



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI "M.FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA (TREC)

PROVA FINALE

**"QUANTO LONTANA È L'UEM DALL'ESSERE
UN'AREA VALUTARIA OTTIMALE?"**

RELATORE:

CH.MO PROF. LORENZO FORNI

LAUREANDO/A: ANGELO ZANELLA

MATRICOLA N. 1088950

ANNO ACCADEMICO 2016 – 2017

SOMMARIO

Introduzione	3
Cap. 1 - Le teorie AVO e i vantaggi di adottare una moneta comune	
1.1 Mobilità dei lavoratori e flessibilità salariale.....	5
1.2 Probabilità di shock asimmetrici e diversificazione produttiva.....	7
1.3 Mobilità delle merci e integrazione commerciale.....	7
1.4 Somiglianza dei tassi di inflazione.....	9
1.5 Integrazione finanziaria e mobilità del capitale.....	10
1.6 Integrazione fiscale sulla scia dell'integrazione politica.....	11
1.7 Conseguenze di un'area monetaria incompleta.....	14
1.8 Benefici di far parte di un'AVO.....	16
Cap. 2 - Teorie AVO e Europa: situazione attuale e sviluppi futuri	
2.1 L'UEM è un'AVO?.....	21
2.1.1 I primi 5 requisiti.....	22
2.1.2 I punti critici: integrazione finanziaria e fiscale.....	23
2.2 Il Rapporto dei 5 Presidenti e l'UE del futuro.....	28
2.2.1 Unione economica autentica, convergenza e coesione sociale.....	29
2.2.2 Unione finanziaria.....	30
2.2.3 Unione di bilancio.....	31
2.2.4 Unione politica.....	32
Cap. 3 - Evoluzione del risk sharing nell'Eurozona e dinamiche future	
3.1 Cos'è il risk sharing?.....	33
3.2 Effetti dell'introduzione dell'euro nell'Europa pre-crisi.....	35
3.3 Conseguenze della Grande Recessione sul risk sharing.....	38
3.4 Differenze Core-Periphery.....	39
3.5 Possibili evoluzioni legate alla Relazione dei 5 Presidenti.....	41
Conclusioni	43
Bibliografia	45

INTRODUZIONE

Uno degli eventi storici più eclatanti e allo stesso tempo più discussi dal dopoguerra ad oggi è stata la nascita dell'Unione Economica Monetaria (UEM) nell'ambito dell'Unione Europea (UE), formata da quel gruppo di Paesi che hanno deciso di adottare l'euro come moneta unica. La scelta di questi Stati è stata molto forte, in quanto partecipare ad un'unione monetaria significa, in primo luogo, abbandonare la possibilità di utilizzare la politica monetaria e di cambio ai fini di stabilizzare la propria economia e, in secondo luogo, legare in modo molto stretto il proprio destino e quindi le proprie scelte, in termini economici e non solo, a quelli che sono gli altri partecipanti dell'unione. Seppur l'idea di creare l'UEM sia stata guardata fin da subito con un certo sospetto per quanto riguardava la bontà del suo funzionamento, le maggiori critiche si sono sollevate a seguito della crisi globale iniziata nel 2007 (chiamata anche "Grande Recessione") che ha portato allo smantellamento di quanto creato nel decennio precedente. Fino a quel punto si era infatti assistito ad un vero e proprio boom di alcuni Stati e comunque a degli effetti positivi che avevano investito anche l'Italia, Paese riuscito a conquistare credibilità e fiducia internazionale che gli avevano permesso di attrarre investimenti e ridurre il valore del proprio debito pubblico. Durante gli anni della crisi, però, quanto di bello creato è sembrato essersi tutto d'un tratto dissolto, assistendo a una situazione di recessione generalizzata che ha colpito maggiormente Paesi come Spagna, Italia, Portogallo, Irlanda e Grecia, con quest'ultima costretta a ristrutturare il proprio debito pubblico per ben due volte. I motivi di tutto questo scetticismo nei confronti dell'UEM hanno le proprie radici nelle cosiddette Teorie delle Aree Valutarie Ottimali (AVO). Tali teorie hanno lo scopo di identificare quali siano le condizioni che devono essere necessariamente soddisfatte al fine che, per un Paese, l'adozione di un regime di cambi fissi o, più nello specifico, di una moneta unica, non comporti dei costi legati alla rinuncia dell'indipendenza monetaria quale mezzo per stimolare la domanda aggregata e la produzione (Della Posta 2003). Questo lavoro ha dunque lo scopo di valutare quanto effettivamente l'UEM sia lontana dal possedere tali requisiti attraverso un'analisi della situazione presente prima e dopo la crisi (verificando dunque cosa non abbia funzionato durante la Grande Recessione), con uno sguardo infine al contesto che si potrebbe delineare in futuro a seguito all'adozione di alcuni provvedimenti indicati nella cosiddetta "Relazione dei 5 Presidenti". Più nel dettaglio, nel primo capitolo il focus principale sarà su quali siano concretamente gli elementi necessari ad un'area economica per essere considerata ottimale, analizzandoli uno ad uno in modo dettagliato ed esponendo anche quali siano i benefici che potrebbero spingere un Paese a voler abbandonare la propria indipendenza monetaria per

adottare invece una moneta unica. Il secondo capitolo si concentrerà invece sul confronto di quanto emerso nella prima parte con quella che è la situazione attuale dell'UEM, evidenziando che molto deve essere ancora fatto per rispettare le condizioni espresse nelle teorie, ma che allo stesso tempo chiaro è l'impegno da parte delle istituzioni europee a introdurre dei cambiamenti al fine appunto di avvicinarsi all'ottimalità. Per finire, nel terzo capitolo verrà analizzato quello che è il fine ultimo del rispetto dei parametri AVO, ossia il *risk sharing*, trovando che la sua quota, seppur in crescita dopo essere precedentemente crollata durante la crisi, rimane ancora bassa (soprattutto se confrontata con altri Stati federali), ma potrebbe essere destinata a crescere notevolmente se quanto previsto nella Relazione dei 5 Presidenti venisse realizzato.

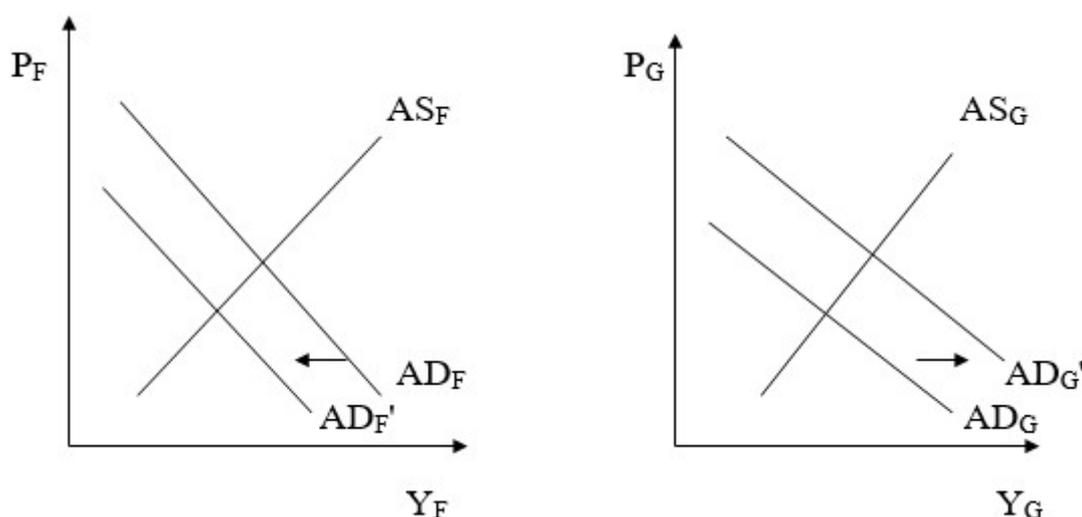
CAP. 1 - LE TEORIE AVO E I VANTAGGI DI ADOTTARE UNA MONETA COMUNE

1.1 - MOBILITÀ DEI LAVORATORI E FLESSIBILITÀ SALARIALE

Il primo requisito che è stato identificato, in ordine cronologico, per costituire un'AVO è quello della flessibilità dei salari. Questo elemento è stato per primo discusso da Milton Friedman (1953), che riteneva la sua presenza fondamentale in un regime di cambi fissi come quello in vigore in quel periodo (sorto in seguito degli accordi di Bretton Woods). In presenza di shock asimmetrici permanenti e senza il sopracitato elemento, infatti, tale regime non sarebbe stato, secondo l'economista, in grado di ripristinare una situazione stabile.

L'idea di Friedman è poi stata approfondita da Mundell (1961) che, oltre alla flessibilità salariale, ha indicato come requisito necessario per un'AVO la mobilità dei lavoratori. Egli ha infatti evidenziato come, prendendo come riferimento due ipotetici Paesi quali Francia e Germania, in caso di uno shock permanente alla domanda negativo per la prima e positivo per la seconda (ad esempio un cambiamento dei gusti dei consumatori dalle macchine francesi a quelle tedesche), ci si troverebbe di fronte alla seguente situazione, in cui sarebbe necessario un aggiustamento (fig. 1):

Fig. 1: Francia (a sinistra) e Germania (a destra) dopo lo shock alla domanda



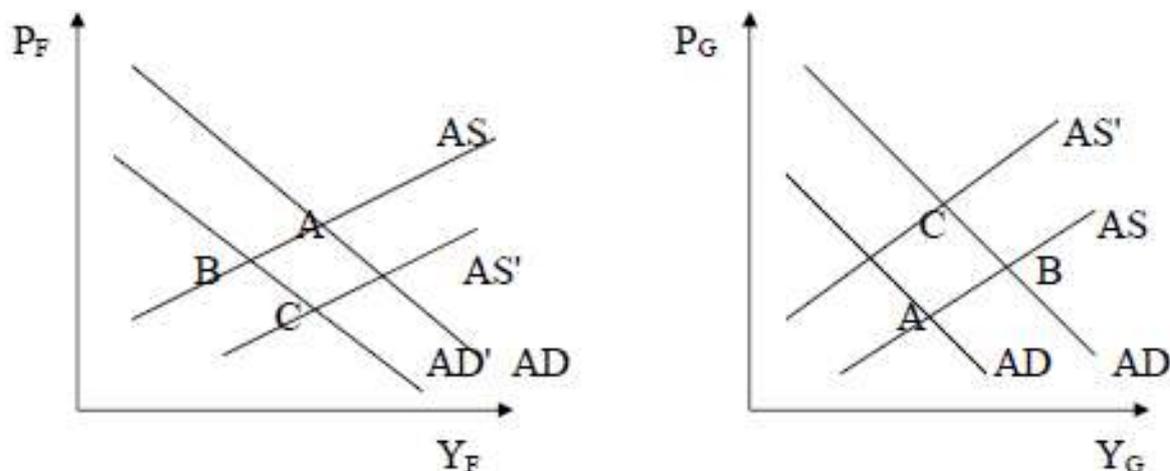
La Francia si troverebbe con produzione ridotta e disoccupazione maggiore, mentre la Germania sperimenterebbe un'espansione dei prezzi al rialzo e una riduzione della disoccupazione. Partendo dal presupposto che vi siano rigidità salariale e bassa mobilità del lavoro, si possono ipotizzare due scenari:

1. Se i due Paesi adottassero un regime di cambi flessibili, la Francia potrebbe abbassare il proprio tasso di interesse e viceversa potrebbe fare la Germania. Ad ogni modo, ciò porterebbe a un deprezzamento del franco e a un apprezzamento del marco, con come conseguenza una maggiore convenienza dei prodotti francesi in Germania e, a sua volta, un aumento della domanda aggregata in Francia e una contrazione della stessa in Germania;
2. Se i due Paesi appartenessero a un'unione monetaria, la politica monetaria non potrebbe ristabilire l'equilibrio in quanto una politica espansiva genererebbe inflazione in Germania, mentre una restrittiva porterebbe disoccupazione in Francia.

La situazione ipotizzata all'ultimo punto si potrebbe tuttavia evitare nel caso in cui vi fosse:

1. Flessibilità salariale: in Francia i lavoratori diminuirebbero le loro richieste salariali, mentre in Germania si verificherebbe la situazione opposta. Ciò sposterebbe le curve di offerta aggregata fino a raggiungere un nuovo equilibrio in cui i prodotti francesi sarebbero più competitivi e stimolerebbero la domanda aggregata, la quale rafforzerebbe il meccanismo di equilibrio (fig. 2);

Fig. 2: Francia e Germania dopo lo shock nel caso di flessibilità salariale



2. Mobilità del lavoro: i lavoratori francesi disoccupati si trasferirebbero in Germania, dove c'è eccesso di domanda di lavoro. Ciò riporterebbe la situazione all'equilibrio iniziale.

La conclusione di Mundell, alcuni anni dopo rimarcata anche da Corden (1972), è dunque che, se i salari sono rigidi e la mobilità del lavoro è limitata, i Paesi che formano un'unione monetaria incontrano maggiori difficoltà ad adeguarsi agli shock rispetto ai Paesi che mantengono la propria moneta e che possono dunque svalutarla/rivalutarla.

1.2 - PROBABILITÀ DI SHOCK ASIMMETRICI E DIVERSIFICAZIONE PRODUTTIVA

La conclusione a cui si è giunti nel paragrafo precedente presuppone che alla base di tutto vi siano degli shock asimmetrici sulla domanda. Appare però opportuno chiedersi quanto sia grande la probabilità che shock di tale tipo si verifichino. Da questo punto di vista le posizioni più importanti sono due.

La Commissione Europea (1990), ancor prima della fondazione dell'UEM, sosteneva che, in un'unione monetaria europea, gli shock differenziali da domanda sarebbero stati meno probabili. Il motivo di ciò è che lo scambio commerciale tra le nazioni europee era ed è soprattutto intra-industriale, cosa che porta i Paesi a vendere e comprare allo stesso tempo prodotti appartenenti allo stesso settore. Secondo l'istituzione europea, dunque, uno shock sulla domanda avrebbe colpito tutti i Paesi in modo molto simile e addirittura la creazione del mercato unico avrebbe reso e renderebbe tutt'ora gli shock sempre più simmetrici.

Tale affermazione va nella stessa direzione di quello che, alcuni anni prima, Kenen (1969) aveva identificato come altro requisito per un'AVO: la diversificazione produttiva. Una tale caratteristica permette infatti di poter dire con una certa sicurezza che, se uno shock negativo colpisce uno o più settori, è molto probabile che ciò venga compensato da una fase espansiva in altri settori.

All'opposto della posizione della Commissione Europea vi è quella di Paul Krugman (1991), secondo cui l'esistenza di economie di scala e la possibilità di produrre vicino ai mercati finali porterebbero alla concentrazione regionale delle attività industriali. In tal caso, gli shock che colpiscono un singolo settore avrebbero effetti su un solo Paese.

Le due posizioni sono dunque fortemente contrastanti e la risposta all'interrogativo posto inizialmente sulla probabilità di shock asimmetrici relativi alla domanda sembra ancora non avere una risposta univoca. Tuttavia, i contributi di Krugman e della Commissione Europea permettono di aprire il dibattito sul legame tra questi shock e l'integrazione commerciale che verrà discusso nel successivo paragrafo. In ogni caso, la diversificazione produttiva, indipendentemente dallo scenario, rappresenta sicuramente un altro importante fattore che può costituire le fondamenta di un'AVO.

1.3 - MOBILITÀ DELLE MERCI E INTEGRAZIONE COMMERCIALE

Nel paragrafo precedente si è dunque aperta una discussione su come i rapporti commerciali tra i Paesi facenti parte di un'unione monetaria siano un elemento da non trascurare ed è apparso

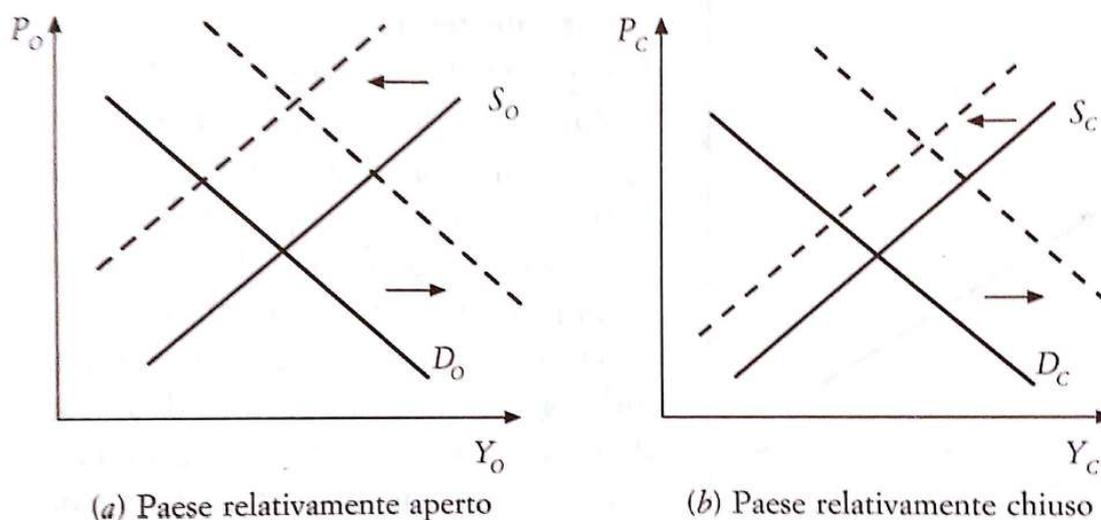
abbastanza chiaramente come questa questione possa portare a delle serie conseguenze in termini di shock idiosincratici.

Una soluzione al dibattito si è cercata attraverso delle analisi empiriche. In particolare, Frankel e Rose (1998), analizzando il grado di correlazione tra attività economiche di coppie di Paesi in funzione dell'intensità dei loro rapporti commerciali, avevano trovato che esso risultava forte e significativo già alla fine del secolo scorso. Questo risultato è stato poi ulteriormente rafforzato da altri studi simili (e.g. Rose 2004). Altra evidenza in tale senso è poi l'importanza che i servizi, in cui le economie di scala hanno un ruolo quasi nullo, hanno oggi nelle economie avanzate.

Lo stesso Rose (2000; 2004) ha poi voluto testare la seconda ipotesi formulata dalla Commissione Europea (i.e. partecipare all'unione monetaria aumenta l'integrazione commerciale) attraverso un lavoro, in parte criticato e ridimensionato da altri economisti quali Persson (2001) e Nitsch (2002), che ha evidenziato come la partecipazione all'unione monetaria abbia accresciuto notevolmente i flussi commerciali (con un aumento che potrebbe aggirarsi attorno ad un valore compreso tra il 5 e il 20% già nei primi anni 2000). Motivi alla base di ciò sarebbero l'introduzione di una valuta unica per gli scambi e l'integrazione dei sistemi di pagamenti bancari e dei mercati finanziari in generale. Nella stessa direzione sono gli studi di Artis e Zhang (1995), i quali hanno sottolineato come, con l'integrazione economica, i cicli economici dei Paesi siano diventati via via più correlati.

Sulla questione integrazione è poi impossibile non citare il contributo di McKinnon (1963), il quale sosteneva che la rinuncia alla flessibilità del cambio risulti conveniente se il Paese ha un elevato grado di apertura agli scambi. Un'eventuale svalutazione, infatti, avrebbe maggiori effetti dapprima sulla domanda aggregata, visto appunto che le esportazioni sarebbero maggiori, e poi sull'offerta, la cui curva subirebbe uno spostamento più marcato visto l'alto volume delle importazioni (il cui prezzo aumenterebbe). Ciò porterebbe a sua volta ad un aumento maggiore dei prezzi e dei salari e implicherebbe, nel lungo periodo, una maggiore volatilità dei prezzi a fronte di effetti inferiori su produzione e occupazione (fig. 3).

Fig.3: effetti di una svalutazione a seconda dell'apertura commerciale



L'integrazione commerciale appare dunque un fattore che dovrebbe portare da un lato a rendere meno costoso l'abbandono di un regime di cambi flessibili, dall'altro lato a rendere più ottimale un'area monetaria visto il collegamento che questa forma di integrazione ha con la riduzione degli shock asimmetrici.

1.4 - SOMIGLIANZA DEI TASSI DI INFLAZIONE

Quarto fattore necessario perché un'area monetaria si possa considerare ottimale è la somiglianza tra i tassi di inflazione. Squilibri esterni (relativi quindi, ad esempio, a partite correnti o variazioni di quote di esportazione) possono infatti facilmente nascere dalla differenza persistente nella crescita dei prezzi dovuta, tra gli altri, a disparità di sviluppo strutturale, differenze nelle politiche economiche e nelle istituzioni del mercato del lavoro o diversità nelle preferenze sociali (e.g. avversione all'inflazione; Mongelli 2002). Fleming (1971) sosteneva infatti che quando i tassi di inflazione tra Paesi sono bassi e simili, il commercio tra essi rimane abbastanza stabile, con come corollario un maggior equilibrio delle operazioni in conto corrente e un minor bisogno di aggiustamento dei tassi di cambio. Tassi di inflazione differenti hanno invece ripercussioni sul tasso di cambio reale, generando quindi squilibri.

Concentrandosi in particolare sulle istituzioni del mercato del lavoro, Bruno e Sachs (1985) hanno sottolineato come gli shock sull'offerta (dovuti ad esempio a un aumento del prezzo del petrolio) abbiano effetti completamente diversi a seconda del grado di centralizzazione della contrattazione.

Nei Paesi infatti in cui la contrattazione è centralizzata, i sindacati tengono conto dell'effetto inflazionistico degli aumenti salariali (nominali), cosa che porta a un non aumento del salario

reale. Di conseguenza, essi non sono incentivati a formulare richieste eccessive. Dall'altro lato, in caso di contrattazione decentralizzata, i singoli sindacati sanno che l'effetto di un aumento delle loro retribuzioni sul livello generale dei prezzi è limitato. Poiché tutti i sindacati condividono questa linea di pensiero e nessuno vuole che i propri assistiti abbiano un salario reale inferiore, le pretese salariali sono alte e i prezzi aumentano di conseguenza.

Tuttavia, Calmfors e Driffill (1988) hanno dimostrato come, in un sistema estremamente decentralizzato (con contrattazione salariale a livello di singola impresa), le pretese salariali abbiano un effetto sulla competitività della singola impresa e quindi sulle prospettive occupazionali dei membri del sindacato. In una tale situazione, le pretese potrebbero probabilmente essere molto meno al rialzo.

Le teorie presentate mostrano dunque come, al fine di evitare problemi di aggiustamento macroeconomico dovuti a cambiamenti nell'offerta, Paesi caratterizzati da forte centralizzazione o decentralizzazione nella contrattazione salariale siano meglio preparati ad affrontare i suddetti shock, riuscendo così a reagire meglio anche in termini di inflazione e disoccupazione.

1.5 INTEGRAZIONE FINANZIARIA E MOBILITÀ DEL CAPITALE

Discusso dei primi requisiti necessari per un'AVO, è ora necessario focalizzarsi su un altro fattore di notevole interesse: il capitale. Un'alternativa alla mobilità del lavoro potrebbe essere trovata appunto nella mobilità di quest'altro fattore produttivo, cosa che permetterebbe il funzionamento efficiente dei mercati del credito e finanziari (Della Posta 2003). Questo fenomeno può essere altresì chiamato integrazione finanziaria e consiste nella possibilità di tutti i soggetti appartenenti a una certa area di accedere alle stesse condizioni ai prodotti e ai servizi finanziari disponibili nell'area stessa grazie anche alla convergenza dei tassi di interesse (se vi fosse un tasso anche minimamente diverso in un Paese, i capitali si muoverebbero immediatamente ripristinando la parità). Conseguenza di ciò sono l'unicità dei mercati azionari e obbligazionari e l'integrazione del settore bancario (banche uguali in tutti i Paesi), oltre che la possibilità, da parte delle regioni colpite da shock negativi, di chiedere prestiti a chi invece si trova in una posizione migliore.

L'importanza dell'integrazione finanziaria da questo punto vista è stata per la prima volta sottolineata da Ingram (1969). Secondo l'economista, tanto maggiore essa è, tanto minore sarà il bisogno di variare il tasso di cambio, poiché piccole variazioni dei tassi di interesse (dovute, come sempre visto finora, a shock asimmetrici) indurranno i flussi di capitale necessari all'equilibrio della bilancia dei pagamenti. Mundell (1973) e McKinnon (2001) hanno poi

approfondito ulteriormente tale tema sostenendo che, se i mercati sono sufficientemente integrati, la presenza di shock simmetrici non rappresenta più un requisito fondamentale per creare un'AVO.

Una situazione come quella vista in precedenza tra Germania e Francia avrebbe così le seguenti conseguenze:

1. Mercato azionario: le azioni delle imprese francesi sarebbero detenute anche dai cittadini tedeschi e viceversa. Di conseguenza, parte della flessione produttiva francese verrebbe sopportata anche dai tedeschi e, allo stesso modo, visto che i cittadini francesi deterrebbero parte delle azioni tedesche il cui prezzo sarebbe in aumento, si attuerebbe un meccanismo di compensazione;
2. Mercato obbligazionario: alcune imprese in Francia fallirebbero, portando con ciò alla diminuzione del valore residuo delle obbligazioni francesi che sarebbero tuttavia detenute anche dai tedeschi;
3. Integrazione bancaria: poiché le banche deterrebbero un portafoglio di prestiti sia francesi che tedeschi, le perdite dovute ai francesi non in grado di ripagare il proprio debito sarebbero compensate dai profitti ottenuti sulle attività tedesche.

Nel complesso, questi 3 punti evidenziano la funzione di sistema assicurativo che i mercati finanziari possono avere visto che il rischio di uno shock negativo in un Paese si distribuirebbe in tal modo tra tutti i Paesi.

Va comunque aggiunto che, in caso di shock con effetti duraturi che portano alla necessità di cambiamenti permanenti, l'integrazione finanziaria rappresenta solo uno strumento per rendere meno instabile quello che sarebbe appunto il processo di aggiustamento (Corden 1972).

Ad ogni modo, quello che viene evidenziato in questo paragrafo è che l'integrazione finanziaria sembra decisamente collocarsi tra i requisiti fondamentali per un'AVO in quanto schema di assicurazione privato e che la stessa può così rendere disponibili differenti canali di ripartizione del rischio (*risk sharing*). Ciò permette infatti, per i residenti delle regioni colpite da uno shock negativo, di mantenere un livello di reddito relativamente elevato rispetto all'output (che decresce a un tasso superiore), e viceversa per i residenti delle regioni che sperimentano un boom.

1.6 - INTEGRAZIONE FISCALE SULLA SCIA DELL'INTEGRAZIONE POLITICA

Ultimo dei requisiti AVO, e probabilmente anche il più controverso e difficile da realizzare, è la cosiddetta integrazione fiscale. Con ciò si intende più nello specifico l'adozione di un bilancio unico a livello centralizzato.

Kenen (1969) sosteneva infatti che questo tipo di integrazione permetterebbe a un gruppo di Stati di redistribuire i fondi ai Paesi soggetti a shock asimmetrici sfavorevoli, riprendendo dunque, in modo abbastanza simile, quella che sarebbe la funzione di un mercato finanziario integrato. Lo stesso Kenen aveva identificato con ciò un altro fattore, più profondo, che è l'integrazione politica. Se manca il sentimento di un fine comune e la volontà di cooperare, infatti, creare un'area valutaria ottimale diventa impossibile. Ciò è stato descritto da Tower e Willett (1976) come il grado di compatibilità in termini di preferenze verso crescita, inflazione e occupazione.

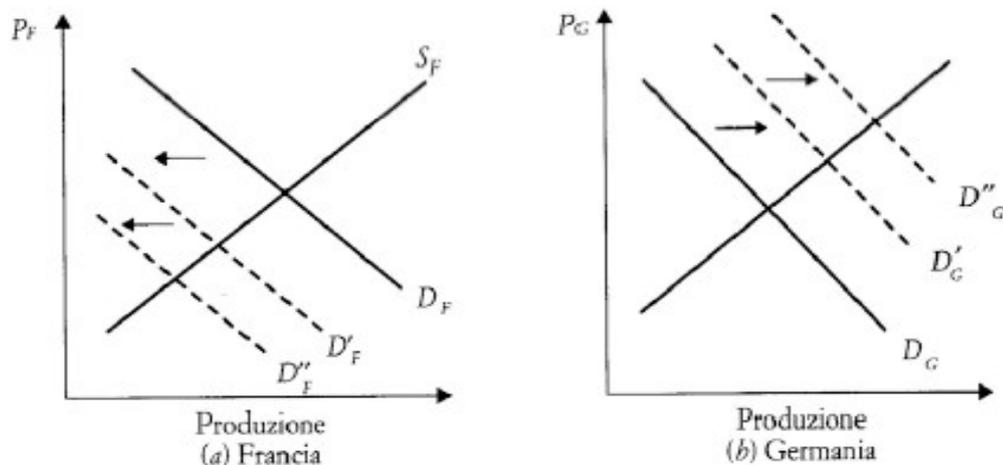
Un primo dibattito relativo all'integrazione fiscale riguarda quello che sarebbe il dominio di quest'ipotetica autorità fiscale sovranazionale, che secondo lo stesso Kenen dovrebbe coincidere con quello dell'autorità monetaria, mentre secondo Ingram (1969) dovrebbe semplicemente non essere superiore all'ampiezza dell'area valutaria.

A parte questo breve excursus su una questione di secondaria importanza, risulta ora opportuno analizzare quello che è il legame tra un'area valutaria comune e il deficit di bilancio. Emettendo infatti i propri strumenti di debito in una valuta che non si controlla direttamente, i mercati finanziari acquisiscono la capacità di costringere il Paese a un'insolvenza forzata (De Grauwe 2013).

Il meccanismo che porta a ciò è il seguente: se gli investitori temono un'insolvenza del governo, essi vendono i titoli di Stato, spingendo al rialzo il tasso di interesse. I soldi incassati vengono poi investiti altrove, ad esempio in titoli di un altro Stato dell'unione. Man mano che ciò accade, la liquidità del primo Paese diminuisce e il governo entra in una cosiddetta crisi di liquidità che, se abbastanza forte, può addirittura causare al governo stesso dei problemi di solvibilità. Per affrontare allora questi ultimi, visto il crescente peso del debito pubblico, si deve optare per un'*austerità* politicamente costosa e che può portare a sua volta all'insolvenza. Da notare come in ciò sia insita una profezia auto avverantesi. Un'unione monetaria, dunque, in una situazione del genere in cui i mercati non hanno completa fiducia, accresce la volatilità di produzione e occupazione.

Tornando ad ipotizzare lo shock in Francia e Germania visto nel primo paragrafo, se questo fosse abbastanza forte, la situazione appena analizzata si verificherebbe in Francia. Lo spostamento della domanda aggregata verrebbe allora amplificato in entrambi i Paesi mentre, a livello di tasso di interesse, questo aumenterebbe in Francia e diminuirebbe in Germania (nel breve periodo essi, in un'unione, sono fissi, ma nel lungo possono divergere), presentandosi così la seguente situazione (fig. 4):

Fig. 4: crisi di solvibilità in Francia



Ciò non accadrebbe se il Paese non fosse parte di un'unione monetaria in quanto, in tale caso, una volta venduti i titoli, gli investitori tenterebbero di liberarsi di quanto guadagnato nel mercato dei cambi, portando a un abbassamento del tasso di cambio e all'imbottigliamento nel mercato monetario locale, con conseguente reinvestimento in attività nazionali. Anche se ciò non accadesse, la banca centrale locale potrebbe fornire i contanti per rimborsare le obbligazioni.

Tali problemi potrebbero essere, almeno in parte, risolti attraverso quella che è appunto l'unione di bilancio, la quale potrebbe avere due funzioni principali:

1. Meccanismo assicurativo pubblico: un calo della produzione in Francia porta a una riduzione del gettito fiscale, il quale aumenta invece in Germania. In un'unione di bilancio in cui il governo centrale si occupa dei trasferimenti, la spesa in Francia (sotto forma di sussidi di disoccupazione) aumenterebbe, mentre verrebbe ridotta in Germania. Sarebbe questa un'altra forma di *risk sharing*. Un problema legato a ciò potrebbe tuttavia essere l'azzardo morale, in quanto la presenza di questi trasferimenti ridurrebbe la pressione per gli aggiustamenti regionali;
2. Meccanismo protettivo: i debiti pubblici nazionali sarebbero centralizzati nel debito pubblico dell'unione. Se questa mantenesse un cambio flessibile con il resto del mondo, la situazione che si avrebbe diventerebbe la stessa di un normalissimo Paese con tassi di cambi flessibili.

Bisogna tuttavia specificare che tale meccanismo di trasferimenti fiscali non deve essere considerato come un qualcosa che possa curare ogni male. L'analisi fatta da De Grauwe, infatti, ha come principale scopo quello di dimostrare che tali trasferimenti potrebbero essere molto utili ai fini di stabilizzazione in caso di shock temporanei. Va da sé che, in caso di shock permanenti, questo sistema non si dimostrerebbe un meccanismo efficiente in quanto non in grado di rimuovere le cause dello squilibrio.

Tale argomentazione è stata poi ulteriormente arricchita da Fratianni e von Hagen (1992) secondo i quali, soprattutto in caso di shock temporanei, l'unione di bilancio sarebbe addirittura così importante da dover essere preferita al movimento dei fattori come meccanismo riequilibratore, poiché questi ultimi porterebbero a distorsioni allocative e a maggiori costi in termini sociali.

Nel complesso, sembra comunque un'opinione abbastanza diffusa l'idea che, nell'assenza o comunque nella non completa presenza degli elementi visti in precedenza, per arrivare a costituire un'AVO ci si possa basare sull'integrazione fiscale. Quest'ultima è però probabilmente uno dei passi più complicati da fare all'interno di un'unione monetaria in quanto presuppone la perdita di potere dei singoli governi nazionali e si basa su dei trasferimenti dalle aree più prospere a quelle più in difficoltà che, se troppo prolungati nel tempo (fatto collegato quindi alla questione azzardo morale), potrebbero portare a malumori e rivolte nel Paese dal quale le risorse vengono prelevate.

1.7 - CONSEGUENZE DI UN'AREA MONETARIA INCOMPLETA

Dopo aver discusso approfonditamente su quali siano i requisiti fondamentali per un'AVO, diventa importante analizzare quali possano essere le conseguenze di una mancanza di tali elementi. Si può allora introdurre, a questo punto, il concetto di unione monetaria incompleta. L'esistenza di essa potrebbe essere dovuta, in particolare, all'adozione di un regime di cambi fissi invece di una moneta unica o alla mancata unione di bilancio.

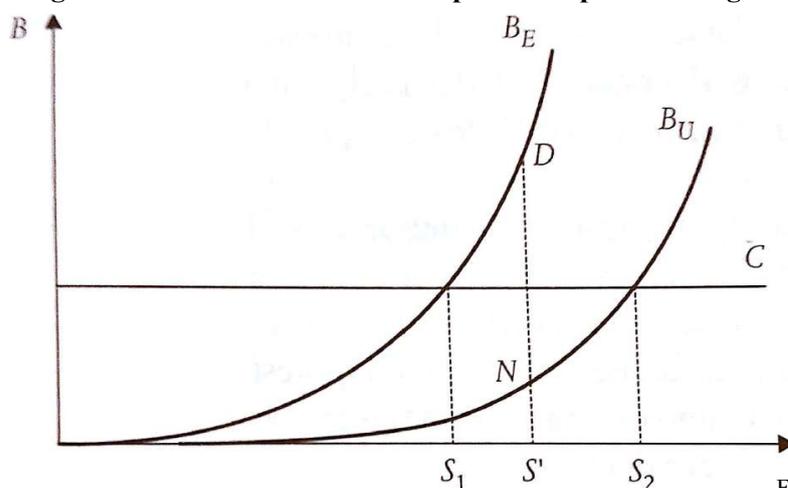
Visto che il presente lavoro si focalizzerà maggiormente sulla situazione dell'UEM, il primo dei due problemi appare di seconda importanza. Assume invece un ruolo rilevante quella che è la mancata integrazione fiscale dell'Eurozona.

Per effettuare un'analisi delle conseguenze di tale mancanza torna estremamente utile un modello, sviluppato da De Grauwe (2013), che si basa sull'idea che un'inadempienza del governo abbia costi e benefici che vengono comparati dallo stesso per decidere il proprio comportamento, e che tale circostanza sia a conoscenza degli investitori, i quali ne tengono conto per prevedere le mosse.

Nel caso in cui un Paese membro dell'unione fosse investito da uno shock (S) che portasse a un calo delle entrate pubbliche, vi sarebbe una conseguente perdita di solvibilità del governo. A questo punto il governo stesso potrebbe avere un certo beneficio dall'inadempienza dato dalla possibilità di ridurre il carico complessivo degli interessi da pagare e, come conseguenza, dalla facoltà di ridurre le misure di austerità. Tale beneficio può essere rappresentato sotto forma di una curva (B_U), la cui inclinazione è maggiore a seconda del livello del debito iniziale,

dell'efficienza del sistema tributario e dell'entità del debito estero (maggiore è la quota di questo, minore è la resistenza politica interna all'inadempienza). Tale curva viene rappresentata così (fig. 5):

Fig. 5: benefici e costi dell'inadempienza da parte di un governo



Fonte: De Grauwe 2013

In questa rappresentazione grafica, B_E rappresenta invece il beneficio che si ottiene dall'inadempienza quando gli investitori se l'aspettano; il motivo per cui essa giace al di sopra di B_U è che quando gli investitori si aspettano un'insolvenza, essi vendono titoli di Stato e il tasso di interesse di conseguenza sale, cosa che porta poi a un aumento del disavanzo con conseguente maggior beneficio in caso di inadempimento. C rappresenta invece il costo dell'inadempienza, dato dalla perdita di reputazione e dalla futura difficoltà di contrarre prestiti. L'inadempienza sarebbe dunque inevitabile se $S > S_2$, ma potrebbe esserlo anche se $S_1 < S < S_2$. Nel secondo caso vi sarebbero infatti due possibili equilibri e la convenienza o meno ad essere inadempiente dipenderebbe solamente dalle aspettative degli investitori. Se questi si l'aspettassero, ciò accadrebbe. Quest'aspettativa viene orientata prevalentemente dalle previsioni dei mercati, in quanto gli investitori non hanno altri strumenti su cui basare le proprie aspettative.

Tale situazione comporterebbe delle conseguenze anche a livello bancario, in quanto quando gli investitori uscirebbero dal mercato dei titoli di Stato, il tasso di interesse aumenterebbe e, poiché in genere le banche sono il principale investitore nel mercato di questi titoli, tale aumento si manifesterebbe sotto forma di perdite per gli istituti di credito. Inoltre, il prosciugamento della liquidità interna renderebbe più difficile per le banche ottenere rinnovi di depositi. Si finirebbe allora in una vera e propria crisi bancaria.

I possibili provvedimenti per ridurre tale fragilità sarebbero allora i seguenti:

1. Accrescere il costo dell'inadempienza (e.g. espellendo dall'unione i Paesi inadempienti);

2. Affidare alla Banca Centrale il ruolo di prestatore di ultima istanza, così che essa potrebbe fornire liquidità ai mercati dei titoli in caso di necessità, seppur tenendo conto del rischio azzardo morale;
3. Unione di bilancio, così che B_E si sovrapporrebbe a B_U visto che la Banca Centrale fornirebbe certamente ai governi la liquidità necessaria a far fronte ai debiti.

Per finire, a quanto visto finora in termini di conseguenze di un'area monetaria incompleta si possono aggiungere le esternalità negative che si potrebbero propagare nel caso in cui un Paese membro avesse contratto consistenti deficit di bilancio. Queste esternalità sono infatti legate al fatto che lo Stato in dissesto finanziario sarebbe probabilmente spinto a ricorrere maggiormente ai mercati dei capitali, facendo tuttavia alzare i tassi di interesse e creando in tal modo tensioni con gli altri Paesi membri relativamente alle politiche da adottare. Tale punto verrà comunque approfondito in seguito quando verranno analizzati i provvedimenti dell'UE a seguito della crisi del 2007.

1.8 - BENEFICI DI FAR PARTE DI UN'AVO

Arrivati a questo punto della discussione può venire spontaneo chiedersi per quale motivo un Paese dovrebbe voler entrare a far parte di un'unione di tale tipo in cui i rischi, in caso soprattutto di incompletezza, sembrano così elevati. Per rispondere a tale domanda è allora opportuno esporre, prima di concludere questo dibattito sulle teorie AVO, quali siano effettivamente i benefici che spingono un Paese a voler rinunciare a una certa discrezionalità nelle proprie decisioni. A questo fine, ci si può rifare in gran parte all'analisi fatta, nuovamente, da De Grauwe (2013).

In primo luogo, uno dei guadagni principali derivanti dall'adozione di una moneta unica è rappresentato dall'eliminazione dei costi di transazione, ossia delle commissioni che vengono applicate sui cambi.

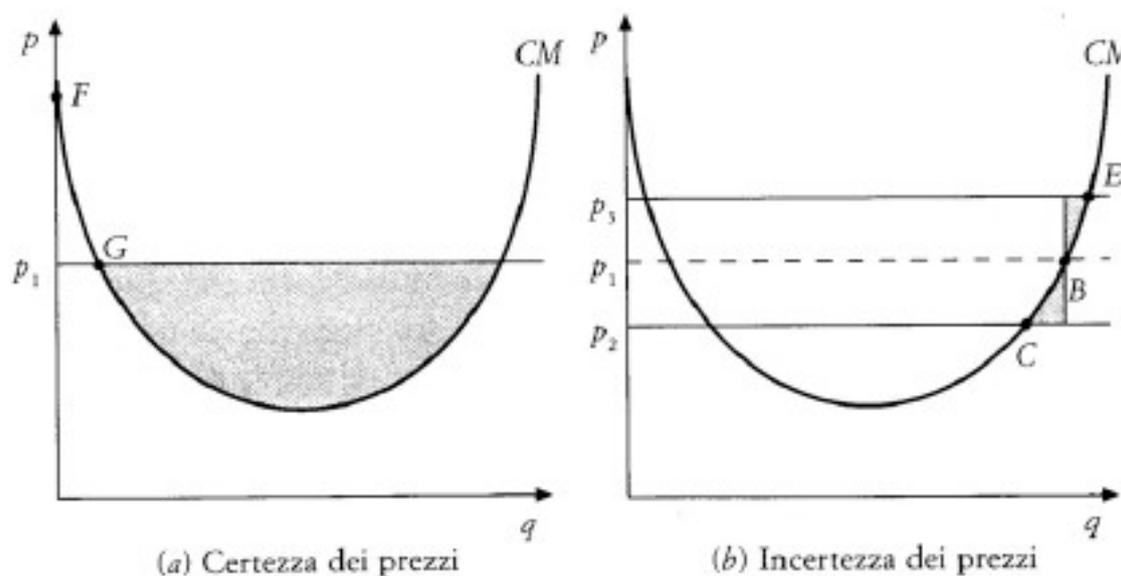
Il guadagno più diretto di ciò è sicuramente percepito dal consumatore, in quanto i costi di transazione sono considerabili delle perdite secche. Pur essendo questo in parte compensato dalla riduzione dei ricavi che tali costi rappresentano per le banche quando l'unione monetaria non esiste, esso rappresenta nel complesso un guadagno per la società, in cui le banche stesse cominceranno a svolgere anche attività più socialmente utili. Tale vantaggio è stato ulteriormente consolidato, in Europa, con la creazione della Single European Payments Area (SEPA).

L'eliminazione dei costi di transazione porta tuttavia anche dei vantaggi indiretti dati dalla maggiore trasparenza dei prezzi: potendo confrontare direttamente i prezzi tra i vari Paesi, si

dovrebbe favorire infatti la concorrenza. In realtà questo, in Europa, si è verificato solo in parte, in quanto l'esistenza delle frontiere continua a generare ostacoli al commercio che portano a una segmentazione del mercato e quindi a dei prezzi spesso molto diversi tra Paesi.

Al di là dei costi di transazione, i benefici derivano anche dalla riduzione dell'incertezza dovuta all'eliminazione del rischio di cambio. Ciò si può dimostrare confrontando due modelli (basati su imprese *price-taker*, che esportano tutto il prodotto a un prezzo dato dal prezzo prevalente sul mercato moltiplicato per il tasso di cambio) caratterizzati da un regime di cambi differenti, da un lato fissi e dall'altro variabili. Poiché nel primo caso il cambio è appunto fisso, il prezzo è costante ad un livello p_1 (supponendo che anche il prezzo in valuta estera non cambi). Nel secondo caso, invece, il prezzo può fluttuare tra p_2 e p_3 (fig. 6). La figura a sinistra rappresenta allora il modello con cambi fissi e la parte annerita corrisponde ai profitti (certi) che l'azienda ha; la figura a destra rappresenta invece l'altro modello ed evidenzia, con i triangoli ombreggiati, il maggiore profitto che si ha in media rispetto al primo caso. I triangolini rappresentano infatti la differenza tra i profitti in più che si avrebbero nel caso di prezzo alto (area p_3EBp_1) e quelli in meno che si avrebbero invece nel caso di prezzo basso (area p_1BCp_2).

Fig. 6: confronto profitti impresa in caso di cambi fissi o variabili



Fonte: De Grauwe 2013

Tuttavia, il risultato finora trovato dovrebbe anche essere comparato, per valutare l'effettivo benessere che si avrebbe nel caso di cambi flessibili, con la maggiore incertezza che i profitti hanno (un profitto medio più elevato aumenta infatti l'utilità dell'impresa, mentre la maggiore incertezza la riduce). La variazione del prezzo nel secondo caso potrebbe portare infatti sia ad un aumento che ad una riduzione dei guadagni complessivi, lasciando tuttavia nel complesso dei dubbi sul fatto che l'incertezza dei tassi di cambio possa compensare o meno l'aumento (riduzione) di benessere che la crescita (diminuzione) dei profitti genera. Risultati simili si

ottengono anche analizzando modelli più complessi. Tuttavia, poiché, per loro natura, le variazioni dei tassi di cambio determinano periodi di calma seguiti da periodi di grande turbolenza, esse potrebbero portare a delle conseguenze estremamente negative che potrebbero a loro volta ripercuotersi nella chiusura di molte imprese, con conseguenti costi di aggiustamento elevatissimi. Segue quindi che, nel complesso, l'adozione di tassi di cambio variabili sembra essere socialmente meno preferibile.

Continuando nell'elencazione dei benefici delle AVO, altri vantaggi sono legati al fatto che la valuta potrebbe diventare "internazionale", ossia utilizzata a livello mondiale come unità di conto e mezzo di scambio. I vantaggi legati a ciò potrebbero essere:

1. Ricavi extra della Banca Centrale, con conseguente riduzione della tassazione per i cittadini. Il motivo di ciò è che la detenzione di moneta al di fuori dello Stato di appartenenza accresce l'entità del bilancio e conseguentemente i profitti della Banca Centrale stessa, profitti che, andando a finanziare il governo centrale, permetterebbero di tassare meno i cittadini;
2. Detenzione della valuta come riserva internazionale anche da parte delle banche centrali estere, in genere sotto forma di titoli di Stato (e quindi sotto forma di finanziamenti);
3. Stimolo per l'attività dei mercati finanziari interni, in quanto i cittadini esteri potrebbero voler investire maggiormente in attività in quella valuta, creando a sua volta know-how e posti di lavoro.

Mongelli (2002) ha poi evidenziato come la partecipazione a un'unione monetaria possa accrescere l'utilità del denaro (cosa legata ai servizi di liquidità che una moneta che circola in un'area ampia può dare in termini per esempio, come visto prima, di unità di conto, ma anche di mezzo di scambio) e possa soprattutto aumentare la stabilità e la crescita macroeconomica a conseguenze della maggiore stabilità di prezzi, produzione e occupazione o dell'accesso a mercati finanziari più ampi e trasparenti.

Il beneficio più grande è però relativo alla credibilità che un singolo Stato (come ad esempio è avvenuto per l'Italia con l'entrata nell'UEM) può riuscire a guadagnare, con l'adozione della moneta unica, in seguito all'impossibilità per il Paese di utilizzare la politica monetaria a propria discrezione (e quindi le svalutazioni cosiddette competitive) al fine di aumentare le esportazioni nette e quindi il reddito, con ripercussioni però in termini di aspettative inflazionistiche. Conseguenza di ciò è la caduta dei tassi di interesse sia nominali che reali, con i secondi in discesa in seguito alla riduzione dei premi per il rischio di svalutazione e alla maggiore integrazione dei mercati dei capitali.

Appare ora decisamente più chiaro perché molti Stati nel mondo accettino di prendersi dei rischi e di sostenere alcuni costi (e.g. costi di passaggio a una nuova moneta) per unirsi ad altri in un'unione monetaria. Chiaramente, i benefici e i costi descritti possono avere dei pesi differenti

a seconda del singolo Paese a cui si riferiscono, motivo per cui, per decidere se convenga o meno entrare a far parte di un'unione monetaria, si dovrà fare un'analisi specifica che metta a confronto questi vari elementi (si vedano Corden 1972 e Tower e Willet 1976)

CAP. 2 – TEORIE AVO E EUROPA: SITUAZIONE ATTUALE E SVILUPPI FUTURI

2.1 - L'UEM È UN'AVO?

Prima di fare una qualsiasi analisi relativa all'UEM, non si può non chiedersi quale sia la sua posizione attuale nei confronti dei requisiti visti in precedenza in termini di AVO. A questi, infatti, bisogna in primo luogo far riferimento per poter capire a cosa possano essere dovute le difficoltà che l'Eurozona si trova a dover fronteggiare.

Per affrontare questo dibattito, è opportuno partire dall'inizio, dal trattato di Maastricht del 1992 che ha dato inizio in modo vero e proprio al progetto euro, il quale prevedeva alcuni criteri per potere entrare a farne parte. Tali criteri comprendevano la convergenza dei tassi di inflazione (per dare prova di voler combattere l'inflazione e allinearsi al livello degli Stati più virtuosi), dei bilanci (in quanto, nuovamente, Stati col debito alto sarebbero stati indotti a creare un'inflazione inattesa per "ridurre" il peso degli interessi da pagare sui titoli a lungo termine e non indicizzati emessi in passato; inoltre, la probabilità di inadempienza sarebbe stata maggiore) e dei tassi di interesse (differenziali eccessivi avrebbero potuto portare, nel periodo subito precedente l'ammissione, ad accentuati guadagni o perdite in conto capitale), oltre che la stabilità dei tassi di cambio (imponendo l'adesione al Meccanismo di Cambio Europeo, teso a ridurre la variabilità dei tassi stessi, e vietando la svalutazione nei 2 anni precedenti l'adesione all'UEM al fine appunto di impedire la manipolazione e successiva ammissione con un cambio più favorevole).

Questi criteri, accompagnati dalla nuova visione monetarista di convergenza endogena secondo cui il livello di omogeneità economica sufficiente per creare un'unione monetaria di successo sarebbe più semplice da raggiungere dopo la realizzazione dell'unione monetaria stessa (si veda, ad esempio, Frankel e Rose 1998), rappresentavano una prima evidenza del tentativo di indirizzarsi verso un'area ottimale.

Tuttavia, dopo quasi un ventennio dal completamento dell'unione monetaria, diverse sono ancora le discrepanze tra la situazione effettiva dell'UEM e quella idilliaca esposta nelle teorie AVO. Per evidenziare quali siano le incongruenze, verrà ora dapprima esposta un'analisi sui primi 5 requisiti visti in precedenza (i.e. flessibilità di prezzi e salari, somiglianza dei tassi di inflazione, mobilità del lavoro, integrazione commerciale e diversificazione produttiva), per poi

guardare in maniera più dettagliata a quelli che sembrano gli elementi più critici all'interno di un'unione monetaria, ossia l'integrazione finanziaria e quella fiscale.

2.1.1 – I primi 5 requisiti

Partendo dai requisiti individuati da Mundell, l'Eurozona presenta ancora, nonostante alcuni progressi, una bassa flessibilità di prezzi e salari, con un lento meccanismo di aggiustamento dei salari reali in seguito agli shock economici, situazione che presenta comunque notevoli differenze tra regioni. Questa bassa flessibilità è infatti prevalentemente dovuta alle differenze nelle istituzioni del mercato del lavoro (e.g. salario minimo e modalità di contrattazione salariale, che portano a diverse evoluzioni di prezzi e salari anche in presenza di shock uguali). In particolare, seguendo uno studio condotto da Rusinova et al (2015), la flessibilità dei salari europei appare più alta nelle regioni centro orientali (cosa, come detto, legata alla maggiore flessibilità e deregolamentazione delle istituzioni del mercato del lavoro) e molto inferiore in Paesi come Italia e Francia. Legato, tra l'altro, alla diversità nelle istituzioni del mercato del lavoro vi è anche il problema che i tassi di inflazione non sono tutt'ora uguali in tutti i Paesi europei. La mancata corrispondenza nella crescita dei salari con la crescita della produttività causa infatti una perdita di competitività e quindi una maggiore inflazione (Campolmi e Faia 2011).

Altre considerazioni negative si possono fare poi sulla mobilità del lavoro, anche se questa è piano piano cresciuta negli ultimi anni (seppur la percentuale di popolazione migrante all'interno dell'unione sia ancora solo del 3%). Le motivazioni di ciò risiedono, tra l'altro, nelle differenze culturali (e.g. lingua), nella convergenza del reddito e nella riduzione nei differenziali salariali (Mongelli 2008), ma anche in fattori più legati a barriere politiche tra cui, in particolare, le difficoltà relative al riconoscimento di alcune qualifiche professionali tra Stati. A quest'ultimo problema si è cercato di porre in parte rimedio attraverso una procedura elettronica di riconoscimento, chiamata tessera professionale europea, che vale però solo per un numero limitato di professioni (Strasky 2016).

Dal punto di vista dell'integrazione commerciale, l'evidenza è a grandi linee positiva grazie all'aumento, abbastanza stabile, del commercio intra-europeo, seppur con una frenata durante gli anni della crisi (anche se questo aumento ha riguardato principalmente i Paesi, come Olanda e Germania, che hanno guadagnato in termini di competitività a seguito dei tassi di inflazione dissimili; Barbosa e Alves 2011). Discorso invece più approfondito va fatto relativamente alla diversificazione produttiva. Se da un lato è vero che oggi, in generale, i Paesi europei sono in grado di diversificare la propria produzione investendo in settori meno legati alla propria

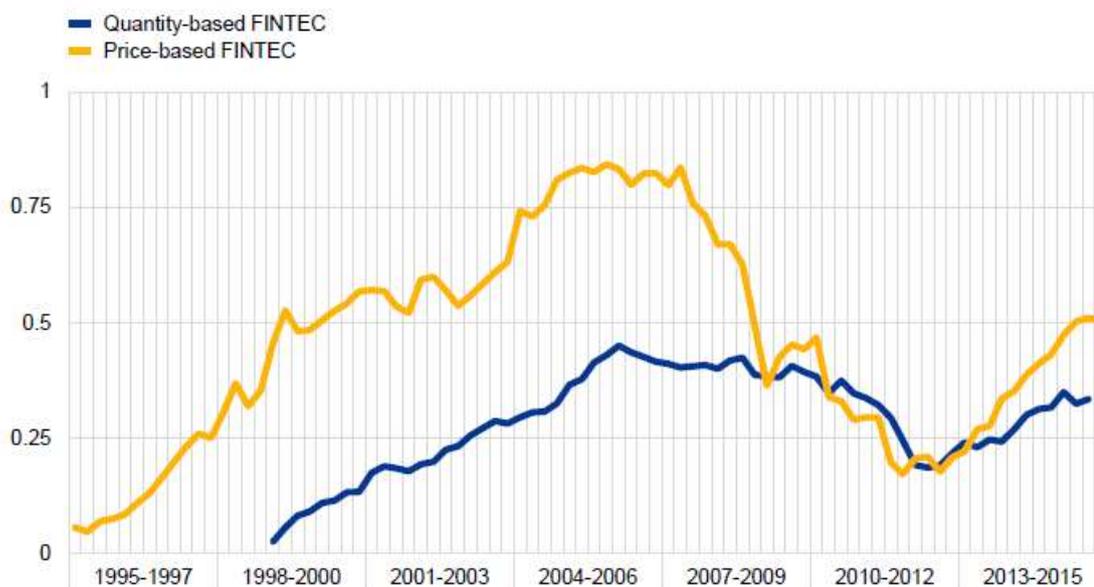
tradizione facendo leva sulle cosiddette “general purpose capabilities” (capacità che sono rilevanti in qualsiasi settore; Boschma e Capone 2013), dall’altro lato persiste ancora una distribuzione eterogenea di molti sistemi di impresa. Un esempio di ciò è il settore manifatturiero, la cui produzione è concentrata per oltre il 70% nella cosiddetta “area manifatturiera tedesca allargata” che comprende, oltre alla Germania, diversi Paesi dell’Est Europa (dei quali bisogna anche dire, prendendo spunto da questo esempio, che hanno anche dimostrato una maggiore capacità di diversificarsi rispetto ai Paesi dell’Europa occidentale; Garibaldo 2014).

2.1.2 – I punti critici: integrazione finanziaria e fiscale

Come detto in precedenza, un maggiore spazio viene lasciato in questa sede a quelle che sono l’integrazione finanziaria e fiscale, in quanto questi sono i due elementi di cui maggiormente si è discusso soprattutto negli ultimi anni in seguito alla crisi.

Partendo dalla prima, molto significativo è il grafico, proposto dalla Banca Centrale Europea (BCE, si veda fig. 7), che indica il percorso temporale del livello di integrazione finanziaria nell’UE. I due indicatori utilizzati sono basati sulla quantità (volume di asset posseduti dai residenti di un certo Paese emessi da altri Paesi) e sul prezzo (differenziale di prezzo nei mercati di titoli di Stato, azionari, interbancari e di credito tra differenti Paesi europei).

Fig. 7: evoluzione dell’integrazione finanziaria europea



Fonte: ECB 2016

Questo grafico evidenzia come, prima della crisi, si fosse riusciti ad arrivare a un livello di integrazione abbastanza buono, vista per esempio l’uniformità dei tassi applicati sui prestiti interbancari o sui titoli di Stato a cui si era arrivati. Va comunque detto che quest’integrazione

si era notata in misura molto minore nel mercato delle obbligazioni societarie, nei mercati azionari e nelle attività al dettaglio del settore bancario. Il motivo di ciò va ricondotto alla differenza tra leggi e regolamenti vigenti nei vari Paesi (e.g. normativa tributaria). A livello bancario, inoltre, il settore continuava ad essere regolato e vigilato da enti nazionali, restii a fusioni transnazionali per non perdere potere (critica era dunque la mancanza di un meccanismo di vigilanza sovranazionale).

A sostegno dell'idea di una buona integrazione finanziaria era anche l'evidenza che i deficit e i surplus di conto corrente nell'area euro si fossero ampliati significativamente, con i deficit finanziati internamente dall'area stessa (Coeuré 2012). Tra gli altri, la Grecia e la Spagna avevano visto un aumento di deficit rispettivamente dal 7% al 15% e dal 3% al 12%, mentre la Germania era arrivata ad avere un surplus dell'8% nel 2007. Il motivo alla base di tali flussi era che i Paesi europei meno sviluppati offrivano maggiori prospettive di crescita e di redditività degli investimenti, spingendo con ciò a investire in quelle zone, investimenti che, pur essendo a lungo termine, venivano spesso finanziati ricorrendo a prestiti a breve che erano poi diventati estremamente costosi durante la crisi. La principale causa della diffusione della crisi in Europa viene infatti comunemente identificata nella rapida crescita di squilibri nei prestiti all'interno dell'Eurozona, oltre che nel boom dell'indebitamento degli stessi Paesi meno sviluppati, i quali si erano trovati ad avere accesso a prestiti nella stessa valuta di altri Stati e con tassi di interesse, nel pre-crisi, sempre più bassi. Tuttavia, Rodrik e Velasco (1999) avevano già in precedenza sottolineato come la combinazione di sostanziali passività straniere a breve termine e pochi asset liquidabili risulti in un'estrema vulnerabilità e in un rischio di crisi di fiducia e conseguente inversione dei flussi di capitale (riducendo così la possibilità di condividere i rischi). Il legame banche-Stati aveva poi amplificato notevolmente gli effetti negativi.

Dal grafico precedente si può vedere poi come appunto il crollo di integrazione finanziaria si sia avuto in concomitanza con la crisi. In quel periodo era infatti emerso come problemi e vulnerabilità di un sistema bancario potessero propagarsi rapidamente in tutto il sistema finanziario europeo a causa anche della rapidità con cui i capitali potevano spostarsi tra i confini. La crisi del debito sovrano, in particolare, aveva in primo luogo portato a una crescita dello spread tra i tassi di interesse dei titoli pubblici, evidenziando quindi una differente percezione del rischio (cosa visibile nel grafico dal crollo dell'indice *price-based*), e alla richiesta di politiche fiscali pro-cicliche per riguadagnare la fiducia del mercato ed evitare un disastro finanziario, cosa necessaria a causa della mancanza di un prestatore d'ultima istanza (Balassone et al 2016). Tuttavia, in molti Paesi la crisi del debito sovrano aveva portato anche, in secondo luogo, a delle crisi bancarie vere e proprie che avevano spinto molti istituti creditizi sull'orlo del fallimento (con necessità di interventi pubblici al fine di salvarli, procedura detta

bailout). Queste ultime erano caratterizzate da forti perdite generate dal fatto che le banche erano diventate sempre più i principali detentori del debito del proprio Stato (e di conseguenza l'aumento del tasso di interesse dovuto all'uscita dal mercato di vari investitori si manifestava nei bilanci bancari sotto forma di perdite) e dal fatto che, al crescere del tasso sui titoli pubblici, anche il tasso a cui esse concedevano finanziamenti era dovuto aumentare (i tassi passivi erano dunque aumentati di più degli attivi poiché le banche prestano a lungo e si indebitano a breve). Nel complesso, queste perdite avevano generato sfiducia e conseguente perdita di accesso al mercato interbancario (visibile dall'indice *quantity-based*).

La situazione disastrosa delle finanze pubbliche greche aveva poi aggravato ulteriormente la recessione, visto soprattutto il ritardo nell'intervento delle istituzioni europee. La situazione greca aveva infatti contagiato diversi Paesi (principalmente Irlanda, Portogallo, Spagna e Italia) che soffrivano di squilibri macroeconomici di diversa natura (debiti pubblici elevati, crisi bancarie, ecc.), visto che i mercati finanziari avevano cominciato a temere la disgregazione dell'area euro e avevano portato lo spread sui titoli pubblici alle stelle prevedendo una possibile riconversione degli enormi debiti nella moneta nazionale.

Ai disagi creati dalla crisi si è cercato di porre rimedio creando, nel 2010, il Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria (FESF), formato da risorse provenienti dai Paesi membri in proporzione al capitale detenuto della BCE. Questo fondo elargiva finanziamenti ai Paesi in difficoltà, a condizione che questi si impegnassero a ridurre i deficit di bilancio. Esso è stato sostituito, alla fine del 2012, dal Meccanismo Europeo di Stabilità (MES), un'istituzione a carattere permanente. Quest'istituzione dovrebbe svolgere il ruolo di prestatore di ultima istanza verso gli Stati al posto della BCE, garantendo che vi sia sempre la liquidità necessaria e, di conseguenza, evitando la vendita massiccia di titoli di Stato in caso di sfiducia. Se infatti ciò accadesse si potrebbe arrivare, come visto, a una crisi di solvibilità. In realtà, tale meccanismo non si può considerare un valido sostituto, da questo punto di vista, della BCE, in quanto i suoi fondi sono limitati e la sua struttura di governance può essere inadatta a gestire le crisi visto che ciascun membro ha il diritto di veto.

Un trend inverso, in termini di integrazione finanziaria, ha cominciato a intravedersi nel 2012 grazie a tre fattori:

1. Adozione di politiche monetarie espansive, le quali hanno introdotto liquidità nel sistema e accresciuto la fiducia degli investitori;
2. Annuncio delle Outright Monetary Transactions (OMT), ossia acquisti da parte della BCE di titoli di Stato a breve emessi da Paesi in grave difficoltà fatti nel contesto di programmi attivati con il MES;

3. Volontà di un'imminente creazione di un'unione bancaria ai fini di armonizzare a livello europeo le competenze in materia di vigilanza, risoluzione e finanziamento e di imporre alle banche della zona euro di conformarsi alle stesse norme (contenute nel cosiddetto "*Single Rule Book*"). In questo modo, l'UE mira a separare il rischio bancario dal rischio sovrano e a fare in modo che il grado di sicurezza dei depositi bancari sia effettivamente lo stesso indipendentemente dallo Stato membro in cui la banca opera.

In particolare, dunque, nell'ambito della *banking union*, due sono gli strumenti principali finora effettivamente entrati in funzione:

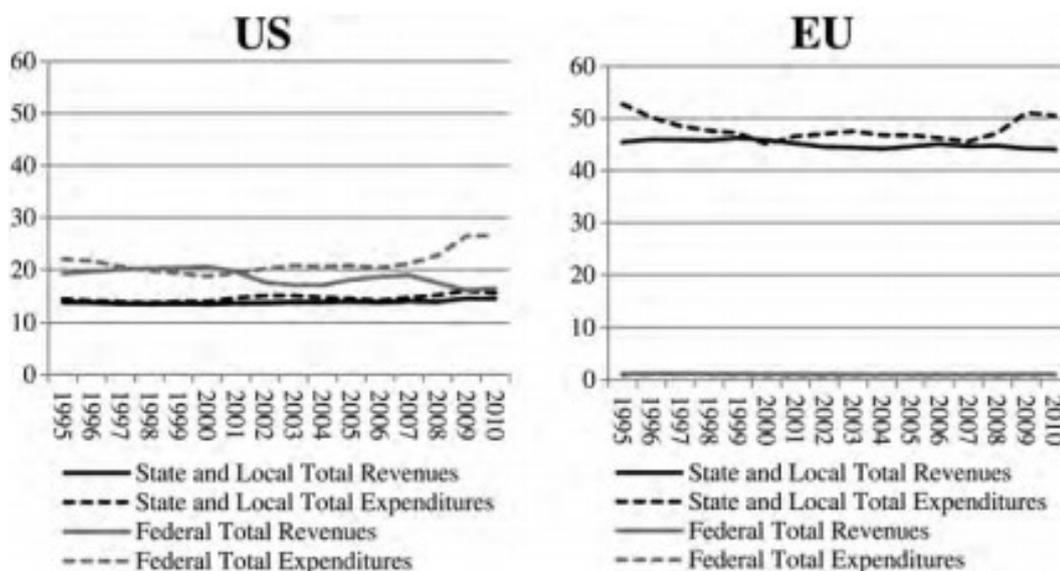
1. Il meccanismo di vigilanza unico (MVU, 2014), che fa capo alla BCE e opera in stretto legame con le autorità di vigilanza nazionale, con compito di controllare che le banche rispettino le normative UE e affrontino i loro problemi tempestivamente, valutando poi se queste siano idonee a operare o se siano eventualmente in dissesto. Nel caso di violazione delle regole, il MVU può anche applicare delle sanzioni. L'idea alla base della sua creazione è quella di offrire una visione a livello europeo dei rischi del settore bancario, coordinare l'azione delle autorità di vigilanza nazionali (i cui problemi hanno contribuito alla frammentazione finanziaria durante la crisi) e aiutare la BCE nel perseguimento degli obiettivi di stabilità. Nel complesso, ciò potrebbe ridurre la frequenza di shock finanziari e modificarne la natura (transitori vs permanenti) e la trasmissione all'economia reale (Alcidi e Thirion 2016);
2. Il Meccanismo di Risoluzione Unico (SRM, 2016), finalizzato a risolvere le crisi delle banche in dissesto minimizzando i costi per i contribuenti e l'economia reale, in modo così da rafforzare la fiducia nel settore bancario e ridurre al minimo il contagio e la relazione negativa tra banche ed emittenti sovrani. Tale compito viene esercitato in primo luogo facendo uso di alcuni strumenti tra cui il *bail-in*, ossia la procedura per cui azionisti e creditori devono contribuire con i propri fondi a coprire le perdite di una banca, evitando così di dover incidere sui contribuenti.

Tali provvedimenti sono comunque da considerarsi come solo un primo passo verso il rafforzamento dell'integrazione finanziaria, a cui dovranno seguire altri interventi e cambiamenti che verranno analizzati più approfonditamente in seguito.

Per quanto riguarda l'integrazione fiscale, dall'altro lato, anche da questo punto di vista il risultato è abbastanza mediocre, ma con delle evoluzioni significative. In primo luogo, confrontando negli anni i ricavi e i costi totali del bilancio UE rapportati al Prodotto Nazionale Lordo (PNL) totale dell'area, i valori trovati restano sempre molto bassi, soprattutto se confrontati con i valori dei bilanci dei singoli Stati UE o, ancora peggio, con gli stessi indicatori

negli Stati Uniti. Emblematici, da questo punto di vista, sono i dati raccolti da BEA ed Eurostat relativamente al periodo 1995-2010 e rappresentati nel seguente grafico (fig. 8):

Fig. 8: confronto ricavi e spese nei bilanci USA e UE rapportati al PNL



Fonte: BEA e Eurostat

Seppur questi dati siano relativi a diversi anni fa, la situazione negli anni successivi non è cambiata. Il bilancio UE 2015 ammontava infatti a 145 miliardi di euro, pari solo all'1% della ricchezza annualmente generata dagli Stati membri, mantenendosi dunque sulla falsariga degli anni precedenti (UE 2015).

Tuttavia, negli anni successivi alla crisi si è cercato di fare alcuni passi verso una maggiore integrazione fiscale, usando come comune denominatore il patto di stabilità e crescita (PSC) stipulato ancora nel lontano 1997. In particolare, in tale senso, cinque sono stati gli interventi più importanti delle istituzioni europee:

1. *Six-Pack* (2011): introduzione di sanzioni per gli Stati che non si adeguano a convergere verso il pareggio di bilancio o a ridurre il proprio debito sotto la soglia del 60% del PIL;
2. *Fiscal Compact* (2012): accordo, parte del Trattato sulla Stabilità, Coordinamento e Governance nell'UEM, che vincola nuovamente i Paesi a rispettare una serie di regole per contenere il disavanzo, ridurre il debito e raggiungere il pareggio di bilancio. La novità di tale accordo è l'obbligatorietà di inserire tali principi nelle rispettive Costituzioni;
3. *Semestre Europeo* (2013): ciclo di coordinamento delle politiche economiche e di bilancio nell'UE al fine anche di prevenire squilibri macroeconomici eccessivi. Esso si concentra nei primi sei mesi dell'anno, in cui appunto gli Stati allineano tali politiche agli obiettivi e alle norme dell'unione;
4. *Two-Pack* (2013): aumento della trasparenza delle decisioni di bilancio con l'obbligo per gli Stati membri di presentazione, entro il 15 ottobre, di un budget relativo all'anno

successivo e di certificazione delle previsioni macroeconomiche da parte di organismi indipendenti del governo;

5. Comitato Europeo per le Finanze Pubbliche (2015): organo che ha il compito di valutare l'attuazione delle norme di bilancio UE, coordinare l'azione dei consigli nazionali per le finanze pubbliche e fornire consulenza alla Commissione in materia fiscale.

Tali provvedimenti partono dal presupposto che un Paese, come emerso durante la crisi, nel caso si indebiti in maniera eccessiva e insostenibile, potrebbe creare effetti di spillover negativi per il resto dell'UEM (De Grauwe 2013). Le cause principali alla base di questo sono due:

1. Il Paese indebitato ricorrerà in misura crescente ai mercati dei capitali, portando a un aumento del tasso di interesse, il quale farà a sua volta aumentare l'onere del debito pubblico degli altri Paesi, che dovranno allora attuare politiche fiscali restrittive per stabilizzare il proprio rapporto debito/PIL (Prodotto Interno Lordo);
2. L'aumento del tasso di interesse porterà a pressioni da parte degli altri Paesi per un allentamento della politica monetaria, interferendo dunque sulla sua condotta.

Lo scopo dei provvedimenti dell'UE, in questo senso, è cercare di ridurre l'effetto contagio che si potrebbe verificare in tali situazioni. Sebbene, dunque, a livello di unione vera e propria di bilancio si sia ben lontani dall'obiettivo finale, le istituzioni europee sembrano aver quantomeno preso una direzione che mira a rendere coerenti il più possibile quelle che sono le politiche fiscali nazionali, portando con ciò a dei passi in avanti in termini di integrazione fiscale che, tuttavia, come per l'integrazione finanziaria, dovranno essere seguiti da molti altri provvedimenti.

In sintesi, l'attuale situazione dell'UE è ancora lungi dall'essere quella idilliaca presentata dalle teorie AVO ed è questo evidentemente uno dei principali motivi per cui, principalmente durante la crisi, si è assistito alle difficoltà di alcuni Paesi e al successivo rafforzamento di molti movimenti antieuropeisti. Arrivare (o quantomeno avvicinarsi il più possibile) a quella situazione idilliaca è però possibile e di passi verso quell'obiettivo l'UEM ne ha già fatti e altri ancora ne ha programmati.

2.2 - IL RAPPORTO DEI 5 PRESIDENTI E L'UE DEL FUTURO

Il paragrafo appena concluso è terminato con un chiaro riferimento a dei programmi futuri dell'UEM tesi a rafforzare il suo grado di ottimalità. Essi sono in particolare contenuti in ciò che è stato definito "Rapporto o Relazione dei 5 Presidenti" (Juncker et al 2015). Questo Rapporto ha lo scopo di indicare brevemente quali siano i punti deboli dell'attuale unione economica (di cui si è ampiamente parlato nel paragrafo precedente) e, soprattutto, di

identificare e programmare dettagliatamente gli interventi necessari per rimuovere queste debolezze.

La Relazione parte del presupposto che, affinché tutti i membri traggano benefici dalla partecipazione all'unione, i singoli Stati devono essere in grado di prevenire meglio le crisi e di rispondere in maniera autonoma ed efficace agli shock economici attraverso una governance di elevata qualità, delle politiche economiche e di bilancio sostenibili, una pubblica amministrazione efficiente, delle economie resilienti e una dotazione di riserve di bilancio sufficienti nel corso del ciclo economico. Inoltre, per essere permanentemente in buone condizioni, tutte le economie dell'Eurozona hanno bisogno di poter condividere l'impatto degli shock attraverso la condivisione dei rischi sia privata che pubblica (di questo si tratterà in maniera specifica nell'ultimo capitolo).

Tale presupposto non si può dire rispettato nella zona euro, in cui vi sono divergenze significative tra Paesi. È dunque necessario, secondi i Presidenti, che ampi progressi vengano fatti in termini di unione economica autentica (tesa ad assicurare che ogni economia abbia le caratteristiche strutturali per prosperare nell'unione monetaria), unione finanziaria (ciò significa completare l'unione bancaria e accelerare l'unione dei mercati dei capitali), unione di bilancio e unione politica (che dovrebbe porre le basi di quanto precede attraverso controllo democratico, legittimità e rafforzamento istituzionale).

Il processo per portare a termine tali progressi si articola in tre fasi:

1. Fase 1 (1 luglio 2015-30 giugno 2017): ottimizzazione dell'uso degli strumenti esistenti. Ciò significa rilanciare competitività e convergenza strutturale, completare l'unione finanziaria, attuare e mantenere politiche di bilancio responsabili e rafforzare il controllo democratico;
2. Fase 2: fissazione di parametri per la convergenza, che verranno resi più vincolanti in quanto potrebbero anche avere carattere giuridico. Il rispetto di questi potrebbe poi divenire condizione per partecipare ad un meccanismo di assorbimento di shock per la zona euro;
3. Fase finale (al più tardi entro il 2025): con il successo delle fasi precedenti, i cittadini europei si troveranno in un contesto stabile e prospero.

2.2.1 - Unione economica autentica, convergenza e coesione sociale

Obiettivo dal punto di vista della creazione di un'unione economica autentica è che tutti gli Stati membri perseguano politiche sane che consentano loro di riprendersi dopo shock a breve termine, essere in grado di sfruttare i vantaggi comparativi nel mercato unico e attirare gli investimenti, in modo così da sostenere elevati livelli di crescita e occupazione. Ciò potrebbe

in primis essere realizzato completando il mercato unico in aree come beni e servizi, capitali o digitale, ma poi soprattutto attraverso riforme strutturali per modernizzare le varie economie.

Nella fase 1, dunque, si mira a:

1. Creare un sistema di autorità per la competitività, che dovrebbe dare delle linee guida alle autorità nazionali relativamente alla contrattazione salariale. Ogni Paese dovrebbe dunque dotarsi di un proprio organismo incaricato di monitorare i risultati e le politiche in materia di competitività, consentendo alle imprese più produttive di prosperare e favorire occupazione, investimenti e scambi. Tali organismi avrebbero il compito di stabilire se l'evoluzione delle retribuzioni sia in linea con quella della produttività e raffrontarla poi con l'evoluzione in altri Paesi;
2. Rafforzare l'attuazione della procedura per gli squilibri macroeconomici creata durante la crisi e finalizzata a prevenire e correggere gli squilibri prima che sfuggano di controllo. Il rafforzamento consisterebbe nell'utilizzarla anche per incoraggiare le riforme strutturali mediante il semestre europeo, nel successivo monitoraggio delle riforme stesse e nel maggiore focus sugli squilibri della zona euro nel suo complesso;
3. Porre maggiore attenzione su occupazione e performance sociale, puntando su riforme nei mercati del lavoro (che dovrebbero anche essere più integrati per facilitare la mobilità, anche attraverso un migliore riconoscimento delle qualifiche o un più facile accesso al pubblico impiego per i cittadini di altri Paesi), nella formazione e nei sistemi di protezione sociale. La disoccupazione è infatti una delle cause principali di ineguaglianza ed esclusione sociale, motivo per cui sono necessari mercati del lavoro in grado di assorbire shock senza causare disoccupazione eccessiva;
4. Coordinare maggiormente le politiche economiche, rafforzando il semestre europeo.

Nella fase 2, invece, il processo visto dovrebbe diventare più vincolante attraverso la fissazione di alti standard (relativi a competitività, mercati del lavoro, pubblica amministrazione, politica tributaria, ecc.) nella normativa europea. Questo implicherebbe la necessità di ulteriori armonizzazioni in alcuni settori, mentre in altri in cui politiche diverse potrebbero portare comunque a risultati soddisfacenti richiederebbe la ricerca di soluzioni specifiche per ciascun Paese. La convergenza così creata dovrebbe costituire poi la condizione di accesso per un ipotetico meccanismo di assorbimento degli shock.

2.2.2 - Unione Finanziaria

Dal punto di vista dell'unione finanziaria, il primo obiettivo è quello di completare l'unione bancaria. Ciò, oltre a quanto già fatto in termini di vigilanza e risoluzione, richiederebbe in

primis l'entrata a regime del fondo di risoluzione unico (finanziato da contributi del sistema bancario e al quale si dovrebbe attingere nel caso in cui gli strumenti per il salvataggio delle banche citati in precedenza, come il *bail-in*, non dovessero essere sufficienti), prevista ora nel 2024 con 55 miliardi di euro, la creazione di un dispositivo di *backstop* al fondo stesso, finalizzato a integrarne la disponibilità per esempio attraverso finanziamenti da parte del MES, e l'avvio di un sistema europeo di garanzia dei depositi (EDIS). Rispetto a un sistema nazionale, quest'ultimo avrebbe maggiori probabilità di essere neutrale nel tempo per le finanze pubbliche, in quanto i rischi sarebbero più diffusi e i contributi privati sarebbero prelevati da un gruppo più ampio di enti finanziari, e rafforzerebbe la resilienza contro crisi future, in quanto un sistema nazionale resta vulnerabile agli shock locali di grande portata, soprattutto se l'emittente sovrano e il settore bancario sono percepiti come fragili. Tale sistema europeo sarebbe finanziato dalle banche europee con contributi in proporzione al loro rischio di fallimento. Oltre all'EDIS, comunque, si dovrebbero armonizzare ulteriormente le normative nazionali in materia in modo che le banche partecipanti all'unione godano di condizioni di parità.

Secondo obiettivo è invece il lancio dell'unione dei mercati dei capitali, che consentirebbe di disporre di fonti di finanziamento più diversificate principalmente per le imprese (spesso legate al credito bancario). Raggiungere un alto livello di integrazione finanziaria presuppone comunque altri miglioramenti quali l'armonizzazione delle pratiche contabili o la semplificazione dei requisiti sui prospetti. Va poi precisato che questa forma di unione non è priva di rischi in quanto, come già avvenuto durante la crisi, il rapido movimento dei capitali potrebbe portare a un diffuso contagio in caso di forti shock che, se non assorbiti velocemente dal sistema, potrebbero diventare sistemici, infettare il sistema bancario e i mercati finanziari ed avere conseguenze negative e durature sull'economia reale (Alcidi e Thirion 2016). Sarebbe allora necessario ampliare e rafforzare gli strumenti per gestire i rischi sistemici degli operatori finanziari in maniera prudente (strumentario macroprudenziale, comprendente ad esempio limiti sulla possibilità di indebitamento per le banche o di contrarre mutui) e rafforzare il quadro di vigilanza per garantire la solidità di tutti gli agenti finanziari. Nel complesso, ciò dovrebbe portare alla nascita di un'unica autorità di vigilanza europea dei mercati dei capitali.

2.2.3 - Unione di bilancio

In termini di integrazione fiscale, creato il Comitato Europeo per le Finanze Pubbliche, nella seconda fase ci si dovrebbe concentrare sullo sviluppo di una funzione comune di stabilizzazione macroeconomica per reagire meglio agli shock che non si possono gestire a livello nazionale grazie all'utilizzo di trasferimenti. L'obiettivo di ciò sarebbe ammortizzare

meglio questi grandi shock e, di conseguenza, migliorare la resilienza dell'UEM nel suo complesso. Un provvedimento di tale tipo richiederebbe comunque che tutte le condizioni viste precedentemente fossero rispettate.

2.2.4 - Unione politica

Dal punto di vista politico, infine, dovrebbero essere intraprese varie iniziative tese innanzitutto ad unificare la rappresentanza esterna dell'unione, visto che la sua mancanza preclude oggi all'UE la possibilità di produrre un impatto commisurato al suo peso; per esempio, l'UE non è per ora rappresentata da un'"entità" finanziaria unica, nel senso che ogni Stato membro si esprime individualmente nelle istituzioni finanziarie internazionali come il Fondo Monetario Internazionale. La questione rappresentanza è comunque solo una parte dei provvedimenti da prendere in termini di unione politica. Altri interventi dovrebbero infatti essere adottati al fine di migliorare il dialogo tra istituzioni europee e tra istituzioni europee e nazionali, integrare le soluzioni intergovernative (adottate principalmente durante la crisi) nel quadro giuridico europeo, rafforzare la presidenza e i mezzi dell'Eurogruppo (il cui ruolo potrebbe essere ulteriormente potenziato, nella fase 2, ipotizzando una presidenza a tempo pieno) e creare una Tesoreria della zona euro finalizzata a adottare decisioni relativamente all'ipotetica futura unione di bilancio.

CAP. 3 - EVOLUZIONE DEL RISK SHARING NELL'EUROZONA E DINAMICHE FUTURE

3.1 – COS'E' IL RISK SHARING

In quanto detto finora è emerso frequentemente il tema condivisione del rischio o *risk sharing*. Per quanto il riferimento ad esso sia stato spesso solamente accennato o comunque sottinteso, il *risk sharing* rappresenta un'importante misura del grado di successo di un'unione monetaria ed è definibile come la capacità di assorbire gli shock specifici o non comuni ai PIL dei Paesi membri. In pratica, un elevato grado di condivisione comporta che, nel caso un Paese venga colpito in modo specifico da uno shock, il suo tasso di variazione dei redditi percepiti e i suoi consumi calino in modo limitato rispetto alla caduta del PIL e quindi dell'output. Un'ipotetica situazione in cui il tasso di crescita del consumo è uguale in tutti i Paesi di un gruppo è infatti definita *full risk sharing*.

Fatta questa breve introduzione, è importante evidenziare come, nel complesso, tre siano i canali che portano ad un innalzamento del grado di *risk sharing*, ognuno dei quali legato a delle specifiche poste della contabilità nazionale (Asdrubali et al 1996):

1. Canale dei mercati dei capitali (o *private risk sharing* o *income risk sharing*): riguarda il *Net Factor Income*, ossia il reddito da investimenti in Paesi stranieri al netto dei pagamenti sulle proprie passività, il quale può essere ulteriormente diviso in:

$$\text{Net Factor Income} = r_{debt,DBD} - r_{debt,FBF} + r_{eqt,DED} - r_{eqt,FEF} + r_{fdi,DFDI} - r_{fdi,FFDI}$$

dove B rappresenta i debiti, E l'*equity* (e quindi gli investimenti in capitale) e FDI gli investimenti diretti esteri, mentre r è il rispettivo tasso di redditività; "F" e "D" separano infine gli investimenti da parte di stranieri (le passività) e gli asset posseduti da residenti. Generalmente, un alto valore di *risk sharing* si ha se la redditività degli asset stranieri è fortemente correlata con l'output dell'intera area e la redditività delle passività è fortemente correlata con l'output domestico. La formazione di un'unione monetaria, da questo punto di vista, può avere un duplice effetto: aumentare l'integrazione finanziaria, nel senso che i membri dei vari Paesi possiederanno più asset stranieri, e diminuire l'ammontare di *risk sharing* ottenuto per euro investito all'estero, in quanto la redditività degli asset dei diversi Paesi potrebbe diventare più simile (Demyanyk et al 2008). Ciò è esattamente quanto avvenuto per i titoli di Stato europei negli ultimi anni. In termini di poste della contabilità nazionale, il *private risk sharing* è dato dalla differenza tra Prodotto Nazionale Lordo (PNL)

e PIL e rappresenta quindi, in poche parole, la generazione di redditi da capitale (tra cui interessi, dividendi e profitti) per i cittadini di un Paese in contro tendenza rispetto al PIL del Paese stesso di residenza. Ciò necessita ovviamente di una certa integrazione a livello federale o sovranazionale (nel caso dell'UEM). In realtà, all'interno di questo canale viene spesso compreso anche il deprezzamento del capitale, dato più nello specifico dalla differenza tra PNL e Reddito Nazionale Netto (RNN). Esso non costituisce infatti un vero e proprio canale indipendente, ma viene comunque considerato come una fonte di condivisione del rischio visto il carattere contro-ciclico del rapporto capitale-output. Il deprezzamento del capitale, infatti, rappresenta una più grande frazione dell'output in caso di recessione e una più piccola in caso di boom;

2. Canale fiscale o di governo (o *public risk sharing*): redistribuzione del reddito tra i Paesi che costituiscono uno Stato/ente sovranazionale in seguito a shock imprevisti. Esso si basa principalmente su un sistema di tasse e trasferimenti, motivo per cui è dato dalla differenza tra RNN e Reddito Nazionale Disponibile (RND). Non deve tuttavia essere considerato esclusivamente come meccanismo di redistribuzione, in quanto rappresenta anche un importante strumento di stabilizzazione economica che può attenuare le asimmetrie presenti nelle fluttuazioni cicliche dei Paesi (Furceri 2002);
3. Canale del credito (o *consumption risk sharing*): esso comprende sia il risparmio privato, quindi relativo a crediti e debiti delle famiglie e delle imprese che assorbono la caduta dei consumi, sia il risparmio pubblico, quindi avanzi e disavanzi di bilancio a livello nazionale. Il risparmio pro-ciclico ha dunque la capacità di livellare il consumo in quanto, per esempio, ridurre la spesa nei momenti di crescita permette di disporre di maggiori risorse da spendere nei momenti invece di recessione. In un contesto più generale, questo canale permette ai Paesi colpiti da uno shock di prendere a prestito fondi dai Paesi in crescita da destinare al rilancio dell'economia, cosa che richiede comunque una certa integrazione dei mercati finanziari (Furceri 2002). Va poi precisato che il consumo potrebbe fluttuare anche per cambiamenti non legati al reddito. Un esempio potrebbe essere quello dei "*taste shock*", ossia shock connessi a, tra gli altri, mode o mutamenti nei prezzi relativi. In questa categoria di shock sono comprese anche le fluttuazioni nel consumo del Governo dovute ad esempio a guerre o disastri naturali. Nel complesso, in termini di contabilità nazionale, il risparmio totale può essere definito dalla differenza tra RND e consumi (C+G, ossia consumi privati sommati alla spesa pubblica).

Il *risk sharing* totale di una certa area si può dunque stimare tramite un modello, formulato dagli stessi Asdrubali et al (1996), che può essere espresso come segue:

$$\text{PIL} = \underbrace{\text{PIL/PNL} \times \text{PNL/RNN}}_{\text{Canale 1}} \times \underbrace{\text{RNN/RND}}_{\text{Canale 2}} \times \underbrace{\text{RND}/(\text{RND}+\text{G}) \times (\text{RND}+\text{G})/(\text{C}+\text{G}) \times (\text{C}+\text{G})}_{\text{Canale 3}}$$

Questo modello sostanzialmente scompone il PIL in vari rapporti di poste della contabilità nazionale, ognuno (o comunque ogni raggruppamento) dei quali relativo ad un preciso canale visto in precedenza e rappresentante il grado di assorbimento o amplificazione degli shock che colpiscono le singole economie (il canale 3 viene diviso in risparmio pubblico e privato, mentre nel canale 1, come già visto, viene isolato anche il deprezzamento del capitale). Supponendo allora che uno shock effettivamente si verifichi, la misura in cui la variazione del PIL e degli altri aggregati ha luogo dipende dal modo con cui i fattori anticiclici presenti in ogni stadio della scomposizione riescono ad operare. Così, se per semplicità si ipotizza un aumento del PIL e un *full risk sharing* ottenuto interamente tramite il canale 1, il PNL aumenterà in proporzione meno del PIL, e a sua volta il RNN aumenterà meno del PNL, mentre nei canali successivi l'aumento delle poste a numeratore e denominatore sarà in proporzione uguale.

Detto che il *risk sharing* è un indicatore del successo di un'unione monetaria, si possono allora utilizzare i dati relativi ad esso per valutare il grado di successo dell'UEM dalla sua nascita al giorno d'oggi. In particolare, verranno valutati, attraverso riferimenti all'evidenza empirica, i cambiamenti che da questo punto di vista vi sono stati al momento dell'introduzione della moneta unica e in seguito alla Grande Recessione, con infine uno sguardo nuovamente a quella che potrebbe essere l'UEM del futuro e quindi a quali cambiamenti, in termini ovviamente di condivisione del rischio, la realizzazione di quanto previsto nel Rapporto dei 5 Presidenti potrebbe portare.

3.2 - EFFETTI DELL'INTRODUZIONE DELL'EURO NELL'EUROPA PRE-CRISI

Uno dei principali argomenti di studio in materia di *risk sharing* riguarda proprio quelli che sono i cambiamenti che l'introduzione dell'euro avrebbe portato.

In primo luogo va fatta una parentesi su quello che era il grado di condivisione del rischio raggiunto prima dell'introduzione della moneta unica. Da questo punto di vista torna utile un'analisi effettuata da Poncela et al (2016), che presenta i seguenti risultati relativi a UE e area euro (fig. 9):

Fig. 9: stime del *risk sharing* prima della nascita dell'UEM

	AREA EURO				UNIONE EUROPEA			
	Univ panel	Sure	Panel VAR impact	Panel VAR accum.	Univ. panel	Sure	Panel VAR impact	Panel VAR accum.
KAP	.0046 (.0075)	.0028 (.0095)	0.0019 (.0088)	0.0091 (.0129)	-.0122 (.0068)	.0060 (.0099)	0.0034 (.0082)	0.0199 (.0091)
GOV	.0049 (.0036)	.0075 (.0073)	0.0045 (.0064)	0.0169 (.0124)	.0071 (.0035)	.0091 (.0049)	0.0015 (.0039)	0.017 (.0074)
CRE	.3617 (.0274)	.3568 (.0302)	0.3112 (.0289)	0.277 (.0295)	.3091 (.0217)	.2970 (.0226)	0.238 (.0190)	0.1692 (.0194)
UNS	0.6380	0.6385	0.6952	0.7152	0.6960	0.6879	0.7669	0.7939
N	418	418	418	418	756	756	756	756

Fonte: Poncela *et al* (2016)

Questi dati evidenziano che, seppur con varie discrepanze dovute all'impiego di diverse metodologie econometriche (discrepanze che saranno evidenti anche in altri studi che si vedranno in seguito), il *risk sharing* ottenuto tramite trasferimenti internazionali (GOV) era praticamente nullo, quello legato al mercato dei capitali (KAP) aveva un valore in media attorno all'1% (quindi estremamente basso) e quindi il canale del credito (CRE) risultava l'unica fonte di condivisione del rischio, con valori stimati che tuttavia variano molto a seconda che si consideri la questione dinamicità (e quindi gli effetti non solo nell'immediato, ma anche nel lungo periodo), presente nei modelli delle ultime due colonne, o no. Tenendo conto di essa, infatti, il valore di shock non assorbiti (UNS) risultava di circa 10 punti superiore. Il motivo di ciò potrebbe risiedere nel fatto che i prestiti devono essere ripagati, cosa che porta a dover tener conto anche degli effetti negativi dovuti al rimborso da dover effettuare negli anni successivi. Sorensen e Yosha (1998) avevano precisato ulteriormente che, nel canale del credito, metà degli shock veniva assorbita dal risparmio privato e metà da quello pubblico.

Concentrandosi ora su quanto riguarda gli effetti dell'introduzione dell'euro sul *risk sharing*, Poncela *et al* (2016) in primis hanno trovato, nel periodo successivo all'adozione della moneta unica, un maggior livello di assorbimento degli shock dovuto principalmente a una maggiore

influenza del canale dei mercati dei capitali (si stima il suo contributo potesse raggiungere il 5%). Demyanyk et al (2008) si sono focalizzati invece maggiormente sulla divisione reddito-consumo, trovando che l'*income risk sharing* era aumentato negli anni successivi all'adozione dell'euro, mentre il *consumption risk sharing* era risultato pressoché immutato nei Paesi UEM. Tuttavia, nel più grande aggregato dei Paesi UE il *consumption smoothing* risultava diminuito e la motivazione di ciò è stata attribuita a *taste shock* o all'aumento dell'accesso al credito in alcuni Paesi dell'Europa periferica (dove il PIL era già in crescita), con conseguente impennata dei consumi.

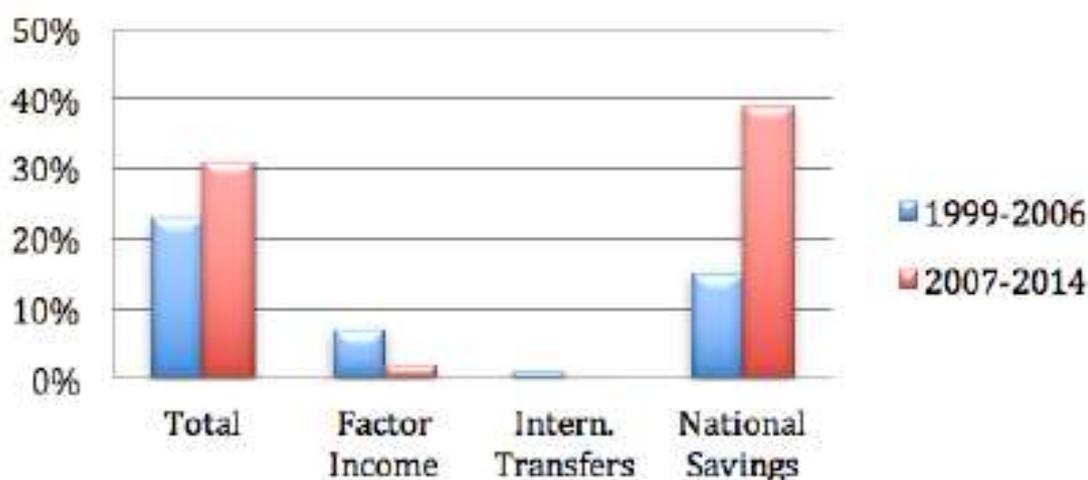
Di pareri opposti sono invece Afonso e Furceri (2008), i quali sostengono che la quota di shock assorbiti fosse scesa dal 43% al 37% con la nascita dell'UEM (i valori si discostano, come già detto, da quelli visti in precedenza a causa dell'utilizzo di metodologie e campioni differenti). Della stessa idea sono Ferrari e Rogantini Picco (2016), che hanno evidenziato come la condivisione del rischio tra gli Stati con la moneta comune non fosse cambiata dopo l'adozione della stessa né per quanto riguardava il canale dei mercati dei capitali né per quanto riguardava quello governativo, ma che invece avesse avuto una notevole riduzione per quanto riguardava il risparmio privato (-17%) e quindi il canale del credito. Tuttavia, i motivi di tali incongruenze potrebbero essere dovuti, nel primo caso, al fatto che il dataset arriva fino al 2005 e la riduzione di *risk sharing* viene evidenziata confrontando i sotto campioni 1980-2005 e 1998-2005 (non facendo dunque un confronto con il sotto campione 1980-1998), mentre, nel secondo caso, alla metodologia particolare utilizzata (basata sul confronto con un dataset controfattuale creato in un ipotetico scenario in cui i Paesi dell'Eurozona non avessero adottato l'euro).

Come mostrato anche da Kalemlı-Ozcan et al (2010), infatti, l'introduzione dell'euro e la conseguente riduzione del rischio di cambio e dei costi di transazione avrebbero portato ad un netto aumento dell'assorbimento degli shock, come visto in precedenza, tramite il primo canale (seppur tale dato sia in parte influenzato anche dall'armonizzazione nelle legislazioni finanziarie seguenti l'adozione della moneta unica). Ciò, seguendo quanto riportato da Demyank et al (2008), avrebbe permesso un miglioramento ex-post dell'ottimalità dell'UEM nonostante appunto, come visto, il parziale declino del credito privato, in parte tuttavia rallentato dalla maggiore integrazione bancaria. Il risultato complessivo ottenuto nel periodo tra la nascita dell'UEM e la crisi sembra quindi, per la maggior parte degli economisti, positivo, seppur non quanto sperato. La quota di shock non assorbiti risultava ancora attorno a valori compresi tra l'80 e il 60% a seconda delle stime, valori molti più alti rispetto a quelli di altre unioni monetaria come gli USA (tra 40 e 20%).

3.3 - CONSEGUENZE DELLA GRANDE RECESSIONE SUL RISK SHARING

La situazione che si presentava alla fine del 2006 era dunque caratterizzata da una sempre maggiore importanza dei mercati finanziari (fig.10) anche, come appena evidenziato, a livello di *risk sharing*. Questa situazione si stravolse però a causa della crisi del 2007, come visibile nella già presentata fig. 7.

Fig. 10: confronto del *risk sharing* nell'UEM prima e dopo il 2007



Fonte: Milano e Reichlin 2017

Come già evidenziato dunque, a seguito della crisi, l'integrazione finanziaria aveva fatto dei notevoli passi indietro a causa soprattutto del congelamento e della segmentazione del mercato interbancario. La tendenza alla disintegrazione di questa tipologia di mercato è infatti una conseguenza quasi inevitabile delle crisi prolungate (Furceri e Zdzienicka 2015). Ciò non vale invece per i mercati azionari (a condizione comunque che vi sia una certa diversificazione negli asset detenuti, in modo che il loro andamento sia incorrelato con l'economia domestica), la cui integrazione in Europa era però ancora, come già detto, molto limitata. Kalemli-Ozcan et al (2014) hanno comunque trovato che il *consumption risk sharing* era rimasto stabile durante la crisi negli anni 2008 e 2009, visto che l'aumento del tasso di risparmio privato era stato compensato inizialmente dall'aumento di spesa pubblica del governo (interventato anche per salvare le banche), per poi tuttavia crollare anch'esso con la crisi del debito sovrano del 2011 e la conseguente imposta austerità. Bolton et al (2013) sostengono infatti che il canale del credito possa essere efficace solo in caso di shock temporanei.

Dividendo infatti ulteriormente il periodo 2007-2014 in due sotto-periodi, ossia, rispettivamente, gli anni della crisi finanziaria vera e propria e gli anni dalla crisi del debito sovrano all'inizio della ripresa, le considerazioni fatte in precedenza assumono ancora una maggiore chiarezza (fig. 11). Nella seguente tabella viene infatti mostrato come, durante il

primo biennio, i risparmi accumulati (prevalentemente, come già detto, pubblici) avessero permesso di assorbire una parte discretamente ampia degli shock. Al contrario, dal 2010 in poi, la tabella mostra invece come la netta riduzione dei risparmi stessi, dovuta al loro impiego nei due anni precedenti, avesse nel complesso aumentato in maniera notevole la percentuale di shock non assorbiti.

Fig. 11: risk sharing nell'UEM durante la crisi finanziaria e del debito sovrano

All	Net savings	International factor income	K depreciation	International transfers	Unsmoothed (consumption)
2008-2009	0.42 ^{***} (0.15)	0.04 (0.10)	0.01 (0.04)	-0.03 (0.03)	0.56 ^{***} (0.11)
2010-2014	0.17 ^{**} (0.08)	0.03 (0.05)	-0.11 ^{***} (0.02)	0.01 (0.02)	0.91 ^{***} (0.06)

Fonte: Alcidi e Thirion 2016

A livello invece di *private risk sharing*, in entrambe le figure si può notare una caduta da questo punto di vista. I motivi di ciò sono da attribuire, oltre che alla già citata frammentazione finanziaria, al deflusso di capitali dai Paesi periferici causato dal fatto che questi, con il crollo del loro PIL, non erano più in grado di pagare interessi sui prestiti i cui tassi crescevano tuttavia sempre più.

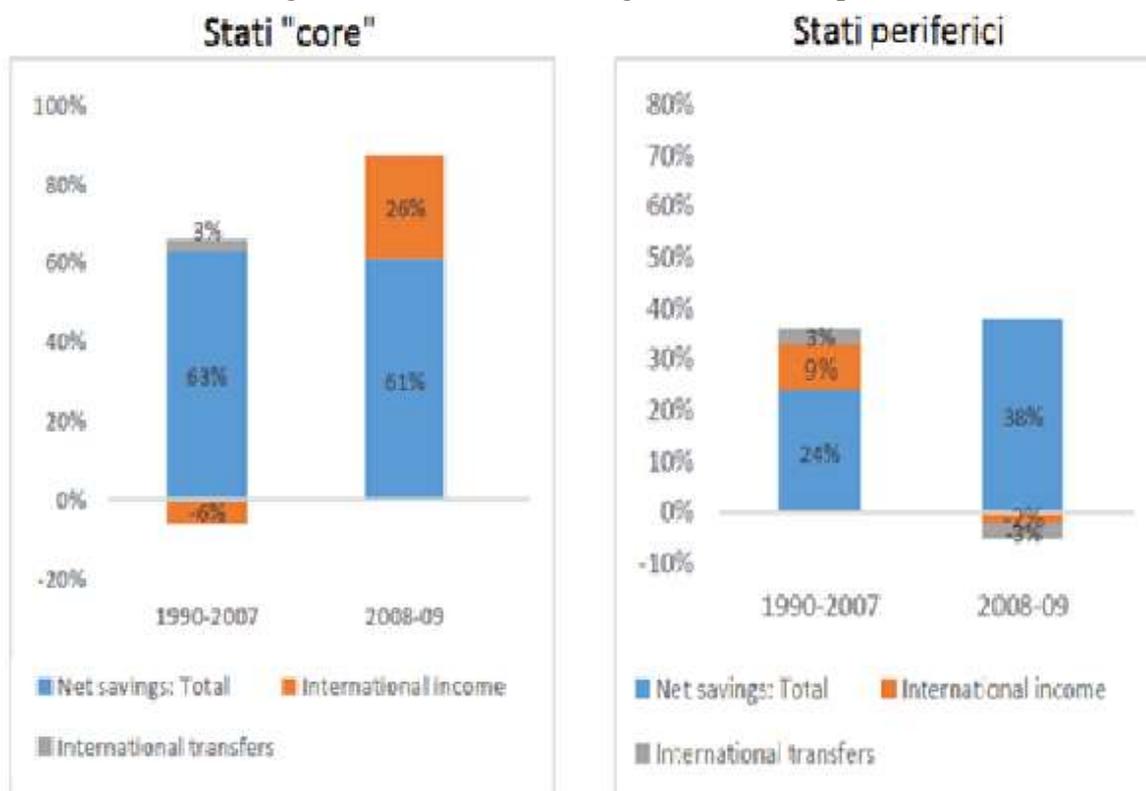
A conseguenza di tutto ciò, le istituzioni europee hanno puntato a un processo di riforma della governance dell'intera UE, mirando a rafforzare la capacità di Stati e banche di far fronte agli shock riducendo il loro potenziale rischio individuale (relativo a quanto già visto in termini di *six pack*, *fiscal compact*, unione bancaria, ecc.) e aumentando il *risk sharing* (unione bancaria; Balassone et al 2016). Finora, tuttavia, tali provvedimenti hanno avuto effetti limitati sulla condivisione del rischio, visto che l'unione bancaria rimane al momento completata solo nell'ambito del Meccanismo di Vigilanza Unico. Per quanto riguarda invece il Meccanismo di Risoluzione Unico e il Sistema Europeo di Garanzia dei Depositi, il primo manca, come già detto, dell'entrata a regime del fondo di risoluzione e di un relativo dispositivo di *backstop*, mentre il secondo è ancora tutto da definire.

3.4 - DIFFERENZE CORE-PERIPHERY

Quanto detto finora relativamente alla crisi deve essere in parte approfondito in quanto i dati precedentemente analizzati sono relativi all'intero gruppo di Stati europei (UEM o UE che sia), senza però tenere conto di possibili e in realtà evidenti differenze tra gli Stati *core* (Europa centro-settentrionale) e periferici (tra gli altri, Portogallo, Italia, Grecia e Spagna). I primi, infatti, erano rimasti finanziariamente abbastanza integrati anche durante la crisi, riuscendo in

questo modo ad assorbire maggiormente gli shock, mentre la frammentazione dei mercati finanziari di cui si è parlato in precedenza aveva riguardato principalmente il secondo gruppo di Paesi (fig. 12).

Fig. 12: confronto *risk sharing* tra Stati *core* e periferici



Fonte: Alcidi e Thirion 2016

Dal grafico si evince come, nel pre-crisi, il primo canale (in arancione) fornisce un *risk sharing* negativo per gli Stati *core* (o comunque non significativo, come trovato da Kalemli-Ozcan et al 2014), mentre molto positivo per gli Stati periferici. Kalemli-Ozcan et al (2014) hanno attribuito la motivazione di ciò al fatto che, cosa già evidenziata in precedenza, i secondi avevano dei tassi di crescita relativamente elevati e attiravano capitali dagli altri Stati dell'Eurozona (a cui ovviamente venivano pagati dividendi o interessi). Il motivo del crollo del *private risk sharing* nei Paesi periferici durante la crisi è invece da attribuire interamente alle due cause viste nell'ultimo paragrafo con riferimento all'UEM in generale (i.e. frammentazione finanziaria e deflusso di capitali). Visto il risultato molto positivo che si può invece notare, da questo punto di vista, relativamente ai Paesi *core*, è evidente che il crollo del *risk sharing* tramite mercati dei capitali nell'Eurozona fosse dipeso quasi esclusivamente dagli Stati *peripheral*. L'ottimo risultato per i Paesi *core* andrebbe comunque parzialmente ridimensionato in quanto dovuto, in parte, alla situazione finlandese (Alcidi e Thirion 2016). La crisi di Nokia, infatti, visto che la proprietà del colosso era divisa tra investitori di vari Paesi, aveva accresciuto notevolmente il contributo del primo canale.

Interessante è anche l'evoluzione del risparmio che, in entrambi i sotto campioni, risultava sempre il canale più incisivo, ma che rappresentava una percentuale nettamente maggiore nei Paesi *core* visto che questi disponevano di maggiori risparmi accumulati negli anni precedenti. Il declino post-crisi negli Stati periferici (non visibile nel grafico) è proprio dovuto al fatto che questi non erano riusciti a mettere da parte grandi risparmi pubblici nel periodo pre-crisi e avevano dovuto spendere tutto durante la Grande Recessione per poi trovarsi con le mani legate dai programmi di *austerity* nel periodo successivo.

Nel complesso, sembra evidente la necessità di intervenire al fine che le differenze *core-periphery* siano effettivamente attenuate in modo così da poter avere delle reazioni più simili in entrambi i gruppi di Paesi. Anche negli anni seguenti alla crisi, infatti, il livello di *risk sharing* nei Paesi periferici è risultato, secondo Birkenhager (2017), estremamente inferiore (si parla addirittura di circa il 30% in meno degli Stati *core*).

3.5 – POSSIBILI CONSEGUENZE DELLA RELAZIONE DEI 5 PRESIDENTI

Per finire, visto la rilevanza che i provvedimenti discussi precedentemente in merito alla Relazione dei 5 Presidenti hanno in termini di aumento della condivisione del rischio, è opportuno analizzare quelli che potrebbero essere i cambiamenti che da questo punto di vista la realizzazione di tali provvedimenti potrebbe portare con riferimento, in particolare, ai temi dell'unione bancaria e dell'integrazione fiscale.

Partendo proprio dalla prima, ed in particolare dell'entrata a regime del fondo di risoluzione con relativo meccanismo di *backstop* e della realizzazione dell'EDIS, il suo completamento ha in primis lo scopo, in una prospettiva *ex-ante*, di ridurre i rischi che uno shock porterebbe al settore bancario. Tuttavia, il suo completamento potrebbe anche portare, nel lungo periodo, all'aumento di acquisizioni e fusioni transnazionali e quindi ad una maggiore integrazione bancaria visto che le banche non sono più, già ora, sorvegliate da agenti nazionali (Alcidi e Thirion 2016). Ciò, insieme all'aumento di fiducia interbancaria e dei prestiti transnazionali dovuti alla maggiore trasparenza e all'armonizzazione legislativa, porterebbe a un aumento del *private risk sharing* (Praet 2016).

In una prospettiva *ex-post*, l'unione bancaria dovrebbe permettere una riduzione del rischio dei continui fallimenti osservati durante la crisi (Veron 2014) e portare ad un ancor maggiore *risk sharing* privato grazie al ricorso al *bail-in* invece che al *bailout*. Questo permetterebbe infatti la condivisione delle perdite tra i vari creditori (che devono però essere geograficamente diversificati) salvaguardando per primi i depositanti, i quali generalmente sono residenti nello stesso Paese della banca. L'introduzione dell'EDIS aumenterebbe, infine, la fiducia dei

depositanti proteggendo i loro depositi indipendentemente da dove essi si trovino nell'UEM e riducendo, di conseguenza, la probabilità di dover ricorrere ad altri meccanismi di *risk sharing* come il MES (Praet 2016).

Nel complesso, comunque, il completamento dell'unione bancaria, accompagnato dalla creazione di un mercato dei capitali unico, non deve far pensare di poter raggiungere un livello di integrazione finanziaria pari a quello statunitense vista appunto la lunga esperienza che gli USA hanno in termini di unione monetaria e bancaria e di Stato federale. Tuttavia, portare a termine questi due obiettivi potrebbe permettere di estendere a tutte le regioni europee il livello di integrazione dei Paesi *core* e di raggiungere un grado di assorbimento degli shock del primo canale di circa il 20%.

Per quanto riguarda, infine, la questione integrazione fiscale, il motivo alla base di un maggiore coordinamento delle politiche dei vari Paesi (riferimento quindi in particolare al Comitato Europeo per le Finanze Pubbliche) sta nel fatto che ciò porterebbe a una riduzione del rischio individuale, riducendo così a loro volta le potenziali esternalità negative che gli squilibri macroeconomici di uno Stato potrebbero generare (Balassone et al 2016), e porrebbe le basi per la creazione del meccanismo di stabilizzazione macroeconomica indicato dai 5 Presidenti. Tale meccanismo, se basato su trasferimenti non regressivi (quindi con contributi al fondo che diminuiscono alla riduzione del reddito pro capite) e automatici, potrebbe portare a una riduzione notevole della percentuale di shock non assorbiti. In particolare, se il contributo al fondo si aggirasse intorno al 1,5-2,5% del PNL, si potrebbe arrivare ad un livello di *public risk sharing* pari a quello tedesco, ossia oltre il 50%, mentre se raggiungesse il 4,5% potrebbe portare a una completa assicurazione contro qualsiasi tipo di shock (Furceri e Zdzienicka 2015). Anche se tale contributo può sembrare irrisorio se confrontato con quello di alcuni Stati federali come USA e Germania, va tenuto in considerazione che il meccanismo europeo sarebbe unicamente disegnato per obiettivi di stabilizzazione tra Paesi.

Va poi considerato il fatto che tali valori potrebbero cambiare notevolmente a seconda del sistema di trasferimenti adottato. Riguardo a ciò si possono allora citare Furceri (2002), i cui risultati prevedono un *public risk sharing* tra il 30% ed il 60%, e D'Imperio (2015), che stima un assorbimento del secondo canale di circa il 70% degli shock a fronte di un contributo che si aggira intorno all'1,3% del PIL. Inoltre, qualsiasi risultato finora esposto non tiene conto degli effetti dell'esposizione alla critica di Lucas. L'implementazione del meccanismo di stabilizzazione potrebbe infatti alterare gli incentivi e i comportamenti degli agenti economici. In particolare, il problema dell'azzardo morale potrebbe emergere e potrebbe ridurre gli incentivi a condurre politiche fiscali contro-cicliche a livello nazionale (Furceri e Zdzienicka 2013).

CONCLUSIONI

Obiettivo di questo elaborato è stato quello di analizzare quella che è stata l'evoluzione dell'UEM dalla sua vera e propria entrata in funzionamento, nel 1999, ad oggi, con uno sguardo al futuro, valutandone il funzionamento in base dapprima alle teorie AVO e poi, in maniera più empirica, in base al grado di *risk sharing* evidenziato.

Nel complesso, si è giunti alla conclusione che l'UEM è ancora ben lontana dall'essere un'area valutaria ottimale in quanto manca di gran parte dei fattori che nelle teorie AVO sono ritenuti essere fondamentali per il raggiungimento di un elevato grado di condivisione del rischio e di assorbimento degli shock idiosincratici. La decisione di creare l'unione monetaria è stata comunque dettata dall'idea di una possibile convergenza endogena (quindi resa possibile dal fatto stesso di far parte di un'unione monetaria) e dai benefici che comunque tale unione ha portato, principalmente in tema di credibilità, per alcuni Paesi tra cui l'Italia.

In particolare, tra l'altro, l'Eurozona manca tutt'ora, dopo diversi anni dalla sua entrata in funzione, di un sistema finanziario e soprattutto fiscale integrato, cosa resasi assai evidente durante la crisi, periodo in cui si sono fatti passi indietro rispetto a quanto di positivo era stato raggiunto in precedenza (principalmente in tema di integrazione finanziaria). In questo contesto, soprattutto i Paesi periferici non sono stati in grado di assorbire gli shock subiti tramite un meccanismo di *risk sharing* inceppatosi particolarmente, come appena detto, nella sua parte connessa con i mercati dei capitali, troppo dipendenti da un sistema bancario rivelatosi fragile in situazioni negative.

Tuttavia, la volontà di prendere una nuova via dopo la Grande Recessione è emersa fin da subito, nel post-crisi, con la creazione dell'unione bancaria e l'adozione di misure tese a coordinare maggiormente le varie politiche fiscali al fine di ridurre le esternalità negative che si potrebbero propagare nel caso in cui un Paese sperimentasse deficit di bilancio eccessivi.

Inoltre, dimostrazione ancora ulteriore della volontà delle istituzioni europee è stata la pubblicazione della Relazione dei 5 Presidenti nel 2015. Tale Rapporto ha infatti avuto il merito di dare all'UEM degli obiettivi concreti, tesi a completare l'unione monetaria, che mirano soprattutto alla convergenza tra i Paesi, al completamento dell'unione dei capitali, alla creazione di un meccanismo di stabilizzazione in materia di trasferimenti e alla promozione di una vera e propria unione politica. È proprio quest'ultimo punto, probabilmente, il problema principale dell'UEM in quanto, se i Paesi non vogliono comunicare, collaborare, allineare i propri principi ed essere reciprocamente solidali, completare l'unione è probabilmente qualcosa di impossibile.

Se tuttavia almeno i provvedimenti in tema di unione finanziaria e fiscale fossero messi in atto nel migliore dei modi, si potrebbe nel complesso raggiungere una percentuale di assorbimento degli shock di almeno il 50-60% solo tramite questi due canali, avvicinandosi sempre più a quell'ottimalità tanto discussa a livello teorico ma finora ben lontana dall'essere raggiunta.¹

BIBLIOGRAFIA

- AFONSO A. e FURCERI D., 2008. EMU enlargement stabilization costs and insurance mechanisms. *Journal of International Money and Finance*, 27(2), 169–187
- ALCIDI, C. e THIRION, G., 2016. Assessing the euro area's shock-absorption capacity: risk sharing, consumption smoothing and fiscal policy. *CEPS Special Report series*, 146
- ARTIS, M. J., e ZHANG, W., 1997. International business cycles and the ERM: Is there a European business cycle? *International Journal of Finance & Economics*, 2(1), 1-16.
- ASDRUBALI, P., SORENSEN, B.E. e YOSHA, O., 1996. Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963-90. *The Quarterly Journal of Economics*, 111(4), 1081-1110
- BALASSONE, F., CECCHETTI, S., CECIONI, M., CIOFFI, M., CORNACCHIA, W., CORNELI, F. e SEMERARO, G., 2016. Economic governance in the euro area: balancing risk reduction and risk sharing. *Questioni di Economia e Finanza*. 344
- BARBOSA, J.R. e ALVES, R.H., 2011. Divergent Competitiveness in the Eurozone and the Optimum Currency Area Theory. *FEP Working Papers*, 436
- BIKENHAGER, C., 2017. *Risk Sharing and the EMU in Crisis*. Tesi di master, Erasmus Universiteit Rotterdam
- BOLTON, P., FREIXAS, X., GAMBACORTA, L. e MISTRULLI, P., 2013. Relationship and Transaction Lending in a Crisis. *Review of Financial Studies*, 29(10), 2643-2676
- BOSCHMA, R. e CAPONE, G., 2016. Relatedness and diversification in the European Union (EU-27) and European Neighbourhood Policy countries. *Environment and Planning C: Government and Policy*, 34(4), 617-637.
- BRUNO, M. e SACHS, J.D., 1985. *Economics of worldwide stagflation*. Oxford: Basil Blackwell.
- CALMFORS, L. e DRIFFILL, J., 1988. Bargaining structure, corporatism and macroeconomic performance. *Economic policy*, 3(6), 13-61.
- CAMPOLMI, A. e FAIA, E., 2011. Labor Market Institutions and Inflation Volatility in the Euro Area. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 35(5), 793-812.
- COMMISSIONE EUROPEA, 1990. One Market, One Money: An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union. *European Economy*. 44.

- CORDEN, W.M., 1972. *Monetary integration, Essays in International Finance*. Princeton: International Finance Section, Princeton University.
- D'IMPERIO, P., 2015. *Risk sharing towards the European Fiscal Union*. Tesi di dottorato, Università la Sapienza di Roma, Dipartimento di Economia e Diritto.
- DE GRAUWE, P., 2013. *Economia dell'unione monetaria*. Bologna: Il mulino.
- DELLA POSTA, P., 2003. Vecchie e nuove teorie delle aree monetarie ottimali. *Discussion Papers del Dipartimento di Scienze Economiche - Università di Pisa*, 5
- DEMYANYK, Y., OSTERGAARD, C. e SORENSEN, B.E., 2008. Risk sharing and portfolio allocation in EMU. *Economic Paper*, 334.
- DUVAL, R. e ELMESKOV, J., 2006. The effects of EMU on structural reforms in labour and product markets. *Open Economies Review*. 15, 239-260
- ECB, 2016. *Financial Integration in Europe* [online]. Disponibile su: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialintegrationineurope201604.en.pdf>> [Data di accesso: 5 giugno 2017]
- FERRARI, A. e ROGANTINI PICCO, A., 2016. International Risk Sharing in the EMU. *European Stability Mechanism: Working Paper Series*, 14
- FLEMING, J.M., 1971. On exchange rate unification. *The economic Journal*, 81(323), 467-488.
- FRANKEL, J.A. e ROSE, A.K., 1998. The endogeneity of the optimum currency area criteria. *The Economic Journal*, 108(449), 1009-1025.
- FRIEDMAN, M., 1953. *Essays in positive economics*. Chicago: University of Chicago Press.
- FURCERI, D. e ZKZIENICKA, M.A, 2015. The Euro Area Crisis: Need for a Supranational Fiscal Risk Sharing Mechanism? *Open Economies Review*, 26(4), 683-710.
- FURCERI, D., 2002. Risk-sharing e architettura istituzionale delle politiche di stabilizzazione nell'UME: aspetti metodologici e verifica empirica. *Rivista di politica economica*, 92(6), 175-210.
- GARIBALDO, F., 2014. I problemi dell'industria europea. *Economia e Politica* [online], 8. Disponibile su: <<http://www.economiaepolitica.it/politiche-economiche/europa-e-mondo/i-problemi-dellindustria-europea/>> [Data di accesso 20 maggio 2017]
- HORVATH, R. e KOMÁREK, L., 2002. Optimum currency area theory: An approach for thinking about monetary integration. *Warwick Economic Research Papers*. 647

- INGRAM, J.C., 1969. Comment: the currency area problem, in *Monetary Problems of the International Economy*, R.A. Mundell e A.K. Swoboda (eds.). Chicago: University of Chicago Press.
- JUNCKER, J.-C., TUSK, D., DIJSSELBLOEM, J., DRAGHI, M., e SCHULZ, M., 2015. *Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa*, Commissione Europea, Bruxelles, 22 giugno
- KALEMLI-OZCAN, S., LUTTINI, E. e SORENSEN, B., 2014. Debt Crises and Risk-Sharing: The Role of Markets versus Sovereigns. *Scandinavian Journal of Economics*, 116(1), 253-276.
- KALEMLI-OZCAN, S., PAPAIOANNOU, E. e PEYDRÓ, J.L., 2010. What lies beneath the euro's effect on financial integration? Currency risk, legal harmonization, or trade? *Journal of International Economics*, 81(1), 75-88.
- KENEN P.B., 1969. The Optimum Currency Area: An Eclectic View, in *Monetary Problems of the International Economy*, R.A. Mundell e A.K. Swoboda (eds.). Chicago: University of Chicago Press.
- KRUGMAN, P. R., 1991. *Geography and trade*. Cambridge, Mass.: MIT press.
- MCKINNON, R. I., 1963. Optimum currency areas. *The American Economic Review*, 53(4), 717-725.
- MCKINNON, R., 2001. *Optimum Currency Areas Revisited*, Stanford University: Mimeo.
- Milano, V. e Reichlin, P., 2017. *Risk sharing across the US and Eurozone: The role of public institutions*. VoxEU, 23 gennaio
- MONGELLI, F.P., 2002. 'New' views on the optimum currency area theory: What is EMU telling us? *European Central Bank: Working Paper Series*, 38
- MUNDELL R.A., 1973, Uncommon Arguments for Common Currencies, in *The Economics of Common Currencies*, H.G. Johnson e A.K. Swoboda, The Economics of Common Currencies., Allen and Unwin Ltd, 114-132
- MUNDELL, R.A., 1961. A theory of optimum currency areas. *The American economic review*, 51(4), 657-665.
- NITSCH, V., 2002. Honey, I shrunk the currency union effect on trade. *The World Economy*, 25(4), 457-474.
- PERSSON, T., 2001. Currency Union and Trade: How large is the treatment effect. *Economic Policy*, 16(33), 335-348

- PONCELA, P., PERICOLI, F., MANCA, A.R. e NARDO, M., 2016. *Risk sharing in Europe* [online]. Report numero: JRC104621. Joint Research Centre (Centro di Siviglia). Disponibile su: <http://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/handle/JRC104621> [Ultimo accesso 20 maggio 2017]
- PRAET, P., 2016. *The importance of a genuine banking union for monetary policy* [discorso al Forum UEM 2016 di Vienna], Osterreichische Naionalbank, Vienna, 24 novembre
- REBELO, J.B. e ALVES, H.R., 2011. The euro area ten years after its creation: (divergent) competitiveness and the optimum currency area theory. *Panaeconomicus*, 58(5), 605-629.
- RODRIK, D. e VELASCO, A., 1999. Short-Term Capital Flows. *NBER Working Papers*, 7364
- ROSE, A. K., 2000. One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade. *Economic Policy*, 15(30), 7-46.
- ROSE, A.K., 2004. The effect of common currencies on international trade: a meta-analysis, in *Monetary Unions and Hard Pegs: effects on Trade, Financial Development and Stability*, V. Alexander, J. Méltz e G.M. von Furstenberg (eds.), Oxford: Oxford University Press, 101-111.
- RUSINOVA, D., LIPATOV, V. e HEINZ, F.F., 2015. How flexible are real wages in EU countries? A panel investigation. *Journal of Macroeconomics*, 43, 140-154.
- SORENSEN, B.E., e YOSHA, O., 1998. International risk sharing and European monetary unification. *Journal of International Economics*, 45(2), 211-238.
- STRASKY, J., 2016. Labour mobility in the European Union: a need for more recognition of foreign qualifications. OECD Ecoscope [blog]. 27 ottobre. Disponibile su: <https://oecd ecoscope.wordpress.com/2016/10/27/labour-mobility-in-the-european-union-a-need-for-more-recognition-of-foreign-qualifications/> [Data di accesso 20 maggio 2017]
- TOWER, E. e WILLETT, T.D., 1976. *The theory of optimum currency areas and exchange-rate flexibility*. Special Papers in International Economics, 11, Princeton University.
- UE, 2015. *Bilancio* [online]. Disponibile su: https://europa.eu/european-union/topics/budget_it [Data di accesso 5 giugno 2017]

- VERON, N., 2014. *European Banking Union: Current outlook and short-term choices* [presentazione alla conferenza sull'Unione Europea e i finanziamenti dell'economia portoghese], Lisbona, 26 Febbraio

ⁱ Numero di Parole: 14241