
Argentina	430.8	<b>Euro</b>	Euro	Euro
Brazil	288.4	U.S.	U.S.	<b>Euro</b>
Chile	106.9	Euro	U.S.	U.S.
Israel	78.2	Euro	U.S.	<b>Euro</b>
Uruguay	62.2	Euro	Euro	U.S./Euro
Congo, Dem. Rep.	48.7	<b>Euro</b>	Euro	Euro
Mexico	41.0	U.S.	U.S.	Euro/Japan
Turkey	39.4	Euro	Euro	U.S.
Ghana	38.7	<b>Euro</b>	U.S.	Euro
Sierra Leone	34.2	<b>Euro</b>	U.S.	<b>Euro</b>
Guinea-Bissau	30.5	<b>Euro</b>	Euro	Japan
Ecuador	25.0	U.S.	U.S.	Euro
Colombia	22.7	U.S.	U.S.	<b>Euro</b>
Guyana	22.3	U.S.	U.S.	Euro
Costa Rica	20.0	U.S.	U.S.	U.S.
Venezuela	18.5	U.S.	U.S.	Euro
Paraguay	17.8	Euro	U.S.	Euro
Nigeria	17.5	<b>Euro</b>	U.S.	<b>Euro</b>
Jamaica	16.6	U.S.	U.S.	Japan
Portugal	16.2	<b>Euro</b>	<b>Euro</b>	Euro
Iran	16.1	<b>Euro</b>	Euro	Euro
Oman	16.0	Euro	U.S.	<b>Japan</b>
Greece	15.6	<b>Euro</b>	Euro	Euro
Dominican Republic	15.1	U.S.	U.S.	Euro
Indonesia	15.0	Japan	U.S.	Euro

The table excludes countries with 1997 population below 500,000 and countries for which VP or VY is not available. Bold values apply if (1) highest trade share less second-highest trade exceeds 0.04, (2) magnitude of difference between lowest VP and next-lowest VP exceeds 0.025, or (3) magnitude of difference between lowest VY and next-lowest VY exceeds 0.005

Tabella 2.2

HIGH-TRADE-SHARE COUNTRIES: BEST ANCHOR BASED ON THE THREE CRITERIA			
Country	Best anchor		
	Trade <sup>a</sup>	VP <sup>b</sup>	VY <sup>b</sup>
Algeria	Euro	Euro	Euro
Austria	Euro	<b>Euro</b>	<b>Euro</b>
Belgium-Luxembourg	Euro	<b>Euro</b>	<b>Euro</b>
Benin	Euro	<b>Euro</b>	<b>Euro</b>
Cameroon	Euro	<b>Euro</b>	U.S.
Canada	U.S.	U.S.	U.S.
Central African Republic	Euro	<b>Euro</b>	<b>Euro</b>
Chad	Euro	<b>Euro</b>	<b>Euro</b>
Congo, Dem. Rep.	Euro	<b>Euro</b>	<b>Euro</b>
Congo, Rep.	Euro	<b>Euro</b>	<b>Euro</b>
Costa Rica	U.S.	U.S.	U.S.
Côte d'Ivoire	Euro	<b>Euro</b>	Japan
Cyprus	Euro	<b>Euro</b>	<b>Euro</b>
Dominican Republic	U.S.	U.S.	<b>Euro</b>
Ecuador	U.S.	U.S.	<b>Euro</b>
Gabon	Euro	<b>Euro</b>	<b>Euro</b>
Gambia, The	Euro	U.S.	<b>Euro</b>
Ghana	Euro	U.S.	<b>Euro</b>
Guinea-Bissau	Euro	<b>Euro</b>	Japan
Guyana	U.S./Euro	U.S.	<b>Euro</b>
Haiti	U.S.	U.S.	<b>Euro</b>
Honduras	U.S.	U.S.	U.S.
Hong Kong, China	U.S.	U.S.	<b>Euro</b>
Iran, Islamic Rep.	Euro	<b>Euro</b>	<b>Euro</b>
Ireland	Euro	<b>Euro</b>	<b>Euro</b>
Jamaica	U.S.	U.S.	Japan
Jordan	Euro	U.S.	<b>Euro</b>
Kenya	Euro	<b>Euro</b>	U.S./Euro
Madagascar	Euro	<b>Euro</b>	<b>Euro</b>
Malaysia	Japan	U.S.	<b>Euro</b>
Mauritania	Euro	<b>Euro</b>	<b>Euro</b>
Mauritius	Euro	<b>Euro</b>	U.S.
Morocco	Euro	<b>Euro</b>	<b>Euro</b>
Netherlands	Euro	<b>Euro</b>	<b>Euro</b>
Nicaragua	U.S.	U.S.	<b>Euro</b>
Niger	Euro	<b>Euro</b>	<b>Euro</b>
Nigeria	Euro/U.S.	U.S.	<b>Euro</b>
Oman	Euro/Japan	U.S.	Japan
Panama	Japan/U.S.	U.S.	<b>Euro</b>
Papua New Guinea	Japan	U.S.	Japan
Romania	Euro	U.S.	<b>Euro</b>
Saudi Arabia	Euro	U.S.	U.S./Euro
Senegal	Euro	<b>Euro</b>	<b>Euro</b>

Continuazione tabella 2.2

CONTINUED			
Country	Best anchor		
	Trade <sup>a</sup>	VP <sup>b</sup>	VY <sup>b</sup>
Sierra Leone	Euro	U.S.	<b>Euro</b>
Singapore	U.S./Japan	U.S.	<b>Euro</b>
Sweden	Euro	<b>Euro</b>	<b>Euro</b>
Switzerland	Euro	<b>Euro</b>	<b>Euro</b>
Syrian Arab Republic	Euro	U.S.	<b>Euro</b>
Togo	Euro	<b>Euro</b>	<b>Euro</b>
Trinidad and Tobago	U.S.	U.S.	<b>Euro</b>
Tunisia	Euro	<b>Euro</b>	<b>Euro</b>
United Arab Emirates	Japan/Euro	U.S.	<b>Euro</b>
Venezuela, RB	U.S.	U.S.	<b>Euro</b>

<sup>a</sup> The table excludes countries with 1997 population below 500,000 and countries for which VP or VY is not available. The best anchor according to the trade criterion is shown only when the trade share exceeds 9%. When there is more than one anchor country for which the trade share exceeds 9%, we list the anchors in descending order of the trade shares.

<sup>b</sup> Bold values apply if the magnitude of the difference between the lowest VP and the next-lowest VP exceeds 0.025 or the magnitude of the difference between the lowest VY and the next-lowest VY exceeds 0.005

### 3. Costi e benefici dell'unione monetaria: Paul De Grauwe

Abbiamo già intravisto quali sono i potenziali benefici e costi derivanti dall'istituzione di un'unione monetaria: costi, che fanno riferimento all'ambito macroeconomico e benefici che fanno riferimento all'ambito microeconomico. Quelli introdotti da Alesina e Barro sono solo una parte dei possibili costi/benefici che corrispondono all'unione monetaria. Paul De Grauwe<sup>54</sup> nel suo libro "Economia dell'Unione Monetaria" (2012) si impegna a rappresentare un quadro generale di quelli che sono i costi e i benefici derivanti da un'unione monetaria ed è ad esso che faremo riferimento per la trattazione di questo argomento.

#### ➤ COSTI

La perdita dell'indipendenza monetaria influenza la capacità di far fronte agli shock asimmetrici.

La banca centrale dell'unione infatti, in caso di shock asimmetrico di domanda tra i paesi membri, se tra questi paesi non vi è mobilità dei fattori produttivi, che come affermava Mundell (1961) sarebbero uno strumento valido per riportare l'equilibrio, si trova d'innanzi a una situazione in cui non sarebbe in grado di soddisfare le esigenze dei paesi.

Per la banca centrale, l'unica possibilità è una politica monetaria di compromesso che stabilizzi il tasso d'interesse a un livello intermedio tra quelli desiderati dai paesi<sup>55</sup>.

Ma la perdita dell'indipendenza monetaria, oltre a quella appena vista, ha un'altra importante conseguenza, ovvero modifica la capacità dei governi di finanziare i propri deficit di bilancio. Infatti per un paese membro di un'unione monetaria, nel caso in cui gli investitori temendo un rischio d'insolvenza nel governo vendano i titoli di stato, provocheranno un aumento dei tassi d'interesse e una maggiore fuori uscita di liquidità dal paese, che non potrà essere fermata vista la mancanza del meccanismo dei tassi di cambio flessibili. Ciò porterà a una contrazione della liquidità del paese che non avendo una propria valuta e una politica monetaria indipendente, non potrà costringere la propria banca centrale a fornire liquidità con l'acquisto dei titoli di stato. Se la crisi di liquidità è forte può portare all'insolvenza. Tale situazione potrebbe obbligare il governo a ridurre le spese e aumentare le tasse per avere la liquidità necessaria per pagare gli interessi sul debito che sono aumentati. Dunque un paese senza una propria moneta è più vulnerabile alla sfiducia degli investitori.

Ma la sfiducia dei mercati, verso un membro di un'unione monetaria, provoca anche un'amplificazione dei movimenti del ciclo economico, enfatizzando gli effetti di uno shock.

Paul De Grauwe (2016) ci mostra tale fenomeno: in una situazione di shock asimmetrico della domanda, vengono considerati due paesi, Francia e Germania.

Se la domanda francese diminuisce provoca una diminuzione dell'occupazione e della produzione, con effetti di calo sul PIL e quindi delle entrate tributarie. In aggiunta a questo, con l'aumento della

---

<sup>54</sup> Paul De Grauwe è un economista belga e professore presso la London School of Economics and Political Science.

<sup>55</sup> I tassi d'interesse a cui facciamo riferimento sono quelli a lungo termine, che a differenza di quelli a breve non sono controllati dalla BCE

disoccupazione aumenta la spesa pubblica e il deficit francese. Se l'aumento del deficit è rilevante, può instaurare sfiducia tra gli investitori, provocando la vendita dei titoli e tutto quello che abbiamo riportato sopra.

La conseguenza, infine, sarà di un ulteriore spostamento verso il basso della curva di domanda aggregata rispetto allo shock iniziale, in quanto con tassi d'interesse più elevati consumatori ed investitori spendono ancora meno. Mentre la crisi debitoria in Francia porta ad un aumento dell'effetto negativo dello shock di domanda, in Germania, dove la domanda dovrebbe essere aumentata, vi è un ulteriore flusso di liquidità verso il paese, poiché si ipotizza che i cittadini francesi dopo aver venduto i titoli di stato, ne acquistino di un paese più sicuro, ovvero della Germania. I flussi di liquidità in entrata abbassano il tasso d'interesse e portano ad un ulteriore aumento della domanda aggregata in Germania (fig. 3.1)<sup>56</sup>. Viene enfatizzato lo shock positivo della domanda.

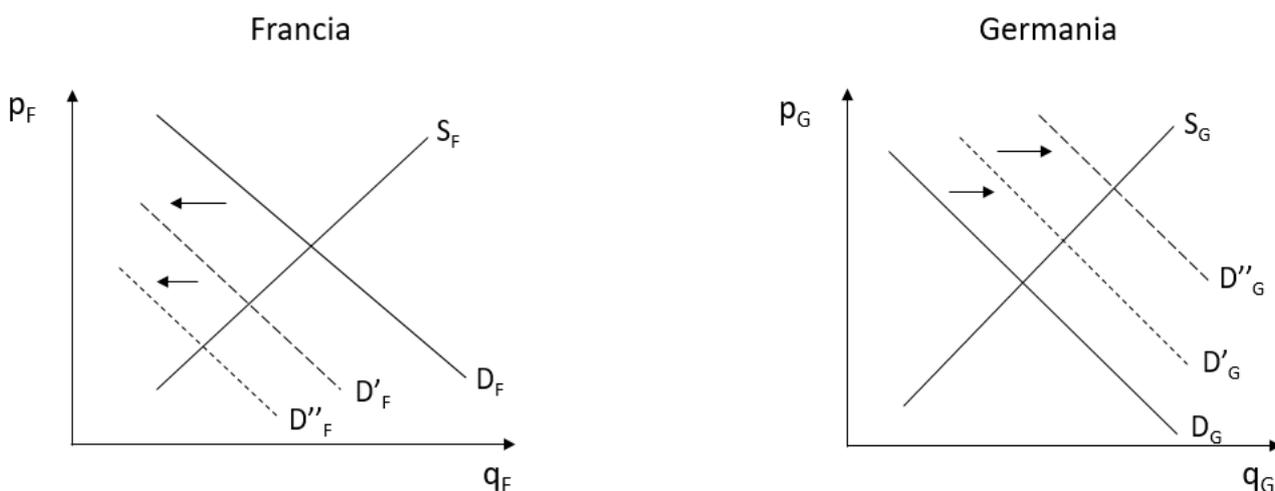


Fig. 3.1 amplificazione di shock asimmetrici

Se fossimo stati in un contesto di tassi di cambio flessibili, la moneta francese si sarebbe deprezzata rispetto ad un apprezzamento della moneta tedesca, stimolando così una risalita della domanda aggregata.

La variazione dei tassi di cambio avrebbe avuto un effetto stabilizzante, che senza autonomia monetaria e mobilità dei fattori produttivi a livello internazionale, è difficile ottenere.

Altri costi derivano dalle differenze istituzionali del mercato del lavoro, paesi con gradi differenti della centralizzazione della contrattazione salariale, dopo uno shock dell'offerta, reagiscono in maniera differente. Paesi dove la contrattazione è fortemente decentralizzata difficilmente giungono a una moderazione salariale, causando una forte pressione sulle imprese che potrebbero anche decidere di

<sup>56</sup> Fonte del grafico: De grauwe Paolo (2012), *Economia dell'unione monetaria*, il Mulino, Bologna.

ridurre l'occupazione. Di conseguenza un paese potrebbe ritrovarsi in una situazione in cui salari e prezzi aumentano più velocemente che in altri, anche quando lo shock è lo stesso.

## ➤ BENEFICI

I principali benefici derivanti dalla creazione di un'unione monetaria hanno in primis due origini: l'eliminazione dei costi di transazione e l'eliminazione dell'incertezza sulla variazione dei tassi di cambio. La Commissione Europea (1990) stima che i guadagni dell'eliminazione dei costi di transazione si aggirano tra 13 e i 20 miliardi di euro l'anno, ovvero tra lo 0,25% e del 0,5% del PIL dell'area euro<sup>57</sup>. Questi guadagni hanno un ulteriore margine di crescita che, nel caso dell'Unione Monetaria Europea, si concretizzeranno dopo una più forte integrazione dei sistemi di pagamento, oggi gestiti dal sistema TARGET 2<sup>58</sup>.

L'introduzione di una moneta unica porta inoltre a una maggior trasparenza dei prezzi, grazie alla quale i consumatori sono più facilitati a confrontare i prezzi dei beni tra loro e nel decidere dove effettuare i loro acquisti.

Ulteriore vantaggio implicito di una moneta unica, è nello specifico dell'euro, è che un'integrazione monetaria potrebbe stimolare altre integrazioni: politica, legislativa e normativa, promuovendo così un migliore funzionamento dell'Unione Europea.

Per quanto concerne all'elemento dell'incertezza, essa porta a una perdita di benessere all'interno della società, dove imprese e consumatori in generale hanno meno fiducia nel futuro. Facciamo un esempio: consideriamo un'impresa che è "price-taker", vuole massimizzare il proprio profitto ed esporta tutto il proprio prodotto. Il prezzo del prodotto è determinato dal mercato di esportazione moltiplicato per il tasso di cambio. Fatte queste ipotesi possiamo immaginare due circostanze (fig. 3.2)<sup>59</sup>:

1. Il tasso di cambio è fisso, ne consegue che il profitto dell'impresa in ogni periodo è dato dall'area ombreggiata meno l'area FGp<sub>1</sub>.
2. Il tasso di cambio è flessibile, ne consegue che il profitto varia in base all'oscillazione del prezzo da p<sub>2</sub> a p<sub>3</sub>. Se il prezzo è p<sub>2</sub><p<sub>1</sub> il profitto sarà minore di un ammontare uguale all'area p<sub>1</sub>BCp<sub>2</sub>. Se il prezzo è p<sub>3</sub>>p<sub>1</sub> il profitto sarà maggiore di un ammontare uguale all'area p<sub>3</sub>EBp<sub>1</sub>. La differenza tra p<sub>3</sub>EBp<sub>1</sub> e p<sub>1</sub>BCp<sub>2</sub> è rappresentata dai due triangoli ombreggiati in figura, con p<sub>3</sub>EBp<sub>1</sub>>p<sub>1</sub>BCp<sub>2</sub>.

<sup>57</sup> N. Gregory Mankiw, Mark P. Taylor (2011), *Macroeconomia*, Zanichelli, Bologna, pp 366-388.

<sup>58</sup> Il Target 2 è un sistema di pagamenti interbancario per l'elaborazione in tempo reale dei bonifici transfrontalieri in tutta l'UE.

<sup>59</sup> Fonte del grafico: De grauwe Paolo (2012), *Economia dell'unione monetaria*, il Mulino, Bologna.

Per capire quale sia il contesto migliore bisognerebbe paragonare l'effetto positivo dell'incertezza dei prezzi sui profitti medi, con la maggior incertezza della realizzazione di questi profitti. Dunque oltre a rappresentare un rischio, la variazione del tasso di cambio può creare anche opportunità di profitto. Non è però chiaro quale sia l'effetto prevalente<sup>60</sup>.

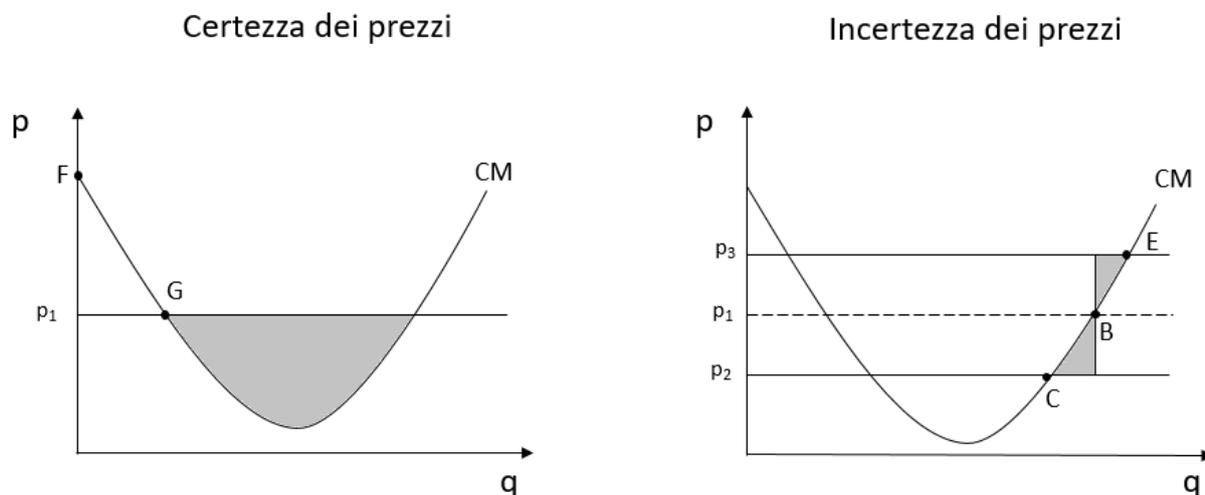


Fig. 3.2 Profitti dell'impresa in condizioni di certezza e incertezza dei prezzi

La Commissione Europea nel rapporto "One Market, One Money" (1990) sostiene che l'eliminazione dell'incertezza dei tassi di cambio, quindi l'UEM, costituisce un elemento di stimolo alla crescita economica. Per studiare questa tesi ci avvaliamo del modello di crescita neoclassica esteso a una situazione di economie di scala dinamiche.

Il modello di crescita neoclassico è rappresentato nella fig. 3.3<sup>61</sup>, l'asse X è lo stock di capitale per lavoratore, l'asse Y è la produttività per lavoratore,  $f(k)$  è la funzione di produzione<sup>62</sup>.

L'equilibrio si ha quando la produttività marginale del capitale è uguale al tasso d'interesse, nel grafico il punto A. Da questo punto di partenza valutiamo gli effetti sulla crescita economica di un'unione monetaria: ipotizziamo che l'eliminazione del rischio di cambio riduca il rischio sistematico e dunque abbassi il tasso d'interesse reale, la retta  $rr$  si sposta a  $rr_1$  appiattendosi e facendo spostare l'equilibrio da A a B.

Nel nuovo equilibrio aumentano produzione e stock di capitale, ciò però rappresenta solo un effetto temporaneo, il tasso di crescita della produzione tornerà al suo livello iniziale, determinato dal tasso esogeno del cambiamento tecnologico e dal tasso di crescita della popolazione.

<sup>60</sup> Gli ampi movimenti dei tassi di cambio rappresentano uno dei motivi principali che ha portato all'istituzione di unioni monetarie. Questo perché era difficile gestire il tasso di cambio in modo ordinato e perché si pensava che tali fluttuazioni fossero causa delle perturbazioni asimmetriche.

<sup>61</sup> Fonte grafico: De grauwe Paolo (2012), Economia dell'unione monetaria, il Mulino, Bologna.

<sup>62</sup> La forma della funzione è concava perché ha rendimenti marginali decrescenti, ovvero all'aumentare di  $k$  la produttività per lavoratore aumenta sempre meno.

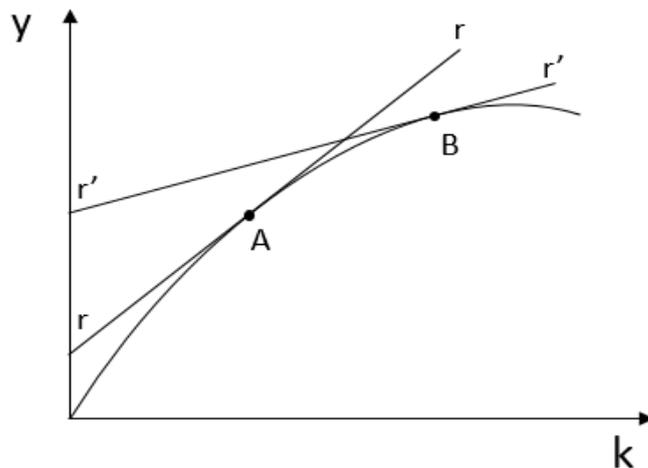


Fig. 3.3 il modello di crescita neoclassico e l'effetto di un rischio più basso

A questo modello viene aggiunto il fattore di economie di scala dinamiche. Supponiamo che la produttività del capitale aumenti in seguito ad una crescita dello stock di capitale, ciò implica più stock di capitale per lavoratore che può portare ad un incremento della produttività, la curva  $f(k)$  si sposta verso l'alto (fig. 3.4)<sup>63</sup>.

Per far chiarezza la gerarchia d'influenze è la seguente: il minor tasso d'interesse consente all'economia di accumulare più  $k$ , in questo contesto dinamico ciò fa aumentare la produttività per lavoratore e innalzare la curva, dunque l'economia si muoverà su un sentiero di crescita più alto<sup>64</sup>.

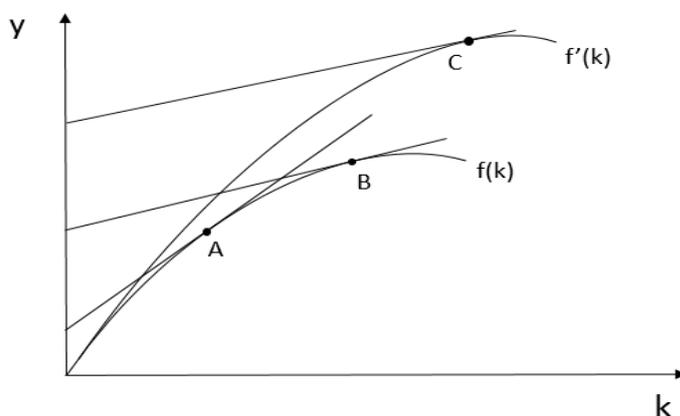


Fig. 3.4 Crescita endogena nel «nuovo» modello di crescita

<sup>63</sup> Fonte grafico: De grauwe Paolo (2012), *Economia dell'unione monetaria*, il Mulino, Bologna.

<sup>64</sup> Ci sono pochi elementi che ci consentano di affermare che l'euro abbia stimolato la crescita come promette questa analisi teorica. Probabilmente la ragione principale è che la riduzione dell'incertezza relativa al tasso di cambio in seno all'UEM non sembra avere determinato un calo significativo del tasso di interesse reale, è probabile che la riduzione dell'incertezza sul tasso di cambio non riduca necessariamente il rischio sistematico.

Ulteriori benefici, che già abbiamo riportato nel secondo paragrafo, riguardano l'incremento dei rapporti commerciali. Nello studio di Alesina e Barro (2002) avevamo visto come i flussi commerciali tra paesi della stessa unione sono circa del 200% superiori a quelli tra due paesi con valute differenti. Anche se questi valori sembrano essere fortemente sovrastimati è indubbio che un'unione monetaria porti dei guadagni sotto l'aspetto dell'integrazione economico commerciale.

Tali vantaggi inoltre saranno maggiori all'aumentare del grado di apertura dei membri dell'Unione Monetaria, come affermato in precedenza da Mckinnon.

## 4. Costi e benefici a confronto

Concludiamo la questione dei costi e benefici di un'unione monetaria proponendo in quest'ultimo paragrafo un confronto tra essi. Questo ci permetterà di valutare la saggezza dei paesi che hanno deciso di entrare nell'UEM e i rischi che si sono sobbarcati.

Nel primo paragrafo e anche nel secondo, abbiamo discusso dei vantaggi derivanti dal grado di apertura di un paese che decide di entrare in un'unione monetaria.

Nella fig. 4.1<sup>65</sup> riportiamo la relazione che vi è tra costi/benefici e scambi commerciali.

Il punto d'incontro tra le curve dei benefici e dei costi determina il livello critico di apertura per il quale un paese avrebbe convenienza nell'aderire ad un'unione monetaria. Dunque se il livello degli scambi sta alla destra del punto critico vi sarà convenienza a rinunciare alla propria valuta, mentre se gli scambi sono a un livello inferiore del punto critico, il paese avrebbe più convenienza a mantenere la propria moneta.

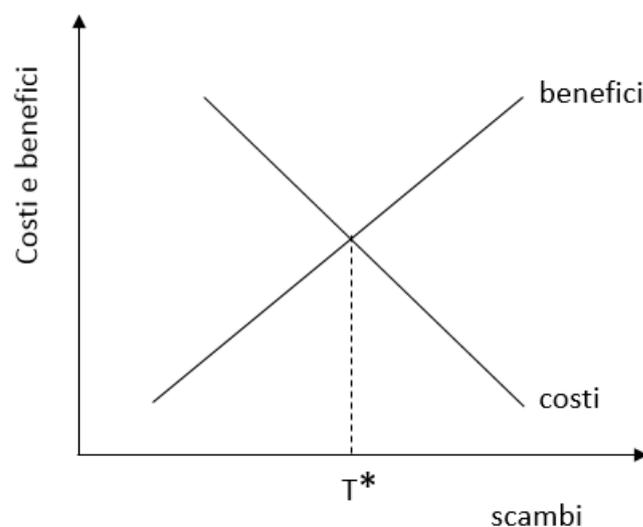


Fig. 4.1 Costi e benefici di un'unione monetaria (% del PIL)

<sup>65</sup> Fonte grafico: De grauwe Paolo (2012), Economia dell'unione monetaria, il Mulino, Bologna

La posizione di tali curve però dipende fortemente dall'opinione che si ha riguardo l'efficacia del tasso di cambio: se si pensa che il tasso di cambio sia uno strumento poco efficace per la stabilizzazione, allora la curva dei costi si sposta verso il basso, implicando che il punto critico che rende più conveniente costruire un'unione monetaria è più vicino all'origine (posizione monetarista); mentre per chi sostiene che il tasso di cambio sia uno strumento valido per eliminare gli squilibri, la curva dei costi si alzerà facendo allontanare il punto critico dall'origine e aumentando disinteresse di un paese ad entrare in un'unione monetaria (posizione dei neo-keynesiani) (fig.4.2 )<sup>66</sup>.

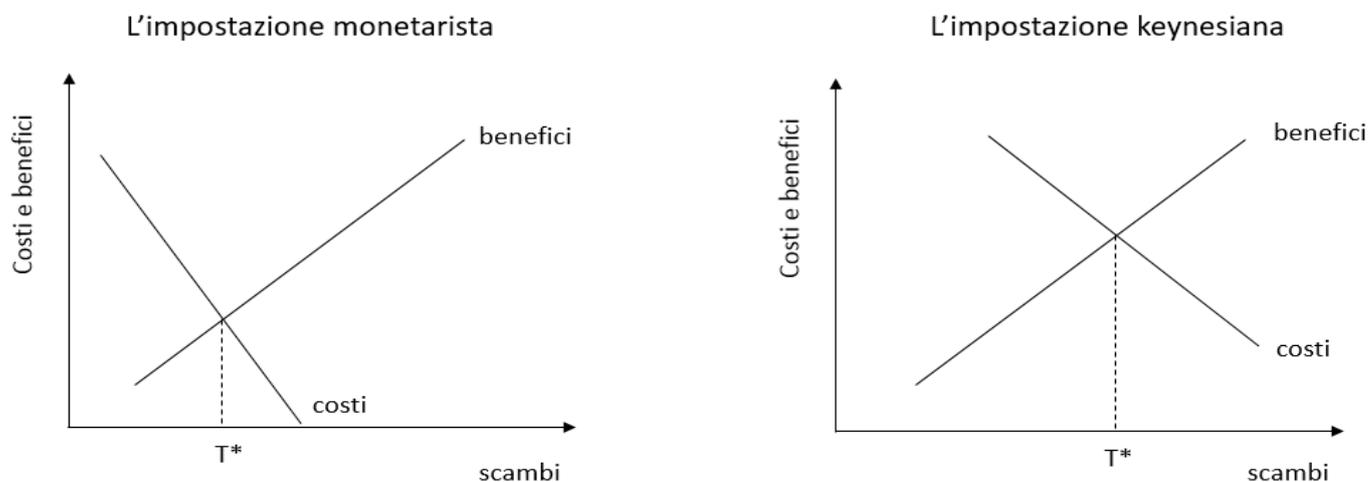


Fig. 4.2 Costi e benefici di un'unione monetaria (2) (% del PIL)

Oltre il grado di apertura vi sono altri aspetti per cui un paese decide di entrare in un'unione monetaria.

Il grado degli scambi tra i paesi dell'Unione Europea varia da paese a paese, ciò testimonia il fatto che anche elementi come il grado di flessibilità e il grado di asimmetria degli shock, abbiano giocato un ruolo importante nella decisione dei paesi di entrare a far parte di un'unione monetaria.

Un altro aspetto è paesi come la Grecia e l'Italia, o in generale paesi tradizionalmente con alti livelli di inflazione, potrebbero aver deciso di entrare all'interno dell'UEM per avere una maggiore stabilità, e come sottolineavano Alesina e Barro nel loro studio, per evitare un'estensione di tale problema affidandosi a una disciplina esterna.

L'analisi costi-benefici è anche influenzata dal grado di rigidità dei prezzi e dei salari. Infatti sappiamo che quando si verificano shock asimmetrici, tali da richiedere cambiamenti dei prezzi relativi, perdere la possibilità di far uso del tasso di cambio può essere uno svantaggio.

Per questo i paesi con prezzi e salari più flessibili incorreranno costi minori nell'adozione di una moneta unica. La flessibilità dei prezzi e dei salari sposta la curva dei costi verso il basso, lo stesso effetto avrà un aumento

<sup>66</sup> Fonte grafico: De grauwe Paolo (2012), Economia dell'unione monetaria, il Mulino, Bologna.

del grado di mobilità del lavoro all'interno dell'unione (fig. 4.3)<sup>67</sup>. Possiamo affermare dunque che flessibilità dei salari, dei prezzi e mobilità del lavoro sono elementi essenziali per un corretto funzionamento di un'unione monetaria, elementi che purtroppo sembrano mancare all'UEM.

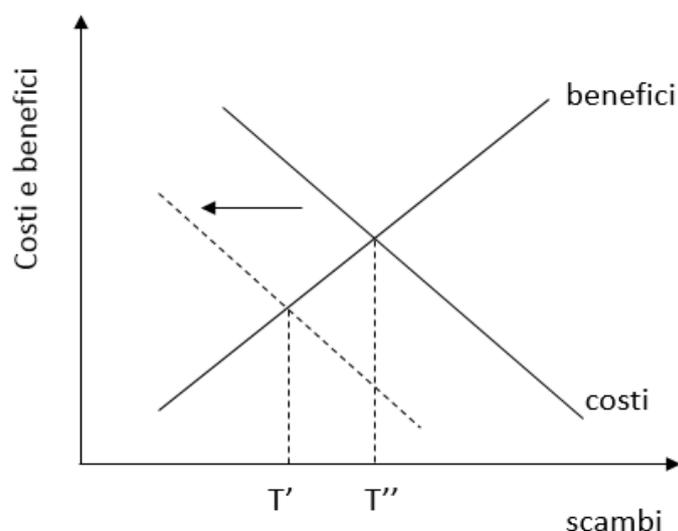


Fig. 4.3 Costi e benefici con rigidità crescente (% del PIL)

Per capire se un'unione monetaria è desiderabile per un paese il fattore della flessibilità del lavoro (flessibilità salariale e mobilità della manodopera) può essere considerato in relazione alla frequenza degli shock asimmetrici che si verificano all'interno del paese (i paesi con un'alta frequenza di shock troveranno più costoso entrare nell'unione, la curva di costo si sposta a destra).

Nella fig. 4.4<sup>68</sup> rappresentiamo la relazione tra shock asimmetrici e flessibilità del lavoro all'interno di un'unione monetaria. Nell'asse Y consideriamo la simmetria<sup>69</sup> fra i paesi che compongono l'unione, aumentando la simmetria diminuisce la probabilità dell'evento di shock asimmetrici, mentre nell'asse X il grado di flessibilità del mercato del lavoro all'interno dell'unione.

Dal grafico possiamo vedere come paesi con alte asimmetrie tra loro, se hanno intenzione di formare un'unione monetaria, evitando al tempo stesso seri problemi di aggiustamento, devono contare su un'elevata flessibilità dei mercati del lavoro. Questa relazione è rappresentata dalla retta AVO con pendenza negativa, essa è formata dall'insieme di combinazioni tra simmetria e flessibilità minime che i paesi devono avere per trarre più benefici che costi da un'unione monetaria. Più precisamente, a destra della curva i benefici supereranno i costi, e i paesi dell'unione saranno in grado di affrontare gli shock asimmetrici più facilmente, a sinistra della curva avverrà il contrario.

<sup>67</sup> Fonte grafico: De grauwe Paolo (2012), Economia dell'unione monetaria, il Mulino, Bologna.

<sup>68</sup> Fonte grafico: De grauwe Paolo (2012), Economia dell'unione monetaria, il Mulino, Bologna.

<sup>69</sup> Per simmetria qui si intende il grado della correlazione esistente fra i tassi di crescita della produzione e dell'occupazione.

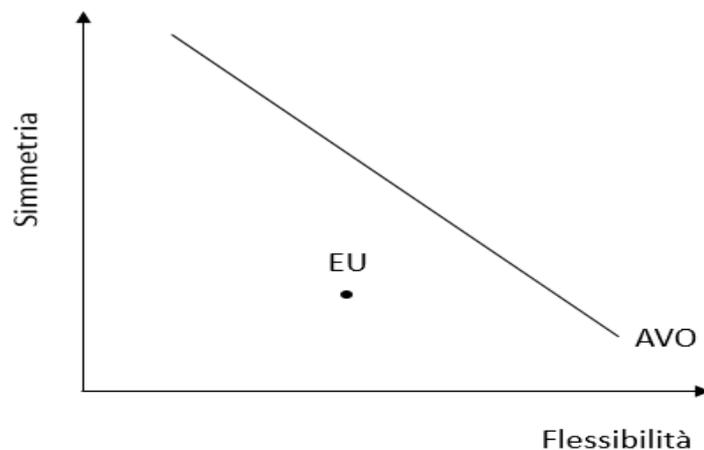


Fig. 4.4 Simmetria e flessibilità del mercato del lavoro nell'UE

Se dovessimo rappresentare UE in tale grafico, la sua posizione sarebbe a sinistra della retta AVO, l'Unione Europea dunque dovrebbe cercare o di aumentare la simmetria tra i paesi oppur aumentare il grado di flessibilità del lavoro, per diventare un'area valutaria ottimale. Le vie per raggiungere tali obiettivi sono: l'unificazione politica e riforme delle istituzioni del mercato del lavoro.

In realtà esiste un altro modo per far sì che la simmetria tra i paesi di un'unione monetaria aumenti, ci riferiamo all'integrazione commerciale tra i paesi. La commissione Europea sostiene che la simmetria tra i paesi e l'integrazione commerciale siano proporzionali, all'aumentare dell'una aumenta anche l'altra.

In questo modo l'UE, potrà agire anche su queste variabili per spostarsi alla destra della retta AVO, così che i benefici di entrare nell'Unione superino i costi.

A questa tesi si contrappone quella di Paul Krugman<sup>70</sup>, il quale sostiene che l'aumento dell'integrazione commerciale provoca una crescita della specializzazione delle industrie e quindi una riduzione della simmetria tra i paesi.

Costi-benefici di un'unione monetaria derivano anche dal grado di completezza dell'unione<sup>71</sup>, di solito unioni complete implicano uno spostamento della curva dei costi verso il basso, incentivando così l'ingresso di un paese all'interno dell'unione, cosa inversa succede quando parliamo di unioni incomplete. Ritorniamo sulla questione della completezza di un'unione nella terza parte di questo scritto.

Ad oggi sembra che l'euro abbia portato ad un incremento degli scambi, quantificabile dal 5 al 20% degli scambi all'interno dell'Eurozona, abbia portato ad una maggiore flessibilità del lavoro, non è chiaro se la simmetria tra i paesi sia aumentata veramente o se l'incremento che c'è stato all'indomani della crisi del 2008-2011<sup>72</sup> è stato causato solo da un forte calo della produzione che ha colpito tutti i paesi in quel periodo.

<sup>70</sup> Paul Krugman è un economista statunitense, attualmente professore nell'Università di Princeton, ha vinto il Nobel per l'economia nel 2008 per la sua analisi sugli andamenti commerciali.

<sup>71</sup> Un'unione monetaria viene detta completa quando oltre che sull'utilizzo di una moneta unica, si basa su un'unione politica e di bilancio.

<sup>72</sup> La crisi dei mutui sub-prime che in seguito ha dato vita alla crisi dei debiti sovrani in diversi stati europei.

## 5. Conclusioni

Come abbiamo potuto vedere da questo capitolo, la teoria AVO nel corso del tempo ha interessato diversi economisti, che hanno contribuito all'estensione e completezza della teoria.

Siamo partiti da Mundell, padre fondatore della teoria che ha posto le basi per comprendere quando un'area valutaria può avere un buon funzionamento. Le condizioni migliori per un'unione monetaria che sia in grado di far fronte a qualsiasi squilibrio risiedono nella mobilità internazionale dei fattori produttivi, senza di essa conviene mantenere un sistema di cambi flessibili.

Abbiamo visto come a tali basi sono stati aggiunte le tesi di Mckinnon e Kenen, anche loro considerati padri della teoria, che hanno esaltato gli elementi del grado di apertura di un paese e della diversificazione del prodotto, entrambi funzionali a diminuire i costi di un abbandono della propria valuta.

Di costi e benefici nello specifico ci siamo concentrati nei paragrafi di Alesina, Barro e De Grauwe, che ci hanno permesso di avere una visione più completa della teoria AVO in riferimento ai costi e benefici che possono derivare dall'entrata in un'unione monetaria.

Tutto quello che abbiamo detto sarà funzionale all'argomento che affronteremo nel prossimo capitolo, ovvero cercheremo di rispondere al quesito se l'UEM è un'unione monetaria completa ed ottimale, evidenziando quali sono i costi e benefici specifici dell'Unione Monetaria Europea e analizzando quali sono le possibili soluzioni a tali problemi.

### III

## Ostacoli ad un'unione monetaria completa ed ottimale: caso dell'Unione Monetaria Europea

Al momento della creazione dell'UEM, la convergenza tra i paesi, un'adeguata mobilità dei due più rilevanti fattori della produzione capitale e lavoro, e la maggior estensione del mercato europeo, erano poste come condizioni imprescindibili per la creazione della moneta unica.

Ad oggi, gli esiti dell'architettura istituzionale europea, sembrano avvalorare l'ipotesi che essa necessiti di una revisione critica degli obiettivi attesi rispetto ai risultati conseguiti. Si inizia a diffondere il pensiero che con vincoli eccessivamente rigorosi, essa abbia limitato le opportunità di crescita dei diversi paesi, provocando una recessione più grave di quella di Wall Street<sup>73</sup>.

La debolezza di tale architettura fu messa in evidenza soprattutto dopo la crisi dei mutui sub-prime. La BCE non poteva essere prestatore di ultima istanza, poiché unico suo obiettivo è il mantenimento della stabilità dei prezzi, interpretato restrittivamente come lotta all'inflazione sul modello Bundesbank. In tale contesto i paesi non possono né mutualizzare i propri debiti<sup>74</sup> né attuare svalutazioni competitive e regolare i tassi d'interesse e di cambio. L'unico strumento che hanno per finanziarsi è il libero mercato dei capitali, ovvero più debito pubblico, il cui aumento, come abbiamo visto nel secondo capitolo, può portare a una minor fiducia degli investitori peggiorando la situazione degli stati debitori, che possono passare da una crisi di liquidità a una di solvibilità.

L'inadeguatezza del Trattato di Maastricht non era sfuggita a illustri economisti e a non pochi premi Nobel, che temevano la rigidità e il rigore fiscale per lo sviluppo dell'UEM.

Dal 1993 premi Nobel come Modigliani, Samuelson, Solow, Blachard, hanno ripetutamente consigliato di abbandonare il progetto della moneta unica per proseguire invece l'obiettivo di un maggior livello occupazionale, in linea con la teoria di Mundell, che individuava nella bassa mobilità del lavoro il maggior vincolo alla creazione di regioni geografiche a moneta comune.

Nel 1998 Jean-Paul Fitoussi e Dennis Snower sottoscrissero un manifesto contro la disoccupazione nell'Unione Europea, sostenevano che bisognava trovare un'interpretazione più ampia della normativa che regolava il ruolo della BCE, non concentrandosi solamente sulla lotta all'inflazione. Riprendendo le loro parole affermavano: «Noi sollecitiamo un ampliamento radicale di questa interpretazione che, al pari della

---

<sup>73</sup> Di Taranto Giuseppe (2014), *L'Europa tradita*, Luiss University Press- Pola s.r.l., Roma.

<sup>74</sup> Mutualizzazione del debito vuol dire la condivisione di un debito attraverso più soggetti che ne diventano garanti. Un esempio corrente di mutualizzazione del debito è la proposta di creazione di Eurobond, ovvero la condivisione del debito pubblico di diverse nazioni in modo da dividerne il rischio e ad abbassare la media dei rendimenti.

normativa relativa alla Federal Reserve statunitense, comprenda almeno un altro obiettivo al quale attribuire lo stesso rilievo: tenere la disoccupazione sotto controllo» (Di Taranto 2014).

Anche Friedman nel 1997 criticò l'introduzione della futura moneta unica, sottolineava che una valuta comune è un eccellente strumento monetario in certe condizioni, molto meno in altre.

Che sia buona o cattiva, dipende dagli strumenti disponibili per far fronte a shock economici che possono colpire le diverse entità che fanno parte di una valuta comune. I tassi di cambio flessibili sono strumenti molto efficaci per quel tipo di problemi, prima di rinunciarne bisogna valutare bene le soluzioni alternative.

A differenza degli Stati Uniti, Friedman fa notare che nell'Eurozona vi è la presenza di salari e prezzi rigidi, un fattore lavoro poco mobile e un'elevata differenziazione del mercato del lavoro e della sua regolamentazione da paese a paese. Con queste caratteristiche, un'unione monetaria non può funzionare efficientemente, i tassi di cambio flessibili si rivelano meccanismi di aggiustamento estremamente utili.

All'interno di questo capitolo vedremo come i difetti (già in parte accennati) dell'UEM hanno portato alla crisi che l'eurozona sta vivendo, e quali possono essere le lezioni che possiamo trarre dal passato e le riforme da attuare per far sì che l'Europa torni a crescere.

## **1. I problemi dell'Unione Monetaria Europea**

### **1.1 Gli errori dell'UEM**

L'errore di base è uno solo, la creazione dell'euro come moneta unica, o per meglio dire, la sua creazione in assenza di un insieme di istituzioni necessarie per il funzionamento dell'Europa con una moneta unica.

Non solo l'Eurozona non è stata strutturata in maniera tale da tener conto dell'eterogeneità economica dei suoi componenti, ma le norme e i regolamenti che la governano non sono stati pensati per promuovere la crescita, l'occupazione e la stabilità.

Le sue disfunzioni a livello strutturale possono essere attribuite all'ideologia economica presente all'epoca dell'istituzione dell'euro e alla mancanza di una solidarietà politica radicata.

C'è da dire che la crisi finanziaria mondiale del 2007-2008 ha messo a nudo i punti più deboli dell'euro, cioè il fatto di impedire l'adattamento a shock che hanno colpito in maniera differente le diverse regioni dell'Eurozona.

Inoltre i criteri del Trattato di Maastricht, scritti per favorire un processo di convergenza, hanno portato invece a divergenze tra i paesi. Le istituzioni europee pensavano che bassi livelli di debito e disavanzo pubblico avrebbero evitato le crisi, e che una massiccia dose di austerità fosse il modo migliore per risollevare un paese dalla recessione, con tagli alla spesa pubblica per ridurre il deficit dello stato.

Chi aveva già attuato una politica del genere in passato era Herbert Hoover, presidente degli Stati Uniti all'epoca del crollo di borsa nel 1929. Egli con la politica di austerità trasformò quel crollo nella grande

depressione. Da lì in poi quelle politiche hanno più volte fallito ad evidenza che esse non ripristinano la prosperità, ma aggravano la recessione<sup>75</sup>.

La risposta all'adozione di questo stesso modello anche in Europa sta nell'ideologia dell'austerità, posizioni radicate sul funzionamento dell'economia che non cambiano nel tempo e che durante l'istituzione dell'euro deteneva la Germania, che come abbiamo detto nel primo capitolo, durante quella fase ha avuto una forte influenza sulla progettazione della struttura europea. Tale ideologia ha anche influenzato il ruolo principe della BCE, ovvero quello di mantenere la stabilità dei prezzi a scapito di disoccupazione e crescita.

L'Europa davanti a tale situazione, suggerisce Joseph Stiglitz<sup>76</sup>, deve muoversi in due possibili direzioni: la prima riguarda la realizzazione delle riforme necessarie per far sì che l'euro funzioni in tutta l'Europa, la seconda riguarda un ridimensionamento graduale del progetto della moneta unica. Vi è bisogno di cambiamenti più sostanziali e profondi di quelli attualmente in discussione.

Un'altra ragione per cui l'Unione Europea si trovi in questo stato è che l'integrazione economica è progredita a maggior velocità di quella politica, che adesso con la crescita dei dissensi e del deficit democratico farà ancora più fatica a crescere.

Con una sufficiente integrazione politica, parte dei benefici di chi sta meglio può essere trasferita a chi è svantaggiato, in tale maniera quando c'è integrazione politica chi subisce delle conseguenze negative può sperare in quelle positive di un altro paese, nel lungo periodo dunque tutti possono sperare di migliorare le loro condizioni.

Un'integrazione politica può essere favorita quando i membri dell'unione sono economicamente molto simili, poiché così è possibile che anche le differenze politiche siano marginali.

Tale integrazione non è presente nell'UEM perché già dalla sua creazione, i vari paesi avevano idee diverse sul funzionamento dell'economia, facendo in modo che i programmi creati non fossero condivisi da tutti e creando così sempre più divisione tra di essi. È difficile che un gruppo così esteso possa condividere una moneta unica e lavorare insieme quando le idee economiche sono opposte.

Sotto tutti i punti di vista i risultati dell'Eurozona sono peggiori dei paesi d'Europa che non ne fanno parte e di quelli degli Stati Uniti, paese in cui la crisi è scoppiata; il fatto che l'Eurozona evidenzii tali risultati fa pensare che i travagli dell'area euro abbiano una cosa in comune, l'euro (grafico 1.1.1 e 1.1.2)<sup>77</sup>.

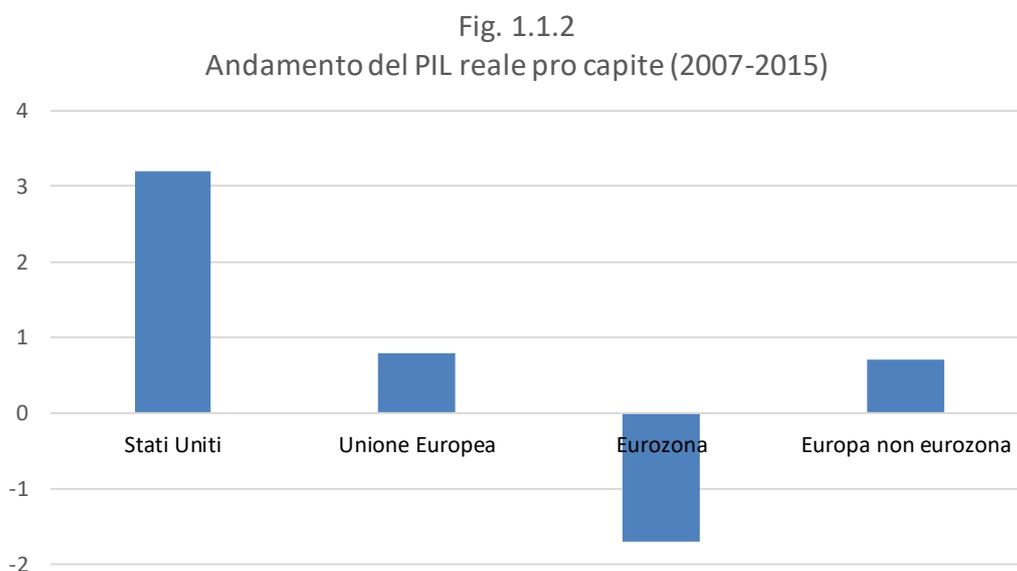
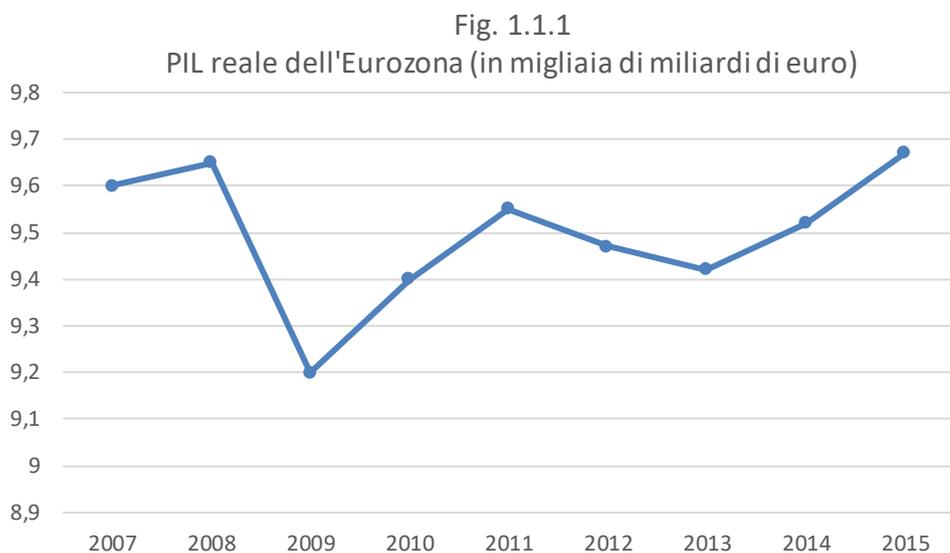
La rigidità della valuta e le regole fondanti dell'unione monetaria, hanno fatto in modo che i paesi membri non avessero gli strumenti per reagire agli shock.

---

<sup>75</sup> Stiglitz Joseph E. (2017), *L'Euro, come una moneta comune minaccia il futuro dell'Europa*, Einaudi, Torino.

<sup>76</sup> Economista statunitense e vincitore del premio Nobel per l'economia nel 2001. Insegna alla Columbia University e scrive sul New York Times.

<sup>77</sup> Fonte dei grafici: Stiglitz Joseph E. (2017), *L'Euro, come una moneta comune minaccia il futuro dell'Europa*, Einaudi, Torino.



## 1.2 Elementi essenziali per il funzionamento di un'unione monetaria

Come già sappiamo quando un paese entra a far parte di un'unione monetaria rinuncia al controllo dei tassi di cambio e d'interesse, ciò può causare diversi problemi al paese in questione che per cercare di arginarli dovrebbe fare "qualcos'altro". Questo "qualcos'altro" è commisurato al grado di similitudine tra i membri dell'unione, e considerato il fatto che i paesi dell'Unione Monetaria Europea, erano e sono, molto diversi tra loro, il "qualcos'altro" necessario era molto di più di quello che l'Europa abbia fatto o probabilmente farà.

Lo stesso Mundell ha chiarito nella sua analisi che i paesi dell'euro sono troppo diversi per condividere senza difficoltà una stessa moneta, inoltre come abbiamo già detto, sembra che i criteri di convergenza abbiano avuto qualsiasi effetto tranne che avvicinare i paesi tra loro; per quanto i paesi possano convergere in termini di disavanzo pubblico e deficit, continueranno pur sempre a mantenere profonde differenze strutturali.

Il problema di avere un unico tasso d'interesse e di cambio è che: se paesi diversi si trovano in situazioni diverse, l'ideale sarebbe che potessero applicare tassi d'interesse diversi per mantenere l'equilibrio macroeconomico e tassi di cambio diversi per mantenere in pari la bilancia commerciale.

L'Unione Monetaria rende tali ipotesi impossibili e inoltre l'errore dell'UEM è stato quello di porre poca attenzione alle istituzioni complementari necessarie al superamento di tali difficoltà, come invece è stato fatto negli USA.

I Fattori dell'euro avevano in mente un meccanismo che avrebbe risolto tali difficoltà all'interno dell'unione, ovvero la svalutazione interna.

Se i prezzi di un paese scendono rispetto a quelli di un altro il tasso di cambio reale diminuisce e le sue merci diventano più competitive, sia rispetto ai partner dell'unione che al resto del mondo. Nei paesi Europei c'è stato una svalutazione interna considerevole ma tale svalutazione non ha funzionato abbastanza velocemente da riportare l'economia in piena occupazione, le esportazioni non sono cresciute come le attese e non sono state in grado di contrastare le conseguenze negative sul settore dei beni "non-traded".

L'alternativa per ridurre il deficit commerciale è quella di diminuire i redditi, in modo tale da ridurre le importazioni riportando così in pareggio il saldo delle partite correnti, soffocando però l'economia.

È così che l'Eurozona è riuscita ad eliminare gli squilibri della bilancia commerciale. Persino la Grecia nel 2015 era quasi arrivata al pareggio, ma gran parte della riduzione del deficit commerciale è da ricondurre a un calo delle importazioni<sup>78</sup>.

Nella loro analisi sulla svalutazione interna i Fattori dell'euro hanno commesso due errori sostanziali:

1. Non hanno dato la giusta attenzione alle conseguenze che una manovra di svalutazione interna avrebbe causato, ovvero una forte contrazione della domanda nel settore dei "non traded goods", che ha superato la lenta risposta dell'export. Da questo deriva il calo massiccio del PIL.
2. La svalutazione interna aumenta la leva finanziaria, cioè il rapporto tra il valore del debito delle famiglie, imprese e governo, rispetto ai loro relativi redditi, portando tali soggetti sull'orlo della bancarotta e alla riduzione delle loro spese, con una conseguente diminuzione delle importazioni e un miglioramento della bilancia commerciale, ma anche, tagli alla produzione manifatturiera che hanno fatto diminuire in maniera considerevole il PIL.

L'esaltazione dei disavanzi pubblici da parte dei promotori dell'euro trova le sue radici nel passato. Nel 1990 era diffusa l'idea che il disavanzo pubblico e deficit fossero strettamente legati tra loro: se lo stato aumenta la spesa pubblica, mantenendo il resto uguale, la domanda aggregata aumenta. Se l'economia è in piena occupazione l'aumento della domanda aggregata può essere soddisfatto solamente con un aumento delle importazioni, se le esportazioni non crescono il deficit commerciale aumenta.

---

<sup>78</sup> Stiglitz Joseph E. (2017), *L'Euro, come una moneta comune minaccia il futuro dell'Europa*, Einaudi, Torino.

Ma dall'esperienza odierna, possiamo osservare che non per forza una riduzione della spesa pubblica, come impongono i criteri di convergenza, previene deficit commerciali persistenti e di vasta portata, questo perché i deficit commerciali non sono causati dalla spesa dello stato, bensì dagli eccessi del settore privato.

Questa tesi mette in discussione il rapporto causale tra spesa pubblica e deficit commerciale. Di solito quando un paese registra un deficit commerciale, magari a seguito di una riduzione dell'export, aumenta la disoccupazione poiché la domanda aggregata scende. Da Keynes in poi, a tale aumento della disoccupazione, i governi democratici rispondono con aumenti della spesa pubblica, per stimolare di nuovo la crescita dell'economia e dell'occupazione. Dunque non è la maggior spesa pubblica a causare l'aumento del deficit commerciale, ma è l'aumento del deficit commerciale a causare quello della spesa pubblica. Quello che è accaduto in Europa con l'euro ha confermato questa conclusione.

Altri aspetti da considerare sono la mobilità del lavoro e flessibilità dei salari, elementi indispensabili per un corretto funzionamento di un'unione monetaria.

- a) La flessibilità dei salari: i mercati del lavoro in Europa continentale sono tra i più rigidi del mondo. Tale rigidità va attribuita all'elevata copertura sindacale e ai generosi sistemi di sussidi alla disoccupazione, in combinazione con un ordinamento giuridico che tende a ridurre la flessibilità del lavoro.
- b) Mobilità del lavoro: all'interno dell'Unione Europea vi è una scarsa mobilità del lavoro, che viene attribuita, oltre che alle differenze culturali e linguistiche, ad altre istituzioni sociali che rendono difficile l'integrazione del lavoratore in un altro paese.

In breve i vincoli imposti dall'Eurozona, associati alle sue caratteristiche e ad un'ideologia fondante neo-liberalista hanno fomentato le conseguenze della crisi dei mutui sub-prime e condotto l'Europa all'odierna crisi.

### **1.3 Insegnamenti dal passato**

Nel loro scritto "cross of Euros" (2013), Kevin O'Rourke<sup>79</sup> e Alan M. Taylor<sup>80</sup> riconducono la crisi dell'eurozona a tre questioni principali:

- Quali politiche macroeconomiche sono necessarie per assicurare un aggiustamento degli shock tra i paesi?
- Qual è la struttura necessaria per la sopravvivenza dell'Eurozona?
- Come possono essere minimizzati i costi di una rottura con l'Unione Monetaria?

---

<sup>79</sup> Economista irlandese specializzato in storia dell'economia ed economia internazionale.

<sup>80</sup> Professore di economia e finanza presso l'University of California.

Per rispondere a queste domande i due autori fanno riferimento ad eventi passati, da qui possiamo trarre delle lezioni per cercare di interpretare e risolvere i problemi dell'Unione Monetaria.

Tra gli argomenti ripresi troviamo: il gold standard, che ci dà delle lezioni sui provvedimenti da prendere per contrastare gli shock asimmetrici; la storia dell'Unione Monetaria Americana, che suggerisce le istituzioni da creare per far sì che l'Eurozona sopravviva; la crisi in Argentina del 2002 che può farci capire quali potrebbero essere le probabili conseguenze di una rottura con l'UEM.

Per prima cosa iniziamo a parlare della questione degli shock all'interno di un'unione monetaria.

I problemi vengono a galla nel momento in cui avviene uno shock asimmetrico, ovvero uno shock che ha conseguenze diverse nei vari paesi. In tal caso un'unione monetaria per far fronte a tali squilibri ha bisogno, come abbiamo già detto, di un'alta mobilità del lavoro, flessibilità di salari e prezzi, o in alternativa una politica fiscale centralizzata che possa facilitare la risposta agli shock.

Se queste caratteristiche non sono presenti all'interno dell'unione, le regioni reagirebbero meglio con una propria valuta, utilizzando lo strumento dei tassi di cambio flessibili.

Il gold standard è una testimonianza di quello che può succedere quando più paesi condividono un tasso di cambio fisso, una libera circolazione del capitale e di conseguenza, una stessa politica monetaria<sup>81</sup>.

L'esperienza del 1929-1930 non è solo un ammonimento alle limitazioni delle strategie di aggiustamento basate sulla svalutazione interna e sulla austerità fiscale, ma anche un'illustrazione del potere della politica monetaria e del valore delle politiche flessibili.

A differenza dell'Eurozona, gli Stati Uniti sembrano soddisfare i tre criteri che Mundell (1961) ricordava nella sua Teoria dell'aria valutaria ottimale, ovvero l'integrazione dei mercati, simmetria degli shock e mobilità del lavoro. Il confronto con l'Eurozona è espresso nel grafico 1.3.1<sup>82</sup>.

Il grafico è suddiviso in 4 pannelli, ognuno dei quali indica un aspetto fondamentale per il corretto funzionamento di un'unione monetaria.

1. Il pannello A mette a confronto gli scambi commerciali all'interno degli USA e dell'Euro-area. Gli Stati Uniti registrano scambi commerciali per un ammontare uguale al 66% del PIL mentre l'Euro-area solo il 17%.
2. Il pannello B descrive il grado di simmetria che vi è tra i paesi membri dell'unione. Per misurare questa variabile si mette a confronto la correlazione che vi è fra la crescita del singolo paese e dell'Unione Monetaria. La correlazione negli Stati Uniti ammonta allo 0,78, su un massimo di 1, mentre nell'Eurozona allo 0,5.
3. Il pannello C rappresenta la quantità di persone che lavorano in un paese diverso da quello in cui sono nate, attraverso questi dati viene evidenziata la mobilità del fattore lavoro. Negli Stati Uniti ammontano al 42% della popolazione, nell'Eurozona appena al 14%.

---

<sup>81</sup> Trilemma macroeconomico: impossibilità di una coesistenza di più di due elementi tra perfetta mobilità dei capitali, regime di cambi fissi e autonomia della politica monetaria.

<sup>82</sup> Fonte del grafico: O'Rourke Kevin and Taylor Alan, *Cross of Euros*, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 27, No.3 (Summer 2013), pp. 167-191.

4. Il pannello D riguarda la politica fiscale e valuta con quale percentuale i trasferimenti federali compensano gli shock relativi al reddito. A differenza dell'UEM gli Stati Uniti hanno un'unica autorità fiscale, che implica tasse nazionali e stabilizzatori automatici tra i paesi. Nell'Eurozona tali stabilizzatori sono assenti, non vi è la presenza di una politica fiscale accentrata, facendo in modo che l'effetto di tali stabilizzatori fiscali ammonti praticamente a 0, contro il 30% negli USA,

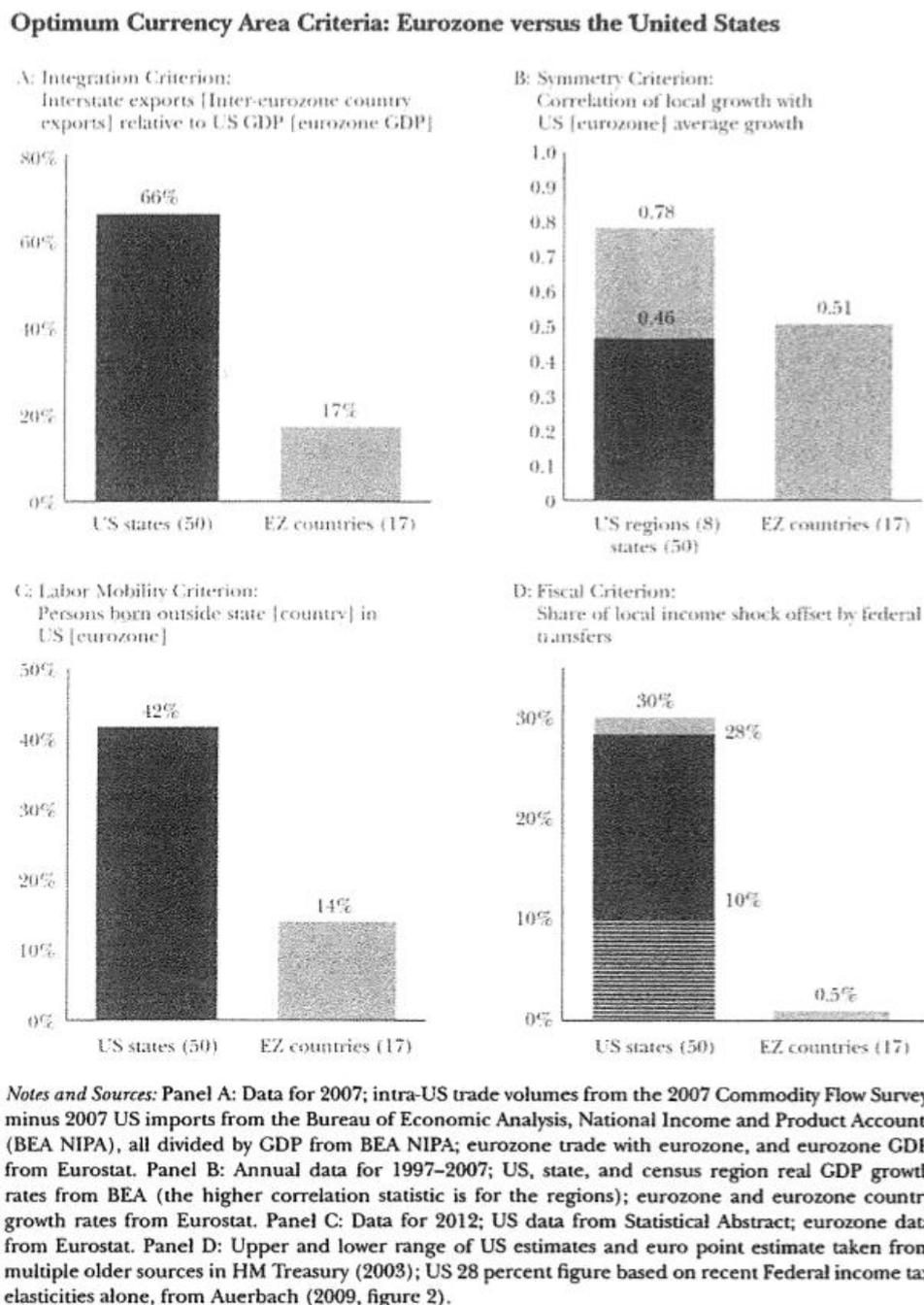


Fig. 1.3.1 Confronto Eurozona-Stati Uniti

Concludiamo questo paragrafo ponendo l'attenzione sull'ultimo quesito riguardante le possibili conseguenze di una rottura con l'Eurozona.

Nel 2002 l'Argentina decide di uscire da un sistema di cambi fissi. Dopo tale decisione abbiamo assistito all'immediato arresto dei prestiti da parte dei creditori esteri, incluso il FMI (Fondo Monetario Internazionale).

Il governo argentino allora, per soddisfare il proprio fabbisogno economico, prese soldi dalle banche locali. Quando il governo non fu più in grado di ripagare i debiti, le banche diventarono insolventi, creando così un triplice crisi: bancaria, del debito estero e caduta del valore della valuta.

Tale situazione porta l'Argentina a dichiarare che i crediti in dollari sarebbero stati ripagati in pesos, così da ridurre il costo per il governo argentino del salvataggio delle banche. La decisione però, portò a varie controversie legali, che tratte per diversi anni portarono a incertezza verso il futuro. Nonostante questo, una volta ristrutturato il debito, l'Argentina è tornata a crescere, ottenendo ottimi risultati su PIL e disoccupazione. Questa esperienza può essere di aiuto ai paesi dell'Eurozona per valutare quali potrebbero essere le potenziali conseguenze di un'uscita dall'UEM, e stabilire dunque quale sia la scelta migliore da fare per preservare il futuro del proprio paese.

## **2. Come completare l'Unione Monetaria Europea**

Nel paragrafo precedente, abbiamo esposto quelli che sono i principali problemi dell'UEM. Adesso ci concentreremo su un problema in particolare dell'Eurozona, cioè quello di essere un'unione monetaria incompleta.

La differenza che vi è tra un'unione monetaria completa e non, risiede nel fatto che la prima è caratterizzata da un'unione di bilancio, mentre nella seconda, ogni paese mantiene la propria politica di bilancio indipendente.

Ulteriore problema di un'unione monetaria incompleta è che, gli investitori che acquistano titoli del debito pubblico non hanno la certezza che lo stato sia sempre adempiente agli impegni del debito sovrano. Questo perché i governi nazionali emettono titoli del debito pubblico con una moneta sulla quale non hanno alcun controllo diretto. Tale incertezza fa sì che i governi siano soggetti ad attacchi speculativi degli investitori, i quali se pensano che il governo sarà inadempiente, inizieranno a vendere i titoli facendo aumentare il tasso di interesse. L'aumento del tasso di interesse porta ad una crescita del disavanzo del deficit di bilancio, al quale conseguirà un'intensificazione del programma di austerità con tagli alla spesa pubblica ed aumenti delle imposte, per far sì che lo stato non incorra in una crisi di liquidità.

Uno scenario del genere, non si verificherebbe se i paesi di un'unione monetaria potessero essere sicuri del fatto che, la banca centrale, fornisca sempre liquidità corrente per rimborsare alla scadenza i detentori dei titoli di stato, proprio come avviene nei paesi indipendenti. In questo modo si potrebbero anche evitare vendite speculative da parte dei detentori di titoli di stato.

Per ridurre la fragilità dell'UEM e renderla un'unione monetaria completa, vi sono due possibili strade da seguire:

1. Affidare il ruolo di prestatore di ultima istanza alla BCE:

È proprio nei paesi monetariamente indipendenti che le crisi di liquidità vengono evitate. In questi paesi infatti, la banca centrale, può essere obbligata dai rispettivi governi a fornire la liquidità necessaria richiesta dal loro fabbisogno.

Tutto questo, può essere realizzato anche all'interno di un'unione monetaria, quando la banca centrale assume il ruolo di prestatore di ultima istanza, ovvero assicura di garantire liquidità ai governi quando ne hanno bisogno.

Se nell'UEM la BCE non ha ancora assunto questo ruolo, è perché questa ipotesi è soggetta a diverse critiche. Quando la BCE iniziò a comprare titoli di stato nel 2010, si disse che tale manovra avrebbe portato ad un aumento della massa monetaria e quindi all'inflazione. Ma come sosteneva Friedman, non sempre un aumento della massa monetaria porta ad un aumento dell'inflazione, inoltre quando la banca centrale acquista titoli, accresce la base monetaria<sup>83</sup>, che non si traduce automaticamente in un aumento della massa monetaria.

Altra critica è che l'acquisto da parte della BCE di titoli di stato potrebbe portare a un rischio di moral hazard. I paesi avendo la garanzia di un prestatore di ultima istanza, sarebbero incentivati ad indebitarsi. È un rischio che potrebbe essere facilmente evitato imponendo limiti alla possibilità dei governi di indebitarsi, proprio come avviene all'interno del sistema bancario<sup>84</sup>.

2. Consolidare tutti i debiti nazionali in un unico bilancio comune:

Questa scelta è utile per due motivazioni principali: in primo luogo, un simile consolidamento porterebbe alla nascita di un'unica autorità fiscale in grado di emettere strumenti di debito e di proteggere così gli stati dagli attacchi speculativi.

In secondo luogo, con un bilancio consolidato, si darebbe vita ad un meccanismo di trasferimenti automatici<sup>85</sup>, utile per contrastare gli shock asimmetrici.

Il consolidamento dei debiti pubblici nazionali in un unico debito europeo, ridurrebbe la fragilità dell'UEM, consentendo di contrastare al meglio le ondate di sfiducia dei mercati, difficilmente gestibili da un governo che non dispone di una politica monetaria indipendente.

---

<sup>83</sup> La base monetaria è l'insieme del circolante più i depositi delle banche presso la banca centrale. La massa monetaria invece rappresenta è rappresentato dall'aggregato monetario M3.

<sup>84</sup> Nel sistema bancario la BCE si assume il ruolo di prestatore di ultima istanza, garantendo liquidità illimitata in tempi di crisi, indipendentemente dalle conseguenze di questa azione per azzardo morale. L'autorità preposta alla regolamentazione dell'attività bancaria si assume invece la responsabilità della vigilanza e della supervisione dell'attività delle banche; esercizio in parte svolto direttamente dalla BCE dopo l'avvento dell'Unione Bancaria. Questo sistema potrebbe essere adottato nel progetto di governance dell'Eurozona.

<sup>85</sup> Il bilancio centralizzato permetterebbe di trasferire automaticamente reddito dagli stati membri che si trovano in buone condizioni, verso quegli stati investiti da shock negativi.

Un passo del genere richiede però, un grado avanzato di unione politica. I paesi membri dovrebbero essere disposti a trasferire la loro sovranità in materia di tassazione e spesa pubblica alle istituzioni europee. Un'unione politica porterebbe grossi vantaggi all'UEM, renderebbe possibile un'unione di bilancio e l'utilizzo di meccanismi di trasferimenti automatici per contrastare gli shock asimmetrici, avvicinandola alla concezione di area valutaria ottimale.

Un'unione politica inoltre, rafforzerebbe l'integrazione tra gli stati, avvicinandoli e riducendo così la possibilità che si verifichino shock asimmetrici all'interno dell'Unione.

Ad oggi purtroppo, per i motivi che abbiamo visto nel primo paragrafo, un'unione politica tra i membri dell'unione europea sembra irrealizzabile.

### **3. I difetti della politica monetaria europea**

#### **3.1 Valutazione critica della politica monetaria europea**

Ricollegandoci agli effetti che la sfiducia da parte degli investitori potrebbe causare ai paesi membri di un'unione monetaria, nel caso specifico dell'UEM, a ripristinare la fiducia verso i governi nazionali fu il discorso di Mario Draghi<sup>86</sup> del 2011.

Egli affermava che la BCE era pronta a fare tutto il necessario per preservare l'euro.

Se in quel contesto la BCE ha assunto un ruolo costruttivo nel preservare l'Eurozona, tuttavia, le sue azioni e la sua struttura, nei suoi 15 anni di esistenza, hanno fatto nascere dei dubbi sulla sua adeguatezza e sul ruolo che deve svolgere.

Il problema più rilevante, è stato quello di dar vita ad un'istituzione che non fosse sottoposta a controllo democratico e che si occupasse solamente di mantenere la stabilità dei prezzi, a discapito di occupazione e crescita. Al contrario la Federal Reserve, oltre che preoccuparsi del controllo dell'inflazione, ha il compito di promuovere la crescita e l'occupazione. Inoltre, dopo la crisi del 2007-2008, ha anche assunto il ruolo di mantenere la stabilità finanziaria<sup>87</sup>.

Queste differenze tra i mandati delle due banche, nascono dal fatto che, al momento della nascita della BCE (e anche inseguito) si pensava che per raggiungere buoni risultati macroeconomici, bastava che le autorità monetarie si concentrassero nel mantenere bassa l'inflazione. Si pensava che un'ottima allocazione delle risorse, poteva essere raggiunta facendo affidamento solamente sul mercato. Con questa idea sembrava inutile che la BCE svolgesse compiti diversi da quello di mantenere la stabilità dei prezzi. Ma, come ci ha insegnato Keynes, è indispensabile un intervento delle istituzioni pubbliche per garantire un'ottima ed equa allocazione delle risorse.

---

<sup>86</sup> Economista, accademico, banchiere e dirigente pubblico italiano. Dopo essere stato nominato nel 2005 governatore della Banca d'Italia, nel 2011 diventa presidente della Banca Centrale Europea.

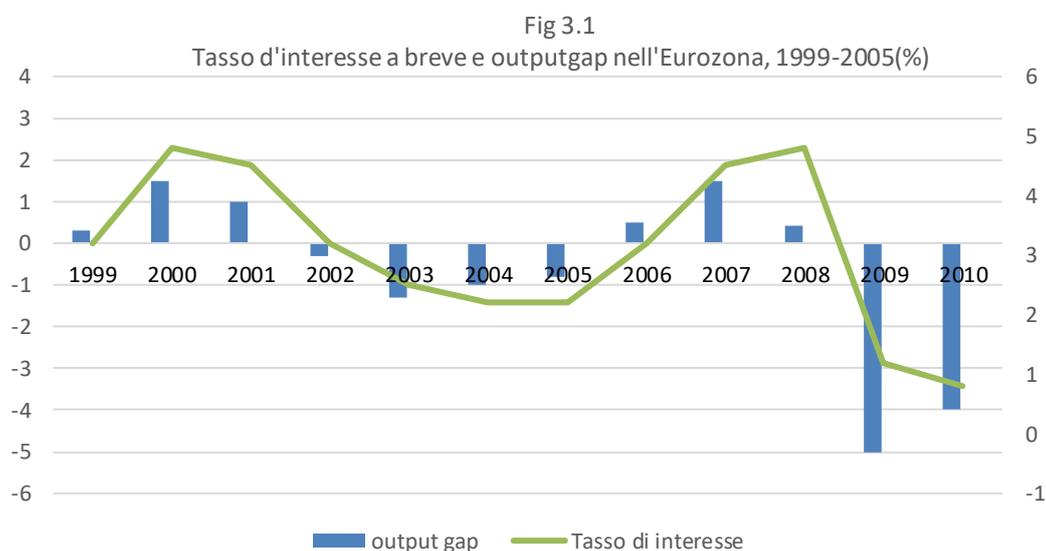
<sup>87</sup> Stiglitz Joseph E. (2017), *L'Euro, come una moneta comune minaccia il futuro dell'Europa*, Einaudi, Torino.

Dopo la crisi finanziaria dei mutui sub-prime, abbiamo visto come gli ideali sull'ottimo funzionamento dei mercati e sul derivante ruolo marginale della BCE, siano risultati sbagliati. La crisi ha creato danni molto più gravi, di qualsiasi altri prodotti dall'inflazione.

Una delle motivazioni per cui gli Stati Uniti sono usciti prima dalla crisi rispetto all'Europa (nonostante fosse scoppiata nel loro paese), è che, mentre l'Europa continuava a preoccuparsi dell'inflazione, la Fed abbassava i tassi d'interesse, creando un apprezzamento dell'euro e causando così effetti al ribasso sulla produzione europea. La BCE ha consentito agli Stati Uniti di procedere a una svalutazione competitiva contro la moneta europea, in questo modo l'economia americana si riprese più velocemente di quella europea, che continuava a concentrarsi solamente sulla stabilità dei prezzi come un chiodo fisso.

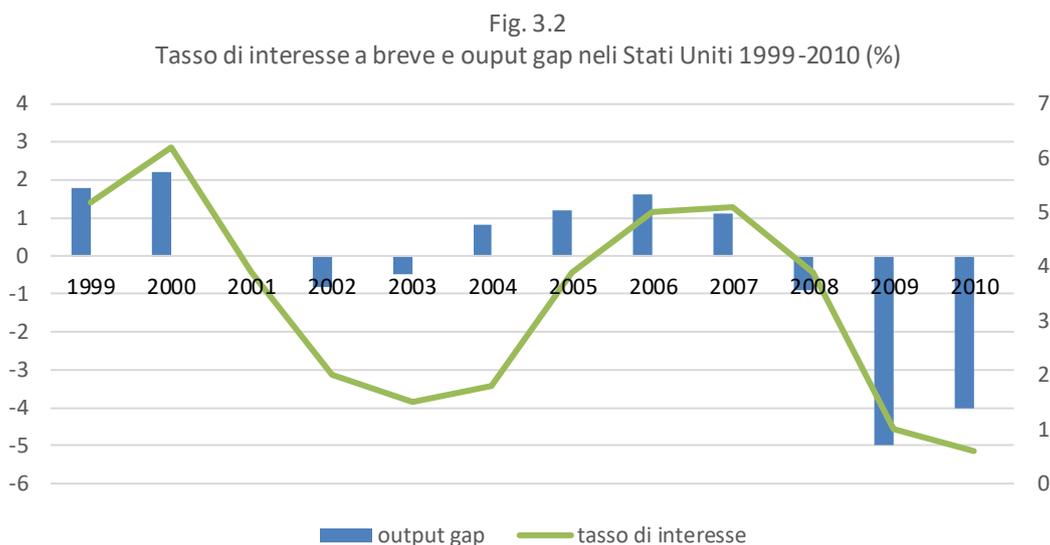
Dall'analisi di alcuni dati possiamo osservare come la BCE rispetto alla Fed, nel corso del suo operato, abbia reagito ad uguali variazioni dell'output gap<sup>88</sup> in maniera meno intensa ed incisiva.

Dai grafici 3.1 e 3.2<sup>89</sup>, in cui viene rappresentata la relazione tra il movimento dei tassi d'interesse e la variazione dell'output gap rispettivamente per Fed e BCE, notiamo che tra il 2003-2004 la riduzione dell'output in Europa fu tanto quanto quella avvenuta negli Stati Uniti, ciò nonostante le reazioni della BCE non sono state così marcate come quelle della Fed.



<sup>88</sup> L'output gap rappresenta la differenza tra il prodotto interno lordo effettivo e quello potenziale.

<sup>89</sup> Fonte dei grafici: De grauwe Paolo (2012), *Economia dell'unione monetaria*, il Mulino, Bologna.



Dunque, nonostante vi siano state analogie nei movimenti della produzione di USA ed Eurozona in diversi anni, le due banche centrali hanno reagito in maniera differente, con la BCE che si è dimostrata meno propensa a stimolare la produzione. Sotto questo punto di vista la BCE può essere definita come una banca centrale conservatrice, il cui ruolo principale è stato, ed è, quello di garantire la stabilità dei prezzi.

Comunque è utile evidenziare che il targeting sull'inflazione non impedisce alla BCE di raggiungere anche altri obiettivi.

L'inflation targeting porta con sé anche la stabilizzazione dell'output quando gli shock provengono dal lato della domanda. Consideriamo uno shock che aumenti la domanda aggregata causando un aumento dell'output, che supera il livello di pieno impiego, ed un aumento dei prezzi. La BCE proseguirà una politica monetaria restrittiva alzando i tassi di interesse, che porterà ad una riduzione degli investimenti che a loro volta, porteranno ad una diminuzione della domanda, riportando prezzi ed occupazione in equilibrio (Fig. 3.3)<sup>90</sup>.

Il problema si ha quando lo shock viene dal lato dell'offerta. Dato uno shock negativo dell'output che porta ad un aumento dei prezzi, la BCE deve decidere se concentrarsi sulla stabilità dei prezzi, aumentando il tasso di interesse (azione che porta ad un'ulteriore riduzione della domanda e quindi della produzione ma che fa sì che i prezzi non aumentino ulteriormente) oppure, decidere di ridurre il tasso d'interesse per far crescere di nuovo la produzione (azione che porta ad un aumento della domanda e quindi ad un'ulteriore aumento dei prezzi). In questo caso si presenta la possibilità di un trade-off tra inflazione e stabilizzazione dell'output.

La BCE ha chiarito che ogni volta si manifesti tale possibilità di trade-off, essa sceglierà di perseguire l'obiettivo della stabilità dei prezzi.

<sup>90</sup> Fonte grafico: De grauwe Paolo (2012), *Economia dell'unione monetaria*, il Mulino, Bologna.

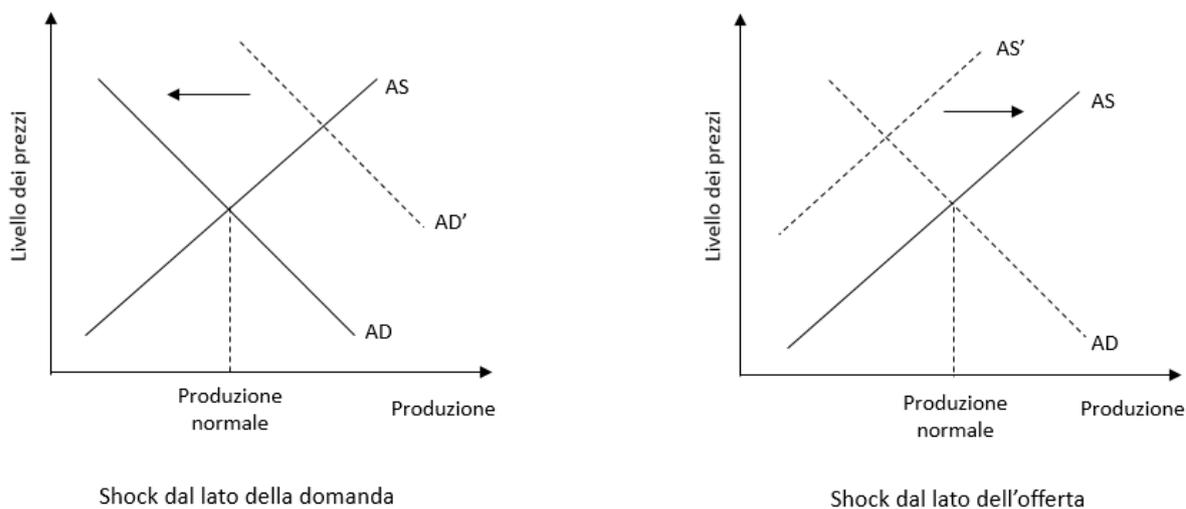


Fig. 3.3 Shock da domande e da offerta aggregate

La persistente attenzione all'inflazione ha portato nel corso degli anni, ad un rilevante aumento della disoccupazione e delle disuguaglianze all'interno dei paesi membri. Ad accentuare tali disuguaglianze in primis, furono politiche come quelle di Jean-Claude Trichet, governatore della BCE nel periodo antecedente alla crisi, il quale sosteneva che vi era bisogno di una maggiore flessibilità retributiva. I salari andavano tagliati.

In questo modo aumentavano le disuguaglianze, creando divisione e disfunzione all'interno delle società. Parlare di unificazione politica ed economica in un contesto simile risulta difficile.

Nonostante tutto, bisogna riconoscere alla BCE che, all'indomani della crisi, essa abbia utilizzato strumenti che andavano contro le sue basi tradizionali e le idee dei conservatori. I tedeschi, soprattutto, avrebbero sempre voluto un ruolo limitato della BCE, per questo furono tra quelli che si opposero al programma di Quantitative Easing<sup>91</sup> e al suo ruolo in materia di vigilanza.

La crisi del 2008 ha ricordato quale fosse il motivo per cui le banche centrali nascono, ovvero quello di mantenere la stabilità finanziaria. I vincoli della BCE limitano la sua capacità di adattamento e pongono l'Europa in una posizione di svantaggio. Come abbiamo già detto, la revisione del ruolo della BCE e della sua struttura sono punti da dover affrontare per riportare le regioni dell'Eurozona a crescere e prosperare.

<sup>91</sup> Programma attraverso il quale la BCE acquista titoli di stato e di altro tipo dalle banche europee, al fine di immettere nuovo denaro nel sistema economico.

## 3.2 L'Unione Bancaria Europea

La crisi finanziaria scoppiata negli Stati Uniti, come già abbiamo detto, ha posto l'attenzione sulla stabilità del settore finanziario. A questo proposito in Europa sono state assunte una serie di misure coordinate per promuovere la "Safety and Soundness" del sistema finanziario europeo, e ad evitare che i governi fossero nuovamente chiamati a finanziare salvataggi bancari.

Su questa visione nasce l'unione Bancaria Europea, consistente principalmente in una supervisione comune, che punta ad assicurare il rispetto di misure prudenziali in termini di capitale di vigilanza e di liquidità delle banche.

L'Unione Bancaria è un progetto di riforme molto complesso che si basa su una serie di misure coordinate e convergenti verso una pluralità di obiettivi, tra questi ricordiamo:

1. Rafforzare la robustezza patrimoniale e la liquidità delle banche
2. Creare un unico sistema normativo
3. Possedere un efficace sistema di risoluzione delle crisi che tuteli i depositanti
4. Possedere un efficace sistema di vigilanza e supervisione
5. Promuovere un sistema finanziario più sicuro e trasparente
6. Ridurre l'eccessivo affidamento sulle società di rating
7. Prevenire e punire casi di abuso di mercato

Il principio cardine dell'Unione Bancaria Europea risiede nel pilastro del "single supervisory Mechanism". Tale programma fa sì che la BCE assuma, all'interno dell'euro-area, un ruolo di vigilanza, controllando le banche europee più grandi. La posizione è stata assunta dalla BCE nel 2014, due anni dopo la nascita dell'Unione Bancaria. In questi due anni la BCE prima di assumere il ruolo di istituto di vigilanza, ha sottoposto i patrimoni delle principali banche europee ad un'analisi che misurasse la loro qualità patrimoniale, l'Asset Quality Review (AQR). L'AQR è servito alla BCE per preparare le banche allo Stress Test, ovvero un test che attraverso la variazione di alcune variabili valuta le conseguenze che queste hanno sulle banche, osservando così la loro solidità patrimoniale.

Nel caso in cui la banca dovesse trovarsi in situazione di default, scatta il secondo pilastro della direttiva dell'Unione Bancaria, ovvero il "Single Resolution Mechanism". Meccanismo che punta ad implementare la normativa di risoluzione ed a vincolare le banche sottoposte al controllo della BCE, a descrivere un piano di rimedio con le azioni che le banche potrebbero attuare per restare in vita.

L'ultimo pilastro della direttiva riguarda la tutela dei depositanti. I depositi fino a 100.000€ sono protetti da un fondo costituito ex-post dalle banche europee.

## 4. Il ruolo delle politiche fiscali

Abbiamo già sottolineato come l'elemento dell'unione di bilancio sia essenziale per completare un'unione monetaria. Secondo i principi della teoria AVO, la centralizzazione delle politiche fiscali è indispensabile per il corretto funzionamento di un'area valutaria.

Con la presenza di una politica fiscale centralizzata, l'avvento di uno shock asimmetrico di domanda, che dovesse spostare la domanda dei consumatori dal paese B al paese A, sarebbe contrastato attraverso una redistribuzione del reddito dal paese A al paese B.

Se il paese B subisce una riduzione della domanda, ciò crea disoccupazione e quindi una riduzione delle entrate fiscali ed un aumento dei sussidi per la disoccupazione. Allo stesso tempo in A avviene la cosa opposta, aumenta la produzione, si riduce la disoccupazione ed aumentano le entrate fiscali.

Un bilancio comune potrebbe redistribuire automaticamente il maggior reddito prodotto in A verso B, mitigando così le conseguenze sociali negative. L'assenza di bilancio invece, porta a conseguenze ancora più negative per il paese B, dove la riduzione dell'entrate fiscali e la maggior spesa per i sussidi, porterebbero ad un aumento del disavanzo pubblico che costringerebbe il paese ad indebitarsi, aumentando un rischio di liquidità ed insolvenza.

La soluzione dell'unione di bilancio ha senso nel momento in cui parliamo di shock non permanenti. Nel caso in cui gli shock fossero permanenti, con un'unione di bilancio, assisteremmo a un continuo trasferimento di reddito da un paese all'altro, dunque, l'unico mezzo per contrastarli, sarebbe la presenza di flessibilità di salari e prezzi e/o la presenza di mobilità del lavoro.

Nell'UEM, per le divergenze che si sono create e per la differenza di pensiero tra i vari paesi, la realizzazione di un'unione di bilancio, sembra al momento irraggiungibile.

L'alternativa allora, consiste in un utilizzo flessibile delle politiche fiscali, che permetterebbero così ai paesi colpiti da shock negativi, di lasciar crescere il disavanzo di bilancio per rilanciare la crescita economica.

I paesi dell'Eurozona hanno bisogno di disporre di maggiori strumenti per contrastare questi shock. In assenza degli strumenti del tasso di cambio, del tasso di interesse, della presenza di salari flessibili e mobilità di lavoro, lo strumento delle politiche fiscali è l'unico rimasto su cui poter intervenire.

Al momento le politiche fiscali dell'UEM sono guidate dal Patto di Stabilità e Crescita (PSC), che si divide principalmente in tre parti:

1. I paesi devono avere bilanci equilibrati nel lungo periodo. Essi non devono contrarre nuovi debiti nell'arco di una fluttuazione ciclica.
2. I paesi che presentino un disavanzo di bilancio maggiore del 3% saranno sanzionati.
3. Le sanzioni non possono essere applicate a paesi che attraversano circostanze eccezionali.

Il PSC e il trattato di Maastricht sono l'affermazione che, per le istituzioni dell'UE, le politiche fiscali vanno disciplinate, non vi è spazio per la flessibilità.

Questa tesi si basa sul fatto che, un paese che lascia aumentare il proprio debito crea effetti spillover negativi sul resto dell'UEM. Gli spillover a cui si fa riferimento sono essenzialmente due:

1. Un paese che lascia aumentare il proprio debito ricorre in gran parte ai mercati dei capitali europei, facendo aumentare il tasso d'interesse. L'aumento del tasso dell'unione fa aumentare a sua volta l'onere del debito pubblico degli altri paesi.
2. L'aumento del tasso d'interesse dell'unione, provocherà pressioni alla BCE costringendola ad allentare la propria politica monetaria. Politiche fiscali non sostenibili interferiranno con la condotta della politica monetaria europea.

Il problema centrale è capire se il PSC e il trattato di Maastricht, non abbiano esagerato nell'imporre rigide regole numeriche sulle condizioni delle politiche fiscali. All'interno dell'UEM le politiche fiscali nazionali, dovrebbero trovare un equilibrio tra: la necessità di aumentare la loro flessibilità al fine di contrastare gli shock asimmetrici (data la mancanza di flessibilità di salari e prezzi e mobilità del lavoro) e la necessità di vincolare gli effetti spillover visti pocanzi.

Ai sostenitori del PSC e della regolamentazione delle politiche fiscali, si oppongono coloro che affermano che i membri di un'unione monetaria, hanno dei vincoli di bilancio maggiori rispetto ai paesi autonomi, perché emettono debito con una valuta che non gli appartiene, riducendo la loro capacità di finanziare i disavanzi di bilancio. La presenza di ulteriori vincoli, risulta quindi inutile.

Nella tabella 4.1<sup>92</sup> confrontiamo i disavanzi di bilancio medi degli stati membri delle unioni monetarie esistenti, con la media dei disavanzi di bilancio dei paesi della comunità europea e con quelli dei paesi sovrani. La caratteristica più sorprendente è che i disavanzi di bilancio medi degli stati membri di un'unione monetaria, tendono a essere minori dei disavanzi medi dei paesi dell'UEM e dei paesi sovrani.

	<b>Media ponderata</b>	<b>Media non ponderata</b>
Stati Uniti (1985)	+10,9	+4,6
Australia (1986-87)	-10,1	-9,1
Germania Ovest (1987)	-6,4	-8,2
Canada (1982)	-0,4	-1,4
Svizzera (1986)	-1,3	-0,7
Comunità europea (1988)	-10,1	-11,4

Tabella 4.1 Disavanzi di bilancio degli stati membri di unioni monetarie (% sui redditi)

Ciò dimostra come un'unione monetaria ponga dei vincoli all'entità dei disavanzi di bilancio, e che l'aggiunta di ulteriori vincoli potrebbe causare l'effetto contrario ad una riduzione del deficit e creare ostacoli alla crescita dell'economia.

<sup>92</sup> Fonte tabella: De grauwe Paolo (2012), *Economia dell'unione monetaria*, il Mulino, Bologna.

Oggi osserviamo come la rigidità delle regole del PSC, abbia portato alla nascita di tensioni tra i governi e le istituzioni europee, portando ad una crescita delle divergenze all'interno dell'UEM.

È necessario che l'UEM intraprenda un'altra strada, quella di una gestione flessibile delle politiche fiscali nazionali (questo se la via di un'unificazione di bilancio è irraggiungibile), per offrire ai membri dell'Unione degli strumenti in grado di contrastare gli shock asimmetrici.

## 5. Le soluzioni di Joseph Stiglitz

All'interno del suo ultimo libro, *“l'euro, come una moneta unica minaccia il futuro dell'Europa”* (2017), Joseph Stiglitz esprime un proprio parere su quelle che potrebbero essere le riforme da attuare per creare un'Eurozona che funzioni, promuovendo la prosperità e l'integrazione europea.

L'obiettivo principale dell'area-euro deve essere quello di mantenere la piena occupazione. Per fare questo sono essenziali 5 trasformazioni strutturali sulle regole di base che governano l'UEM.

1. **Unione Bancaria:** è necessario un sistema bancario comune che non si concretizzi solamente su una supervisione congiunta, ma anche, su un sistema comune di garanzia dei depositi e su procedure comuni di risoluzione, che indichino come si ci debba comportare con le banche che non soddisfano le proprie obbligazioni.
2. **Mutualizzazione del debito:** per ridurre la divergenza tra i paesi dell'UEM e far sì che essa non aumenti, oltre che ad un'unione bancaria, un'altra riforma da attuare sarebbe quella della mutualizzazione del debito. Essa potrebbe avvenire in diversi modi, un esempio sarebbe l'emissione da parte della BCE di euroobbligazioni, le cui entrate potrebbero essere redistribuite tra i diversi paesi ed utilizzate per gli investimenti.
3. **Un quadro per la stabilità:** ai paesi che sono entrati nell'UEM sono venuti a mancare due strumenti fondamentali che fungono da stabilizzatori, il tasso di cambio e il tasso d'interesse, sarà necessario dunque trovarne altri, al fine di garantire la prosperità in ciascun paese dell'Eurozona.

La riforma che restituirebbe stabilità all'Unione Monetaria, si articola in diversi punti:

- Rivedere i criteri di convergenza del trattato di Maastricht, introducendo una politica fiscale comune e la creazione di un capital budget che distingue la spesa pubblica per i consumi da quella per gli investimenti, al fine di far valere i vincoli sulla spesa solo per quella dedicata ai consumi<sup>93</sup>.
- Istituzione di un fondo di solidarietà per la stabilizzazione, capace di aiutare i paesi a fronteggiare shock negativi, mantenere l'occupazione e a ricominciare a crescere.

---

<sup>93</sup> Il governo deve comportarsi come un'azienda moderna che analizza il bilancio e si accolla un debito se il rendimento degli investimenti che finanzia è superiore al costo del capitale.

Anche le istituzioni già esistenti potrebbero contribuire alla stabilità. Ad esempio, potrebbe essere potenziato il ruolo della Banca Europea per gli investimenti, principale istituto di credito multilaterale dell'UE.

- Introduzione di stabilizzatori automatici che provvedano ad aumentare la spesa pubblica e ad immettere denaro nel sistema quando l'economia attraversa una fase di recessione<sup>94</sup>.
- Migliorare la flessibilità con cui la politica monetaria può rispondere, all'interno di ogni paese, a un rallentamento dell'economia. Non è necessario solamente un allargamento delle competenze della BCE, che dovrebbe occuparsi anche di occupazione crescita e stabilità, ma anche una maggiore flessibilità nella gestione del sistema bancario dell'Eurozona. Bisognerebbe valutare le specifiche situazioni di ogni paese ed agire di conseguenza.

Con questa filosofia, si potrebbero inasprire i requisiti patrimoniali<sup>95</sup> nei paesi che registrano un eccesso di domanda, contrando così la concessione di credito e frenando l'avanzare dell'inflazione; allo stesso tempo si potrebbero ammorbidire i requisiti patrimoniali nei paesi in cui la domanda è debole, per favorire la concessione di credito e la conseguente crescita degli investimenti, portando ad una risalita della domanda e dell'economia.

Risulta così indispensabile, affidare alla BCE ed alle autorità europee di regolamentazione finanziaria, un più ampio mandato e un maggior numero di strumenti di cui disporre, e da poter gestire con maggiore flessibilità.

- Prevedere regolamenti mirati a controllare l'instabilità generata dai mercati, così da evitare lo scoppio di bolle finanziarie. Bisogna evitare l'espansione eccessiva della concessione di credito che non fa altro che alimentare la creazione di tali bolle. Occorre un'azione congiunta da parte della BCE, delle autorità di regolamentazione, degli istituti di vigilanza in ambito bancario e delle autorità normative del sistema finanziario.
- Affermazione di politiche di bilancio più attive, che sostengano e aiutino la politica monetaria nei momenti di crisi.

4. Evitare il verificarsi di disallineamenti tra i tassi di cambio reali tra i membri dell'Eurozona per evitare l'aumento delle divergenze. Per arrivare a questo risultato bisogna realizzare due punti:

- Scoraggiare i surplus: ingenti surplus nella bilancia commerciale, mettono in pericolo il sistema economico globale. Ad ogni surplus deve corrispondere un deficit, che va finanziato. Se i creditori non sono più disposti a finanziare il deficit, perché hanno paura che il prestito non venga più rimborsato, ciò può portare alla crisi del paese e all'instabilità della sua economia. Tuttavia, anche se non si sfocia in una crisi del paese, il deficit commerciale influisce sulla diminuzione della domanda aggregata interna<sup>96</sup>, portando alla crescita della disoccupazione.

---

<sup>94</sup> Esempio di stabilizzatori automatici sono le assicurazioni contro la disoccupazione.

<sup>95</sup> I requisiti patrimoniali sono le dotazioni di capitale che le banche devono detenere in rapporto ai prestiti concessi.

<sup>96</sup> Poiché la domanda viene già soddisfatta dalle importazioni.

Proprio per questo, i costanti surplus commerciali della Germania, hanno causato instabilità nell'economie degli altri paesi dell'Eurozona, alimentando il clima di divergenza.

Vi è la necessità di imporre una vera e propria politica di convergenza tra i paesi che scoraggia le eccedenze. Keynes per arrivare a tale obiettivo, proponeva di tassare gli avanzi commerciali, in tal modo sarebbero scoraggiati gli eccessi e il gettito delle imposte potrebbe essere utilizzato per finanziare il fondo di solidarietà di cui abbiamo parlato precedentemente.

- Politiche salariali e fiscali espansive nei paesi eccedentari: fino a poco tempo fa in Germania, non esisteva un salario minimo, ciò ha permesso di pressare per un ribasso dei salari e quindi dei prezzi dei prodotti, determinando l'avanzo di bilancio commerciale della Germania, a discapito degli altri paesi. Dunque politiche che aumentino i salari minimi o il potere contrattuale dei lavoratori, o politiche fiscali espansive, esercitano una pressione al rialzo dei prezzi, aggiustando il tasso di cambio reale rispetto agli altri paesi e disincentivando gli avanzi commerciali, favorendo così una maggior convergenza tra i paesi dell'Unione Monetaria.

5. Attuare riforme macroeconomiche che puntino a promuovere la piena occupazione e la crescita in tutta l'Europa. La riforma macroeconomica per eccellenza, riguarda la modifica del mandato della BCE. Essa oltre a interessarsi a promuovere la crescita e l'occupazione, dovrebbe svolgere la particolare funzione di garantire il corretto funzionamento del settore finanziario, che, non si concretizza solamente nel limitare i rischi, ma anche nell'impegnarsi a concedere alle società un servizio di erogazione del credito per scopi produttivi, come la concessione dei prestiti alle piccole e medie imprese.

Per poter funzionare l'UEM deve riconoscere le grandi differenze che sono presenti tra i suoi membri, e cercare di creare un quadro di politiche flessibili per accogliere tali differenze.

L'austerità ha dato prova di tutta la sua limitatezza nel promuovere la crescita economica dei paesi in crisi, bisognerebbe stimolare l'economia attraverso un incremento della spesa pubblica e riconoscere il principio del moltiplicatore keynesiano, in cui un aumento della spesa pubblica per attuare investimenti in infrastrutture, crea un reddito maggiore della spesa dell'investimento iniziale. Il PIL dunque aumenta più del deficit non provocando violazioni dei vincoli imposti dal trattato di Maastricht.

Altra alternativa per riportare l'economia a crescere sarebbe la ristrutturazione del debito<sup>97</sup>. L'esperienza dell'Argentina, a cui abbiamo accennato precedentemente, è la prova che c'è una vita dopo il debito. Una volta ristrutturato, il PIL dell'Argentina è cresciuto ad una media dell'8,7% dal 2003 al 2007, nel 2015 il tasso di disoccupazione era sceso al 6,5%<sup>98</sup>.

---

<sup>97</sup> La ristrutturazione del debito è una procedura che prevede un accordo con il quale le condizioni originarie del prestito vengono modificate per alleggerire l'onere al debitore.

<sup>98</sup> Fonte dei dati: Stiglitz Joseph E. (2017), *L'Euro, come una moneta comune minaccia il futuro dell'Europa*, Einaudi, Torino.

Oltre alle riforme strutturali viste fin ora, il premio Nobel per l'economia, indica un'altra strada che l'UEM potrebbe imboccare per uscire dalla crisi che sta attraversando. Questo percorso prende il nome di "euro flessibile". L'idea di fondo è di dar vita a un sistema in cui diversi paesi o gruppi di paesi adotterebbero un proprio euro, il quale sarebbe libero di fluttuare rispetto agli altri, entro limiti stabiliti dalle politiche dell'Eurozona, restituendo così lo strumento del tasso di cambio ai paesi per contrastare gli shock asimmetrici. In presenza di un livello sufficiente di solidarietà e cooperazione europea, il sistema sarebbe caratterizzato da tassi di cambio che variano all'interno di una forchetta sempre più ridotta. Una volta giunti a questo punto, l'Europa potrebbe compiere il passo verso un'unione monetaria comune, accompagnata da tutte le istituzioni necessarie al suo corretto funzionamento, ovvero quello di promuovere prosperità ed integrazione politica.

# CONCLUSIONE

Il 2017 è iniziato con un acceso e contrastato dibattito da parte dei leader europei sul futuro della moneta unica, che ha coinvolto anche i cittadini con un riemergere di spinte nazionalistiche in vari stati dell'Unione.

La crisi finanziaria del 2008 scoppiata negli Stati Uniti, negli anni successivi ha contagiato il Vecchio Continente, si è trasformata in «eurocrisi» e ha messo in evidenza tutti i limiti della costruzione dell'Unione Monetaria Europea.

Nel terzo capitolo del presente lavoro abbiamo visto quali siano le principali criticità dell'Eurozona che da un lato hanno fomentato l'«eurocrisi» e dall'altro hanno impedito di fatto ai paesi membri di disporre degli strumenti per reagire all'attacco di shock asimmetrici.

La teoria dell'area valutaria ottimale era stata molto chiara nel delineare quali fossero le caratteristiche essenziali per far sì che un'unione monetaria funzionasse correttamente, ma nonostante ciò, e malgrado gli evidenti limiti della struttura europea, si è deciso di dar vita ad una moneta unica.

È importante ricordare che, già prima della nascita della moneta unica europea, diversi premi Nobel avevano criticato tale evenienza sconsigliandone la costituzione.

Con la moneta unica i membri dell'Eurozona, hanno rinunciato alla disponibilità di strumenti di aggiustamento nazionali quali i tassi di cambio e i tassi di interesse, in assenza di Istituzioni europee in grado di compensare tali mancanze su base sovranazionale.

L'idea che il rispetto dei vincoli dell'Austerità ed il ruolo limitato della BCE, fossero bastati per sostenere la crescita economica, si è rivelato un grande fallimento.

I vertici dell'Europa devono comprendere che quello che è stato fatto fin ora non ha funzionato e non è bastato, c'è bisogno di una riforma delle strutture dell'Unione Monetaria Europea, che deve essere capace di mettere in dubbio le proprie fondamenta.

Uno schema di queste riforme è stato presentato nel terzo capitolo di questo lavoro, dove, facendo riferimento al premio Nobel per l'economia, Joseph Stiglitz, si è voluta dare una descrizione di quelle che sono le riforme essenziali che dovrebbero essere attuate dall'Unione Monetaria per tornare a crescere e prosperare.

È necessario stimolare l'integrazione politica tra i Paesi per favorire una nuova convergenza economica figlia di una vera politica di coesione sociale fra gli Stati. Solo in questo modo le riforme potranno essere attuate, aprendo così uno spiraglio di luce nel buio in cui vaga l'Eurozona.

Il futuro dell'Unione Monetaria Europea è nelle sue stesse mani, il popolo europeo si merita di meglio e i leader dovranno avviare con urgenza questa fase di transizione, che per quanto non facile, è realizzabile, per il bene dell'Europa e del Mondo.

# BIBLIOGRAFIA

De Simone Ennio (2014). *“Storia economica, dalla rivoluzione industriale alla rivoluzione informatica”*, Franco Angeli, Milano, Pp 271-293.

De grauwe Paolo (2012), *“Economia dell’unione monetaria”*, il Mulino, Bologna.

Anthony Sunders, Marcia Millon Cornett, Mario Anolli, Barbara Alemanni (2015), *“Economia degli intermediari finanziari”*, Mc Graw Hill, Milano, pp 95-129.

Cesarano Filippo (2006), *“The origins of the Theory of Optimum Currency Areas”*, Duke University Press, pp 711-731.

Mundell Roberto (1961), *“A theory of Optimum Currency Areas”*, The American Economic Review, Vol. 51, No 4, pp 657-665.

Mckinnon Ronald (1963), *“Optimum Currency Areas, The American Economic Review”*, vol. 53, no. 4, pp 718-725

Broz Tanja (2005), *“The theory of Optimum Currency Areas: A Littereture Review”*, The Istitute of Economics, Zagabria, pp 57-59

Alesina Alberto, Barro Roberto and Tenreyro Silvana (2002), *“Optimul Currency Areas”*, NBER Working Paper, No. 9072, pp 300-343

N. Gregory Mankiw, Mark P. Taylor (2011), *“Macroeconomia”*, Zanichelli, Bologna, pp 366-388.

Di Taranto Giuseppe (2014), *“L’Europa tradita”*, Luiss University Press- Pola s.r.l., Roma

Stiglitz Joseph E. (2017), *“L’Euro, come una moneta comune minaccia il futuro dell’Europa”*, Einaudi, Torino.

O’Rourke Kevin and Taylor Alan, *“Cross of Euros”*, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 27, No.3 (Summer 2013), pp. 167-191.

## Sitografia

[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)  
[www.treccani.it](http://www.treccani.it)