



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI  
"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA IN SCIENZE DELL'ECONOMIA E DELLA  
GESTIONE AZIENDALE**

**PROVA FINALE**

**"LE AREE VALUTARIE OTTIMALI E L'EUROZONA"  
"OPTIMUM CURRENCY AREAS AND THE EUROZONE"**

**RELATORE: CH.MO PROF. THOMAS BASSETTI**

**LAUREANDO: MARCO DALLA VALLE**

**MATRICOLA N. 1090204**

**ANNO ACCADEMICO 2016 – 2017**

# Indice

Introduzione .....	3
Capitolo 1 – La teoria delle Aree Valutarie Ottimali -Le Origini.....	5
Friedman .....	5
Mundell .....	7
Paese A e paese B .....	7
Regione A e regione B .....	8
Valuta Ovest e Valuta Est .....	9
McKinnon .....	10
Kenen .....	11
Capitolo 2 – La teoria delle Aree Valutarie Ottimali: Gli Sviluppi Successivi .....	12
Analisi dei costi e benefici .....	15
Endogeneità.....	21
Capitolo 3 – L’Unione Europea e l’Eurozona .....	23
La nascita dell’Unione Europea .....	23
Le fasi dell’Unione Economica e Monetaria dell’Unione Europea .....	25
Prima Fase dell’UEM.....	25
Seconda Fase dell’UEM.....	26
Terza fase dell’UEM.....	27
L’Eurozona è un’area valutaria ottimale? .....	28
Commercio Intra-regionale europeo .....	28
Specializzazione.....	29
L’omogeneità nelle preferenze.....	33
La mobilità del lavoro e del capitale .....	33
Politica fiscale .....	34
Come si stanno muovendo le istituzioni europee.....	39
Unione economica: convergenza, prosperità e coesione sociale .....	40
Unione finanziaria: finanze integrate per un’economia integrata .....	41
Unione di bilancio: un quadro comune per politiche di bilancio solide e integrate.....	41
Controllo democratico, legittimità e rafforzamento istituzionale .....	42

## Introduzione

A quasi vent'anni dalla nascita dell'Eurozona, l'Unione Economica Monetaria è stata messa a dura prova dalla crisi economica del 2008 e molti si stanno interrogando su quale sia il futuro dell'Unione. La bassa mobilità del fattore lavoro e la mancanza di un bilancio federale a livello comunitario, ad esempio, non permettono all'Eurozona di contrastare gli shock asimmetrici con misure correttive che siano efficaci per tutti i paesi membri. Vi sono inoltre sempre di più differenze negli indicatori macroeconomici tra i paesi periferici e i paesi centrali dell'Eurozona, con i paesi centrali che aumentano in modo costante il differenziale rispetto ai paesi periferici. I *policy makers* dell'Unione Europea, per cercare di uscire dalla crisi, per dare un forte segnale di cambiamento e per rendere più stabili ed efficienti i processi decisionali, hanno definito diverse iniziative con l'obiettivo di eliminare le differenze tra paesi membri, creare un'autentica unione economica, raggiungere unione finanziaria e di bilancio e rafforzare le sue istituzioni.

Il primo capitolo analizza le origini della teoria delle aree valutarie ottimali ripercorrendo gli studi e le teorie degli economisti che per primi hanno affrontato questa tematica. Mundell, considerato il fondatore della teoria, sosteneva che i paesi di una regione geografica in cui vi siano mobilità del fattore lavoro e flessibilità dei salari dovrebbero unirsi all'interno di una stessa area valutaria. Per McKinnon invece i criteri determinanti per la decisione sono il grado di apertura commerciale e la stabilità dei prezzi. Mentre per Kenen la decisione dell'aggregazione in un'unica area valutaria dovrebbe essere supportata dal fatto di trovarsi di fronte a paesi con delle economie simili tra loro e altamente diversificate.

La prima parte del secondo capitolo analizza i nuovi sviluppi della teoria delle aree valutarie ottimali durante gli anni '70. Ingram individuò come criterio per la definizione di un'area valutaria ottimale il grado di integrazione finanziaria dei paesi membri, mentre Ishiyama criticò la tradizionale teoria delle aree valutarie ottimali, sostenendo la mancanza di una visione generale all'interno della quale poter riallocare i vari criteri identificati fino a quel momento. Invece, la seconda parte del capitolo si focalizza sull'analisi dei costi e benefici e sull'endogeneità dell'area valutaria ottimale. La critica principale che la nuova teoria delle aree valutarie ottimali compie nei confronti di quella tradizionale è che quest'ultima analizza solamente i costi e non considera i benefici dell'adesione a un'area valutaria, per questo motivo nel capitolo verranno illustrati e analizzati alcuni di essi.

Nella prima parte del terzo capitolo si ripercorre la storia della creazione dell'Unione Europea e dell'Eurozona in quanto ritengo sia importante capire la complessità del percorso finora compiuto per

poter comprendere sia l'importanza di quello che è stato raggiunto ma soprattutto da dove nasce il desiderio di cambiamento e di miglioramento dell'Eurozona. Nella seconda parte del capitolo, attraverso i lavori di vari economisti tra cui Jager e Hafner, viene analizzata l'Eurozona per valutare se essa possa essere considerata un'area valutaria ottimale. L'ultima parte del capitolo guarda al futuro prossimo dell'Unione e alle iniziative che i *policy makers* ritengono siano le scelte corrette per rivitalizzare e consolidare l'Unione Europea, le sue istituzioni e rafforzare l'Unione Economica Monetaria.

## **Capitolo 1 – La teoria delle Aree Valutarie Ottimali -Le Origini**

Tra la fine degli anni '40 e gli anni '50 del XX secolo, alcuni economisti, tra cui vale la pena citare Lerner (1946), Meade (1951) e Scitovsky (1958), stavano analizzando gli effetti degli aggiustamenti inter-regionali tra i paesi quando iniziarono a focalizzare la loro attenzione sul ruolo cruciale giocato dai singoli attori economici, dalla fiscalità centrale e dall'autorità monetaria. Questi economisti asserivano che liberi movimenti di capitale, di lavoro e di beni e un'unica politica monetaria avrebbero reso non necessarie le variazioni dei tassi di cambio e come logica conseguenza di tutto ciò per l'economia globale sarebbe stata ottimale una singola valuta (Cesarano, 2006, p. 726).

L'economista Mundell con l'opera "A theory of optimum currency areas" viene considerato il principale esponente della teoria delle aree valutarie ottimali e ciò che contraddistingue quest'ultimo da Lerner, Meade e Scitovsky è che Mundell (1961) considerò che le condizioni, ad esempio la mobilità della forza lavoro, necessarie per far funzionare i classici meccanismi di aggiustamento potrebbero non funzionare tra nazioni e tra regioni di uno stesso paese. Sotto queste condizioni per Mundell sarebbe ottimale ridefinire i confini nazionali per fare in modo che il classico meccanismo di aggiustamento funzioni in modo efficace entro le aree regionali (Cesarano, 2006).

### **Friedman**

La teoria delle aree valutarie ottimali inizia con l'economista Friedman il quale è considerato il fondatore della teoria monetarista la quale stabilisce che, se un paese ha la possibilità di avere una politica monetaria indipendente, questo può facilitare la crescita economica del paese stesso in modo molto più marcato rispetto a ogni altra forma di intervento.

L'importanza dei tassi di cambio fluttuanti nella teoria di Friedman (1953) si basa su tre punti principali:

1. In un sistema caratterizzato da vischiosità dei prezzi e dei salari, è preferibile un regime di tassi di cambio flessibili; attraverso l'aggiustamento dei tassi di cambio è possibile ottenere gli obiettivi di equilibrio interni (es. piena occupazione) e ottenere anche gli obiettivi di equilibrio esterni (es. pareggio della bilancia dei pagamenti) (Friedman, 1953b, p.161–167).
2. I tassi di cambio flessibili assicurano indipendenza nella politica monetaria e permettono ai vari paesi di difendersi dagli errori di politica monetaria effettuati dagli altri paesi (Friedman, 1953a, p. 16).
3. Un sistema di tassi di cambio flessibili favorisce l'eliminazione dei controlli sul movimento delle merci e del capitale tra i paesi, promuovendo il commercio multilaterale (Friedman, 1953a, p. 16; Friedman, 1953b, p. 157–158).

Gli economisti Dellas e Tavlas (2009) ritengono che la visione di Friedman sulla necessità di valute separate e tassi di cambio flessibili tra le varie aree geografiche del mondo, determinati sulla base della mobilità dei fattori e della centralità fiscale e monetaria, sia più vicina alla visione di Mundell rispetto alla visione di Lerner, Meade e Scitovsky (Dellas e Tavlas, 2009, p.1120).

Per confutare questa loro tesi Dellas e Tavlas citano queste due opere: “The Case for Flexible Exchange Rates” (1953b) e la lettera datata il 6 febbraio del 1952 che Robbins scrisse a Friedman riguardo l’efficacia di una singola e globale area valutaria.

Nel testo “The Case for Flexible Exchange Rates” Friedman (1953b) discusse sulla possibilità di attuare un tasso di cambio fisso per le regioni appartenenti all’area della sterlina e di attuare un sistema di cambi flessibili tra l’area della sterlina e le altre valute. In un particolare passaggio della sua opera Friedman afferma che il problema di mantenere un sistema di cambi fissi all’interno della zona sterlina, senza compiere alcuna restrizione commerciale, è lo stesso che si deve affrontare applicando lo stesso sistema a livello globale. In entrambi i casi le aree comprendono un certo numero di autorità monetarie e fiscali indipendenti. Di conseguenza mantenere un sistema di cambi fissi senza effettuare alcun tipo di restrizione commerciale richiederebbe tanto l’armonizzazione delle politiche monetarie e fiscali quanto la volontà e la capacità di soddisfare almeno i sostanziali cambiamenti delle condizioni esterne attraverso adeguati cambiamenti nella struttura interna dei prezzi e dei salari. Un sistema di cambi fissi ha più possibilità di sopravvivere senza restrizioni commerciali nell’area della sterlina piuttosto che nel mondo nel suo complesso. Friedman, pur considerando il fatto che le prospettive fossero migliori per la zona della sterlina che per il mondo nel suo complesso, concludeva che ciò non lo facesse diventare automaticamente un buon sistema (Friedman, 1953b, p.193-194).

Inoltre Friedman era convinto della necessità di tenere separate le valute delle varie aree geografiche e questa idea la si può riscontrare nelle corrispondenze tra lui e Robbins, in particolare, in una lettera datata 6 febbraio 1952, Robbins (1952) scriveva di essere abbastanza sicuro che in un mondo completamente liberale ci sarebbe stata una sola valuta e che tutti i contratti sarebbero stati stipulati utilizzando una qualsiasi merce ritenuta la più probabile a mantenere il suo valore stabile nel tempo. Anche iniziando con valute diverse nelle varie aree, ci sarebbe stata una tendenza a preferire una valuta rispetto alle altre. Robbins (1952) era anche fermamente convinto che in Europa un qualsiasi soggetto economico avrebbe stipulato i suoi contratti in oro se non ci fossero stati impedimenti legislativi.

Friedman (1952b) concordava con Robbins sul fatto che in un mondo completamente liberale ci sarebbe stata una valuta unica, ma non credeva che questa sarebbe stata una merce. Secondo Friedman una sufficiente mobilità di lavoro e di capitale sarebbero la condizione sufficiente per impedire la necessità di politiche monetarie indipendenti. Ne consegue che l'area appropriata per una singola valuta, quindi con tassi di cambio fissi, è quella in cui un'autorità unica controlla la politica monetaria e all'interno della quale avviene la libera circolazione del fattore lavoro, delle merci e del capitale.

Mundell ha poi dato corpo a questa intuizione elaborando la teoria delle aree valutarie ottimali.

## **Mundell**

Nell'opera "A Theory of Optimum Currency Areas" Mundell (1961) utilizza delle casistiche per arrivare a mostrare come un mondo costituito da aree valutarie regionali inserite in un sistema di cambi flessibili sarebbe stata la migliore alternativa al sistema vigente in quegli anni, ovvero il sistema di cambi fissi chiamato "Gold Exchange Standard" nato nel 1944 con la Conferenza di Bretton Woods dove le varie valute erano agganciate all'andamento del dollaro mentre la valuta americana era agganciata alla quotazione dell'oro.

Prima di elencare i casi enunciati da Mundell occorre fare delle considerazioni macroeconomiche su quello che succede quando si va a rompere l'equilibrio generale (piena occupazione e parità bilancia dei pagamenti) prendendo prima in considerazione due paesi e quindi due regioni di uno stesso paese.

### **Paese A e paese B**

Nel primo esempio consideriamo due paesi A e B con una situazione di piena occupazione e di pareggio della bilancia dei pagamenti.

Questo equilibrio viene rotto con il verificarsi di uno spostamento di domanda di beni dal paese B al paese A. Tutto ciò comporta un aumento della disoccupazione nel paese B e un aumento della pressione inflazionistica nel paese A.

Se il paese A permette che si verifichi un aumento dei prezzi allora questo alleggerirà il "fardello dell'aggiustamento" al paese B, se invece il paese A compie una riduzione dell'offerta di moneta per contrastare l'inflazione allora il "fardello dell'aggiustamento" ricadrà interamente sul paese B.

Per Mundell è necessaria una riduzione delle entrate reali nel paese B e se questa non può essere effettuata attraverso un cambiamento in termini di commercio, perché il paese B non può ridurre i prezzi e il paese A non può aumentarli, dovrà esserci anche una riduzione della produzione e degli occupati nel paese B.

## **Regione A e regione B**

Nel secondo esempio invece consideriamo due regioni situate all'interno di un'economia chiusa e con la medesima valuta. Supponiamo inoltre che il governo nazionale persegua una politica di piena occupazione.

Anche in questo caso lo spostamento di domanda dai beni della regione B ai beni della regione A determina un aumento della disoccupazione nella regione B e un aumento dell'inflazione nella regione A inoltre determina un surplus nella bilancia dei pagamenti nella regione A. Per correggere la disoccupazione nella regione B l'autorità monetaria centrale (la stessa per le due regioni in quanto sono all'interno della stessa area valutaria) aumenta l'offerta di moneta ma così facendo determina un peggioramento dell'inflazione nella regione A.

Quindi per ricapitolare in un'area valutaria che comprende differenti paesi ognuno con una sua valuta, l'aumento dell'occupazione nei paesi in deficit si può verificare solamente se gli altri paesi in surplus non riducono la pressione inflazionistica. Mentre in un'area valutaria costituita da differenti regioni e da una singola valuta, la riduzione dell'inflazione può avvenire solamente se l'autorità centrale permette l'aumento della disoccupazione nelle regioni in deficit.

In un'area valutaria costituita da differenti paesi con diverse valute nazionali, la crescita dell'occupazione nei paesi in deficit è stabilita dalla volontà dei paesi in surplus di aumentare la loro inflazione. Mentre in un'area valutaria costituita da molte regioni e da una singola valuta la crescita dell'inflazione è stabilita dalla volontà delle autorità centrali di permettere l'aumento della disoccupazione nelle regioni in deficit.

Secondo Mundell un cambiamento istituzionale può portare a far coesistere i due sistemi: la disoccupazione nell'economia globale può essere evitata se le banche centrali si accordano sul fatto che il "fardello dell'aggiustamento" debba ricadere sui paesi in surplus, i quali dovrebbero aumentare l'inflazione fino a quando la disoccupazione nei paesi in deficit non sarà eliminata. Oppure si può istituire un'unica banca centrale mondiale con il potere di creare un sistema di pagamento internazionale.

Un'area valutaria di qualsiasi tipologia non potrà mai impedire contemporaneamente sia l'inflazione che la disoccupazione tra i suoi membri, in ogni caso, il difetto non sta tanto nel tipo di area valutaria ma nella grandezza dell'area stessa. L'area valutaria ottimale non è il mondo.

Nella sua opera Mundell suppone che il mondo sia costituito da due paesi: Canada e Stati Uniti, a loro volta suddivisi in due regioni: Ovest ed Est (che non hanno nulla a che fare con i confini nazionali dei due Paesi). La Regione Est produce macchine, mentre la Regione Ovest produce legname. Inoltre Mundell presuppone che in ogni paese operi una banca centrale e che in questo



sistema sia in vigore un rapporto di tassi di cambio variabili, quindi che il Dollaro Americano possa fluttuare rispetto al Dollaro Canadese.

Mundell ipotizza che si verifichi un aumento nella produzione delle macchine, questo determina un eccesso di domanda di legname e contemporaneamente un eccesso di offerta di macchine, questa combinazione comporterà un aumento della disoccupazione nella Regione Est e un aumento della spinta inflazionistica nella Regione Ovest, inoltre si verificherà uno spostamento di riserve bancarie dalla Regione Est alla Regione Ovest.

Le due Banche Centrali possono aumentare entrambe l'offerta di moneta per ridurre la disoccupazione nella Regione Est oppure ridurre l'offerta di moneta per ridurre l'inflazione nella Regione Ovest.

Oppure le due Banche Centrali possono accordarsi per dividere il "fardello dell'aggiustamento" tra le due regioni lasciando una quota di disoccupazione nella Regione Est e una quota di inflazione nella Regione Ovest.

Il sistema dei cambi flessibili non serve per equilibrare la bilancia dei pagamenti tra le due regioni (che è il problema essenziale) sebbene lo faccia tra i due paesi (ovvero tra Canada e Stati Uniti).

### **Valuta Ovest e Valuta Est**

Mundell considera poi un modello differente in cui vengono eliminate le valute nazionali (Dollaro Americano e Dollaro Canadese) le quali vengono sostituite con valute regionali ovvero il Dollaro Regione Orientale e il Dollaro Regione Occidentale. Mundell inoltre considera un tasso di cambio flessibile tra queste due valute dove un eccesso di domanda di legname non andrà a causare fenomeni di inflazione e neppure fenomeni di disoccupazione in entrambe le regioni; questo perché il Dollaro Occidentale andrà ad apprezzarsi nei confronti del Dollaro Orientale assicurando l'equilibrio nella bilancia dei pagamenti mentre le due Banche Centrali (Est e Ovest) adotteranno politiche monetarie volte a stabilizzare i prezzi e l'occupazione.

Mundell ha identificato 3 criteri che un'area valutaria deve presentare per essere considerata ottimale:

1. La mobilità del fattore lavoro, questo perché la mobilità riduce la necessità di aggiustamenti del tasso di cambio nominale come mezzo per la correzione degli squilibri esterni
2. La flessibilità dei salari, questo perché ritornando all'esempio precedente utilizzato da Mundell l'aumento di domanda nella regione Ovest aumenta i salari in quella regione portando alla riduzione dell'offerta aggregata di beni e servizi (ovvero avviene uno spostamento della curva di offerta aggregata) e un aumento del livello dei prezzi. Mentre

nella regione Est avviene una riduzione della domanda determina una riduzione dei salari e questo comporta un aumento dell'offerta aggregata di beni e servizi (ovvero avviene uno spostamento della curva di offerta aggregata) e una riduzione del livello dei prezzi. In queste condizioni si compreranno più beni della regione dell'Est e meno beni della regione dell'Ovest facendo così tornare l'economia a una situazione di equilibrio.

3. Se un paese non presenta mobilità del fattore lavoro e/o flessibilità dei salari ed è soggetto a shock asimmetrici, non dovrebbe essere inserito all'interno dell'area valutaria. Quindi questo paese avrà una propria valuta che sarà inserita in un sistema di tassi di cambio flessibili.

### **McKinnon**

McKinnon (1963) pone l'attenzione sul grado di apertura di un'economia e sulla stabilità dei prezzi come criteri per valutare l'ottimalità dell'area valutaria.

McKinnon divide i beni di un'economia in beni commerciabili e non commerciabili e si focalizza, quindi, sull'analisi degli effetti di uno shock sul livello dei prezzi dei beni commerciabili e non commerciabili. Secondo McKinnon, se il tasso di cambio di una valuta di un'economia relativamente aperta cambia, come risposta a tale shock, allora l'indice generale dei prezzi dell'economia che, per definizione, considera sia i prezzi dei beni commerciabili sia di quelli non commerciabili, tenderebbe a fluttuare di più rispetto all'indice generale dei prezzi di un'economia relativamente chiusa. La moneta finisce così per perdere le proprie funzioni di riserva di valore e di unità di conto.

Ad esempio, supponiamo che un'economia sperimenti uno shock negativo in termini di scambi commerciali e che quindi il tasso di cambio nominale sia deprezzato. Se le autorità dell'economia in questione hanno come obiettivo la stabilizzazione dei livelli dei prezzi generale, allora il deprezzamento del tasso di cambio e il conseguente aumento del prezzo dei beni commerciali richiederanno una contrazione della domanda interna affinché avvenga la riduzione del prezzo dei beni non commerciabili. Tanto più l'economia è aperta tanto maggiore sarà la richiesta di contrazione della domanda interna.

Inoltre, sempre secondo McKinnon, le variazioni nominali dei tassi di cambio in un'economia relativamente aperta non sarebbero probabilmente accompagnate da effetti significativi sulla competitività in quanto tali cambiamenti porterebbero a significative e veloci compensazioni nei salari e nei prezzi interni. Tutto questo significa che le variazioni dei tassi di cambio in

un'economia relativamente aperta causerebbero probabilmente variazioni di costi uguali o quasi uguali, privando il tasso di cambio flessibile delle sue funzioni correttive.

Per ricapitolare quindi McKinnon con i suoi studi sull'area valutaria ottimale arriva ad affermare che:

1. Le economie con un elevato grado di apertura dovrebbero agganciare le rispettive valute.
2. Le economie aperte che si scambiano beni in modo estensivo l'una con l'altra dovrebbero formare un'area valutaria in quanto l'area creata sarebbe più chiusa delle singole economie che la compongono e creerebbe un maggior margine contro gli effetti del tasso di cambio.
3. È molto probabile che le grandi aree geografiche siano relativamente chiuse mentre quelle piccole siano relativamente aperte. Questo per McKinnon può essere un fattore determinante per valutare l'ottimalità dell'area valutaria

### **Kenen**

Kenen (1969) sostiene che il grado di integrazione fiscale tra i paesi dovrebbe essere considerato un criterio per valutare l'ottimalità dell'area valutaria. Maggiore è il livello di integrazione fiscale tra due aree, maggiore sarà la loro capacità di rispondere adeguatamente agli shock asimmetrici attraverso l'attuazione di trasferimenti fiscali dalle regioni a bassa disoccupazione alle regioni ad alta disoccupazione. Inoltre, secondo Kenen, la diversificazione del prodotto può essere usata per valutare l'opportunità di introdurre dei tassi di cambio fissi. Economie fortemente diversificate sono le migliori candidate per formare un'area valutaria rispetto alle economie meno diversificate poiché la diversificazione dell'economia genera un certo livello di isolamento dagli effetti degli shock specifici per un settore o per un'industria prevenendo la necessità di frequenti cambiamenti della ragione di scambio attraverso il tasso di cambio.

## Capitolo 2 – La teoria delle Aree Valutarie Ottimali: Gli Sviluppi Successivi

Kenen, McKinnon e Mundell vengono generalmente considerati come i più importanti autori della teoria “tradizionale” delle aree valutarie ottimali, ma durante gli anni '70 del secolo scorso ci sono stati altri economisti che hanno contribuito a sviluppare e definire questa teoria.

Ingram (1969, 1973), ad esempio, propone come criterio per definire un'area valutaria ottimale il grado di integrazione finanziaria. Egli infatti sostiene che, anziché analizzare le caratteristiche reali, bisogna analizzare le peculiarità finanziarie e per questo motivo utilizza il differenziale delle strutture dei tassi di interesse, ponendo particolare attenzione ai titoli a lunga scadenza, come criterio per definire se dei paesi debbano unirsi all'interno di un'unica area valutaria. Secondo Ingram tanto più dei paesi sono integrati dal punto di vista finanziario, tanto meno avranno bisogno delle variazioni dei tassi di cambio in quanto piccole variazioni dei tassi di interesse genereranno i flussi di capitale necessari agli equilibri delle bilance dei pagamenti.

Di visione contraria è invece l'economista Fleming (1971) il quale dubita che la mobilità del fattore capitale sia sempre la soluzione agli squilibri. Può accadere infatti che un calo della produzione in un determinato paese faccia contrarre ulteriormente gli investimenti anziché aumentarli.<sup>1</sup> Tuttavia, secondo Fleming, a livello empirico si verifica molto di più il caso in cui la riduzione della produzione in un paese fa richiamare capitali e permette quindi l'assorbimento degli shock asimmetrici. Per Fleming (1971) un ulteriore criterio per valutare l'ottimalità di un'area valutaria è la presenza di un bilancio fiscale centralizzato il quale permetta di distribuire tra le varie regioni i costi degli shock negativi subiti. Supponiamo, ad esempio, che una regione subisca uno shock negativo mentre un'altra regione subisca uno shock positivo, se in queste due regioni vi fosse una redistribuzione fiscale, nella regione in difficoltà si attuerebbe un prelievo fiscale più basso mentre nella regione in surplus si andrebbe a compiere un prelievo fiscale più elevato per compensare l'ammontare di imposte non prelevate dalla regione in difficoltà.

Per De Grauwe (2001) invece, il sistema dei trasferimenti fiscali non risulta essere un meccanismo di aggiustamento efficiente, in quanto i trasferimenti fiscali non rimuovono le cause di squilibrio e per questo non possono essere elevati a criterio per l'identificazione di un'area valutaria ottimale.

Per Kenen (1969) l'ambito di azione dell'autorità monetaria dovrebbe coincidere con quello dell'autorità fiscale mentre secondo Ingram (1969) è sufficiente che l'ambito d'azione dell'autorità fiscale non sia maggiore della grandezza dell'area valutaria.

---

<sup>1</sup> Se gli investimenti sono autofinanziati, una riduzione dei profitti ne riduce l'ammontare.

Ci sono stati poi altri economisti che non si sono limitati ad analizzare i criteri della teoria delle aree valutarie ottimali precedentemente identificati bensì hanno partecipato attivamente introducendo nuovi spunti di riflessione; tra questi ricordiamo Corden (1972) e Ishiyama (1975).

Corden (1972) definisce un'area valutaria come un'area entro la quale i tassi di cambio hanno un rapporto fisso tra loro sebbene gli stessi possano variare rispetto alle valute non appartenenti all'area e quindi la partecipazione all'area valutaria di un paese determina la perdita del controllo sulla politica monetaria e sui tassi di cambio.

Inoltre per Corden (1972) la mobilità del fattore lavoro, sebbene risulti essere un valido strumento per poter correggere gli squilibri delle bilance dei pagamenti dei vari stati, è il risultato di fattori esogeni che non hanno nulla a che fare con l'esigenza di correzione degli squilibri delle bilance. Per questo motivo la mobilità geografica del fattore lavoro non può essere considerata un criterio per determinare un'area valutaria ottimale.

Per Ishiyama (1975) la mobilità del fattore lavoro non dovrebbe mai essere utilizzata come strumento di aggiustamento degli squilibri in quanto si sosterebbero dei costi che andrebbero a gravare ancor di più sullo sviluppo e sulla crescita economica delle regioni colpite da shock negativi. Un esempio di costi connessi alla mobilità del fattore lavoro è la perdita, nelle regioni in difficoltà, della forza lavoro più giovane ovvero quella più produttiva e innovativa.

Ishiyama (1975) critica inoltre la “tradizionale” teoria dell'aree valutarie ottimali, l'economista riscontra la mancanza di una visione generale all'interno della quale si possano ricollocare i vari criteri identificati fino a quel momento. Per oltrepassare questo limite, Ishiyama propone un approccio più completo considerando i vari criteri in modo multidimensionale, attribuendo a ogni singolo criterio un peso specifico in modo tale che le conclusioni che si ottengono dipendano dai pesi assegnati ai differenti criteri.

Ishiyama è il primo a sostenere la necessità di analizzare anche i benefici derivanti dall'adesione a un'area valutaria e non solo i costi, come invece fatto dalla teoria “tradizionale” delle aree valutarie ottimali. Risulta poco plausibile infatti che un paese decida di cambiare regime solo perché il passaggio risulta privo di costi o poco costoso. È invece più ragionevole pensare che un così importante cambiamento avvenga per i benefici che si possono ottenere. La teoria “tradizionale”, analizzando solamente i costi e considerando irrilevanti i benefici, è utile a stabilire la non convenienza ad abbandonare l'indipendenza valutaria ma non può dare alcun giudizio sull'opportunità di aderire a un'unione valutaria (Della Posta, 2003).

Dopo la metà degli anni '70 si assistette a un brusco rallentamento degli studi e delle ricerche riguardanti la teoria delle aree valutarie ottimali che durò fino alla fine degli anni '80. Durante gli anni '90 invece, grazie alla creazione dell'unione monetaria europea (Economic and

Monetary Union - EMU), la teoria delle aree valutarie ottimali ricominciò a interessare i ricercatori in quanto vedevano l'unione monetaria europea come la possibilità di analizzare e verificare la correttezza delle loro previsioni e teorie.

Per Tavlas un altro fattore molto importante che ha contribuito a dare un nuovo impulso allo studio della teoria delle aree valutarie ottimali è stato lo sviluppo delle teorie macroeconomiche come ad esempio la nascita della teoria della credibilità negli anni '70. Secondo questa teoria, gli individui compiono scelte razionali e sanno muoversi all'interno del sistema economico facendo previsioni e creando aspettative il più delle volte corrette. La teoria delle aspettative ha portato alla modifica della curva di Phillips, la quale ipotizzava l'esistenza di un *trade-off* permanente tra la disoccupazione e l'inflazione ovvero una minore disoccupazione comportava un aumento del livello dei prezzi. Questo fenomeno chiamato anche spirale dei prezzi salari funzionava nel seguente modo: l'aumento dei salari nominali dei lavoratori portava le imprese ad aumentare i prezzi, un maggiore livello di prezzi portava successivamente i lavoratori ad aumentare il salario nominale innescando così un circolo vizioso. Negli anni '70 la relazione tra occupazione e inflazione nella curva di Phillips originale diventò sempre meno evidente fino a scomparire. Questo perché negli anni '70 si verificarono ben due crisi petrolifere che fecero notevolmente aumentare il prezzo del petrolio, determinando un aumento dei costi di produzione industriali e per questo motivo le imprese furono costrette ad aumentare il loro *markup*. L'aumento del *markup* ha portato a una crescita dell'inflazione anche a parità di tasso di disoccupazione. Inoltre negli anni '70 si sviluppò la teoria della credibilità che portò i lavoratori e le imprese a modificare le proprie aspettative. La persistenza di un'elevata inflazione negli anni '70 ha portato i lavoratori e le imprese a rivedere il loro modo di formare le aspettative, ovvero se l'inflazione è significativamente positiva, aspettarsi un'inflazione nulla l'anno successivo è sbagliato e insensato e poiché gli individui cercano di non commettere gli stessi errori, da quel momento, iniziarono a comprendere l'inflazione nelle aspettative.

I nuovi risultati e sviluppi che sono stati ottenuti durante gli anni '90 sono stati così significativi che già in quelli anni si iniziò a parlare di “nuova” teoria delle aree valutarie ottimali.

È possibile affermare che la “nuova” teoria si sviluppa attorno a due filoni tematici i quali sono:

- l'analisi dei costi e benefici dell'area valutaria ottimale
- L'ipotesi dell'endogeneità dell'area valutaria ottimale

## **Analisi dei costi e benefici**

La rinuncia di un paese alla possibilità di utilizzare il tasso di cambio e la politica monetaria per stabilizzare l'economia veniva considerato il costo più significativo dell'adesione a un'area valutaria. Tuttavia questo non è sicuramente il caso dei paesi con economie piccole e aperte perché non è possibile garantire allo stesso tempo la libera circolazione dei capitali e una politica monetaria indipendente. Questi paesi legano le loro valute a quelle dei maggiori partner commerciali questo per ottenere una maggiore stabilità del tasso di cambio (Horvath e Komarek, 2002).

I temi della perdita dell'indipendenza monetaria e della politica dei tassi di cambio erano molto ricorrenti agli inizi degli anni '70 quando molti economisti credevano nell'inclinazione negativa della curva di Phillips. In quel caso la moneta comune poteva implicare che un paese con più elevato tasso di disoccupazione rispetto agli altri paesi membri non avrebbe avuto più l'opzione di utilizzare la politica monetaria e questo comportava che il paese non avrebbe raggiunto la desiderata combinazione di inflazione e disoccupazione.

C'è da dire però che il tasso di cambio non può essere utilizzato sistematicamente come strumento per contrastare gli shock asimmetrici negativi in quanto se si verificasse ciò, il settore privato adeguerebbe di volta in volta le aspettative rendendo lo strumento inutilizzabile (Della Posta, 2003).

Per capire il motivo per cui lo strumento del tasso di cambio non può essere utilizzato in modo sistematico, consideriamo il seguente esempio: ipotizziamo che un paese presenti un'economia aperta e un rapporto esportazioni o importazioni / PIL relativamente elevato e che decida di effettuare una svalutazione del tasso di cambio rendendo così più costosi i beni di importazione. Successivamente l'aumento andrebbe a toccare i prezzi interni ristabilendo così le condizioni che vi erano precedentemente alla svalutazione del tasso di cambio. In altre parole la svalutazione del tasso di cambio nominale verrebbe neutralizzata dall'aumento del livello dei prezzi e quindi il tasso di cambio reale non subirebbe modifiche effettive. Questo fenomeno, conosciuto come spirale svalutazione-inflazione, ha caratterizzato l'economia italiana dagli anni '70 fino alla terza fase dell'EMU (1 gennaio 1999, adozione dell'Euro e fissazione irrevocabile dei tassi di cambio).

C'è da dire comunque che il tasso di cambio reale ritornerà al livello iniziale solamente dopo un lungo periodo, durante questo intervallo temporale, la svalutazione del tasso di cambio nominale permetterà, in misura temporanea, la riduzione degli shock asimmetrici negativi e i *policy makers* potrebbero nel frattempo compiere delle politiche di aggiustamento strutturali di

lungo periodo cercando così di minimizzare i costi sociali del riallineamento.<sup>2</sup> Anche l'economista Tavlas (1993) sostiene che le variazioni dei tassi di cambio sono efficaci solamente dopo un lungo periodo di tempo.

Un altro costo che un paese deve sostenere quando entra all'interno di un'area valutaria riguarda la politica fiscale. Non è detto che un'unione monetaria comporti la cessazione delle politiche fiscali indipendenti per i paesi membri dell'area monetaria, è probabile invece che i vari paesi mantengano comunque una certa autonomia in ambito fiscale, anche se l'accentramento delle politiche fiscali verso un'unica autorità centrale potrebbe rappresentare un valido meccanismo per contrastare gli shock negativi asimmetrici (Horvath e Komarek, 2002).

Un ulteriore costo riguarda la cosiddetta "perdita del signoraggio". Il signoraggio rappresenta un'alternativa al prestito pubblico o all'introduzione di nuove imposte e non è altro che la creazione di moneta per il finanziamento del debito pubblico.

Il signoraggio, che è il reddito che il governo di un paese ottiene dalla vendita di titoli di stato alla propria banca centrale, è anche chiamato tassa da inflazione in quanto l'aumento di offerta di moneta determina un aumento dell'inflazione.

Per quanto riguarda la finanza pubblica, la teoria della tassazione ottimale stabilisce che, dato un certo ammontare di spesa pubblica, le sue modalità di finanziamento devono essere tali da eguagliare i rispettivi costi marginali. Se ad esempio la raccolta di imposte è molto costosa, allora si dovrà ridurre questa fonte e aumentare le altre tipologie di finanziamento ovvero il signoraggio oppure l'indebitamento (Della Posta, 2003).

Il signoraggio rappresenta uno strumento di finanziamento molto importante soprattutto per i paesi in via di sviluppo in quanto questi paesi non possono contare su un'elevata capacità impositiva e in questi paesi il signoraggio è associato a elevata inflazione o iperinflazione.

Un altro costo riguarda il debito pubblico dei paesi appartenenti a un'area monetaria, De Grauwe (2012) infatti sostiene che i mercati finanziari, in presenza di un'unione monetaria, hanno la capacità di portare degli stati membri al default. Questo perché i paesi emettono titoli di debito in una valuta sulla quale non hanno alcun controllo.<sup>3</sup>

Consideriamo un esempio per capire meglio questa osservazione: nel 2011 l'Europa dovette affrontare una crisi del debito sovrano che andò a colpire in particolare i paesi membri dell'Unione Europea denominati PIIGS (Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna) e sebbene il Regno Unito avesse un rapporto debito pubblico/PIL più elevato della Spagna (vedi *Figura*

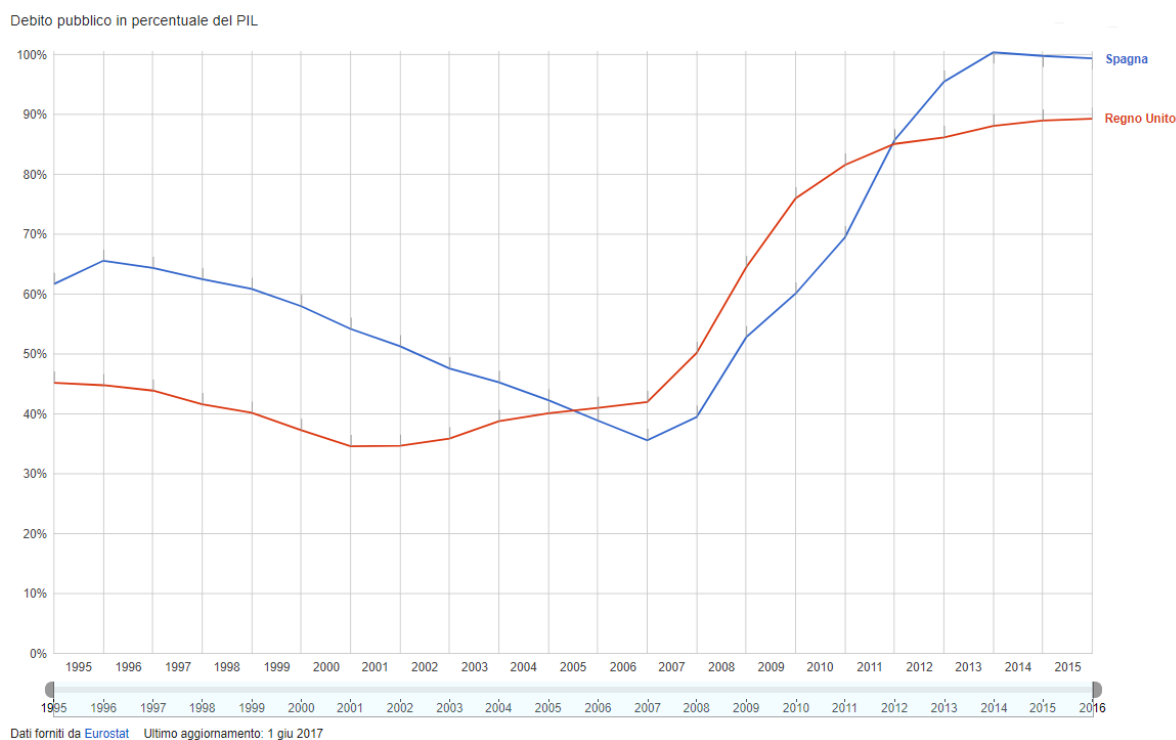
---

<sup>2</sup> Normalmente i *policy makers* hanno un orizzonte temporale molto breve, una o due legislature, e quindi i loro incentivi a lavorare su misure a lungo termine sono molto bassi.

<sup>3</sup> Quando si parla di unione monetaria bisogna ricordare che i vari paesi non possono più utilizzare la politica monetaria come strumento in quanto la politica monetaria è affidata alla banca centrale.



1), i mercati finanziari avevano assegnato un rischio di default maggiore alla Spagna. Si ricordi inoltre che mentre il Regno Unito è un paese che possiede la sovranità monetaria, la Spagna è un paese membro dell'Unione Monetaria Europea e quindi non possiede sovranità monetaria la quale è in capo alla Banca Centrale Europea.



*Figura 1: Debito pubblico in percentuale del PIL - Regno Unito e Spagna*

Supponiamo ora che gli investitori temano che il Regno Unito possa diventare inadempiente, essi inizieranno immediatamente a vendere le obbligazioni inglesi possedute facendo così aumentare il tasso di interesse sui titoli di stato inglesi. Fatto questo, gli investitori possederanno un elevato ammontare di sterline che probabilmente inizieranno a vendere su mercato dei cambi facendo scendere il prezzo della sterlina fino a quando qualcuno sarà disposto a comprarla. L'effetto finale che si otterrà è che lo stock di monete nel Regno Unito rimarrà invariato e le sterline saranno investite in attività inglesi. Supponendo che l'aumento dei tassi di interesse sui titoli di stato compensi la diminuzione della fiducia sulla stabilità del Regno Unito da parte degli investitori una quota dell'investimento sarà utilizzata per comprare titoli di stato inglesi e se questo non avvenisse ci sarebbe comunque la Banca Centrale Inglese la quale assicurerebbe la liquidità necessaria per il finanziamento del debito. In questo caso quindi gli investitori non riuscirebbero a provocare una crisi di liquidità.

Supponiamo ora che gli investitori temano invece che la Spagna possa diventare inadempiente, anche in questo caso gli investitori inizieranno immediatamente a vendere i titoli spagnoli

facendo aumentare così il loro tasso di interesse. In questo caso però gli investitori non avranno la necessità di vendere l'ammontare di euro ottenuti nel mercato dei cambi in quanto potranno investire quella somma in altri titoli più sicuri sempre nella stessa valuta. Tutto questo comporterà che quell'ammontare di euro lascerà la Spagna provocando così una restrizione di liquidità la quale però non può essere risolta né con il mercato dei cambi né con l'utilizzo del tasso di cambio flessibile inoltre, differentemente da quanto accadrebbe nel Regno Unito, la Spagna non potrà richiedere alla Banca di Spagna di acquistare il debito pubblico spagnolo, potrebbe però richiederlo alla Banca Centrale Europea (BCE) la quale tuttavia riceve forti pressioni anti inflazionistiche dagli stati non-PIIGS che non intendono accollarsi i debiti generati da politiche economiche e previdenziali troppo permissive di altri paesi membri (non si ritiene corretto far pesare sui cittadini dei paesi virtuosi gli errori dei paesi meno virtuosi). Tutto questo potrebbe portare la Spagna a una crisi di liquidità molto grave che potrebbe culminare con il default del paese stesso.

Per quanto riguarda i benefici invece, le imprese esportatrici, importatrici e i consumatori ottengono un beneficio diretto dall'eliminazione dei costi di transazione derivanti dal cambio di valute (Commissione Europea, 1990).<sup>4</sup> C'è da dire però che allo stesso tempo si verifica una perdita per il settore bancario in quanto vengono meno i proventi derivanti dalle commissioni per il servizio di cambio. Con il passare del tempo però, le banche commerciali sono in grado di adeguarsi alla nuova realtà trovando nuovi proventi grazie alla differenziazione delle loro operazioni. Inoltre l'eliminazione dei costi di cambio permette di ottenere anche dei benefici indiretti tra cui la riduzione dei costi della discriminazione dei prezzi dovuta alla segmentazione dei mercati nazionali. Ulteriori benefici derivano dall'eliminazione dell'incertezza sul cambio. Ovvero se l'organo centrale, che ha il compito di strutturare e attuare la politica monetaria, riesce nel suo intento allora gli stati appartenenti a quell'unione acquistano credibilità grazie alla fiducia conquistata dall'istituzione centrale e tutto questo si traduce in aspettative di inflazione ben salde e in una riduzione del tasso di interesse reale (Chari, DAVIS e Kehoe, 2015). Inoltre la maggiore certezza sul tasso di cambio comporta un beneficio diretto per le scelte di investimento delle imprese private, in quanto esse possono valutare in misura più accurata e facilitata la generazione dei ricavi futuri e questo anche grazie a una maggiore qualità delle informazioni. Inoltre, se si ipotizza che gli agenti economici siano avversi al rischio, le imprese ne trarranno un beneficio maggiore, è dimostrato infatti che in condizioni di incertezza a livello dei prezzi, esse sono capaci di ottenere in media profitti maggiori (De Grauwe, 1998).

---

<sup>4</sup> La Commissione Europea nel 1990 aveva quantificato questo vantaggio tra i 13 e i 20 miliardi di euro l'anno, ovvero tra lo 0,25% e lo 0,5% annuo del PIL della Comunità Europea.

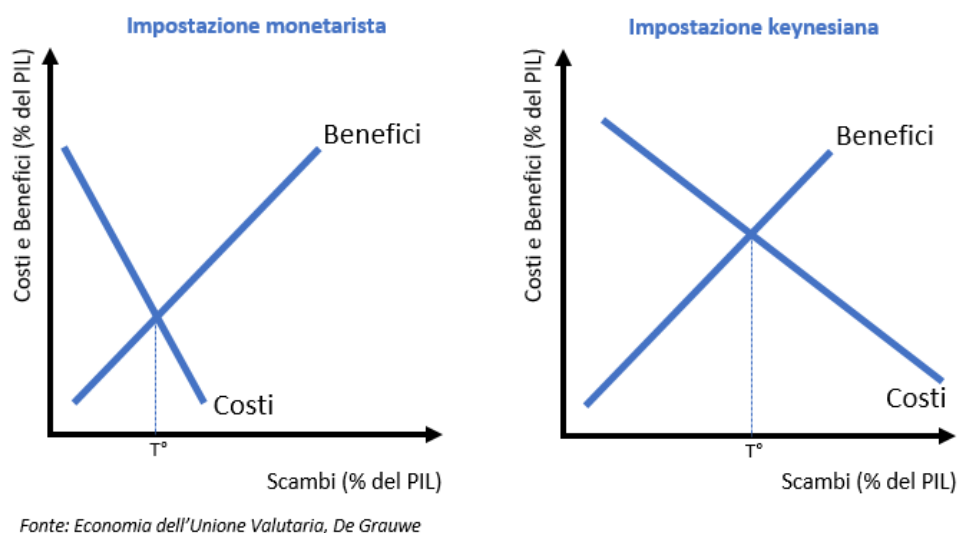
La moneta comune può avere un peso maggiore nel sistema monetario internazionale e questo può rappresentare un ulteriore beneficio. Se infatti la moneta è in grado di diventare una valuta internazionale allora questo permetterà all'autorità centrale di ottenere extra profitti in quanto tutto questo determina un aumento dei volumi di affari dei mercati dei paesi membri inoltre la moneta verrà utilizzata come valuta di riserva da parte delle altre nazioni estere. La valuta comune potrebbe quindi essere utilizzata ad esempio a livello internazionale per l'emissione di titoli di stato oppure per l'emissione di obbligazioni societarie.

Tuttavia Mongelli (2002) sostiene che l'analisi costi benefici non può essere effettuata solo da un punto di vista statico poiché i vantaggi e gli svantaggi possono subire dei cambiamenti a seconda del momento in cui si verifica l'integrazione all'interno dell'area valutaria. Inoltre alcuni costi e benefici possono risultare di diversa entità a seconda delle caratteristiche dei Paesi ad esempio in base alla loro estensione oppure in base al numero di alti tassi di inflazione che si sono verificati in passato.

Per ricapitolare, si può affermare che generalmente quando si parla di costi e di benefici si fa riferimento a due livelli economici differenti ovvero i costi sono generalmente a un livello macroeconomico mentre i benefici sono generalmente a un livello microeconomico (Horvath e Komarek, 2002).

Vi è però un beneficio macroeconomico non trascurabile ovvero l'entrata del paese all'interno dell'area valutaria, e quindi la fissazione del suo tasso di cambio, non consente al paese di utilizzare lo strumento della svalutazione della valuta e quindi non si innesca quel meccanismo vizioso della spirale svalutazione-inflazione.

De Grauwe (2013) attraverso un'analisi grafica identifica il punto di criticità oltre il quale risulta conveniente per un paese aderire all'area valutaria. Nella sua analisi De Grauwe considera due teorie di pensiero economiche differenti, quella monetarista e quella keynesiana.



*Figura 2: Impostazione monetarista e keynesiana a confronto*

Come si può notare dai due grafici riportati in *Figura 2*, mentre i benefici all'adesione a un'area valutaria non subiscono alcuna modifica passando dalla teoria monetarista alla teoria keynesiana i costi cambiano visibilmente. In particolare, la funzione dei costi è molto più ripida nel caso di teorie monetariste. Questa modifica è dovuta alla differente visione sull'efficacia del tasso di cambio come strumento di correzione degli shock asimmetrici negativi da parte delle due teorie economiche. La teoria keynesiana sostiene che la rinuncia al tasso di cambio come misura correttiva sia particolarmente penalizzante in quanto esso è uno strumento efficace al fine dell'eliminazione degli squilibri, mentre per la teoria monetarista il tasso di cambio non è uno strumento capace di correggere i differenti squilibri presenti tra paesi.<sup>5</sup>

In conclusione, in tutti e due i casi, il punto di intersezione tra la retta dei benefici e la retta dei costi determina il livello di apertura in cui è ottimale o meno partecipare all'unione valutaria. Se si considera il caso dell'Unione Monetaria Europea, esistono livelli di apertura molto contrastati tra i vari paesi membri dell'Unione Europea. Non è facile infatti identificare quali paesi membri beneficiano dell'unione economica monetaria e quali paesi invece non ne traggono giovamento, a parità di altri parametri che devono essere valutati, quale ad esempio il grado di asimmetria degli shock.

<sup>5</sup> Quanto detto dalla teoria keynesiana risulta veritiero se si ipotizza la rigidità dei salari e dei prezzi oltre che l'assenza della mobilità del fattore lavoro.

## Endogeneità

Per Frankel e Rose (1996) entrare a far parte di un'area valutaria porta a dei vantaggi come la riduzione dei costi di transazione dei beni e servizi derivanti dall'utilizzo di valute differenti e per questo motivo i paesi che presentano elevati legami commerciali dovrebbero aderire alla stessa moneta e sono forti candidati a diventare membri di un'area valutaria ottimale. Inoltre se dei paesi presentano cicli economici fortemente correlati allora dovrebbero ottenere dei benefici dalla formazione di un'unica area valutaria. Se invece i paesi presentano cicli economici tra loro non correlati, essi non dovrebbero unirsi all'interno della stessa area valutaria in quanto perderebbero l'indipendenza monetaria ovvero un importante strumento per stabilizzare le fluttuazioni dei cicli economici. Quando i paesi entrano all'interno di un'area valutaria i legami commerciali tra i paesi membri aumentano e questo determina anche un aumento della somiglianza dei cicli economici dei differenti paesi. Tutto questo comporta un aumento degli interscambi commerciali, dell'integrazione economica-finanziaria tra i paesi membri dell'area valutaria ottimale.

Ci sono due visioni differenti circa gli effetti che un maggiore integrazione commerciale può comportare per i paesi membri di un'area valutaria. Secondo la Commissione Europea una più elevata integrazione commerciale determina una maggiore sincronizzazione dei cicli economici. Inoltre il commercio tra i paesi europei industrializzati è tipicamente un commercio intra-industriale basato sulle economie di scala e sulla concorrenza imperfetta, questo non comporta un'elevata specializzazione delle economie dei paesi che potrebbe determinare degli shock asimmetrici. Krugman invece afferma che un'elevata integrazione commerciale comporta una maggiore specializzazione, assumendo che vi sia una riduzione dei costi di trasporto. Economie di scala ed elevata integrazione permettono la concentrazione industriale determinando una maggiore possibilità di shock asimmetrici e comportando maggiori costi per l'unione valutaria (Horvath e Komarek, 2002).

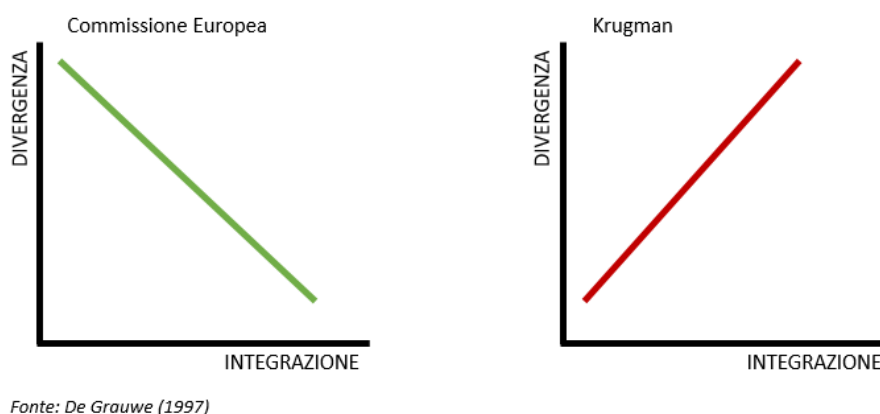


Figura 3: L'integrazione del commercio porta alla divergenza delle economie?

Il problema della visione di Krugman è che, implicitamente, sta ipotizzando che le concentrazioni industriali regionali non oltrepasseranno i confini dei paesi che formano l'area valutaria, mentre i confini saranno poco rilevanti nell'influenzare gli effetti di queste concentrazioni. Se così fosse, lo shock asimmetrico non riguarderebbe il singolo paese e la fluttuazione del tasso di cambio non potrebbe essere utilizzata per risolvere gli shock asimmetrici, inoltre ci si potrebbe aspettare la formazione di costi più bassi dei fattori produttivi al di fuori dei centri industriali. Se invece l'unione monetaria venisse implementata con successo e considerata credibile, si potrebbe prevedere un'ulteriore spinta alla convergenza tra i paesi membri. Inoltre, eliminando le barriere commerciali, ci sarebbe un aumento dei flussi commerciali tra i paesi dell'unione monetaria. Sarebbe altresì possibile rendere l'unione monetaria più chiusa nei confronti del mondo esterno potendo così adottare tassi di cambio flessibili. Tutto questo porterebbe ad affrontare gli shock simmetrici in modo più semplice (Horvath e Komarek, 2002).

## Capitolo 3 – L’Unione Europea e l’Eurozona

### La nascita dell’Unione Europea

L’Unione Europea è un’unione politica ed economica costituita attualmente da 28 stati membri essa è il risultato di un processo che ha avuto inizio dopo la Seconda Guerra Mondiale sulla base della volontà di garantire la pace tra i paesi europei e di gettare le basi per la creazione di un progetto nuovo basato su interessi comuni ai diversi paesi.<sup>6</sup>

Il primo trattato europeo fu il Trattato di Parigi firmato nel 1951 da Belgio, Francia, Germania Occidentale, Italia, Paesi Bassi e Lussemburgo. Questo trattato istituì la Comunità Europea del Carbone e dell’Acciaio (CECA), la quale durò, come previsto, dal 1951 fino al 2002. Questo trattato portò alla costituzione di un mercato comune del carbone e dell’acciaio grazie all’abolizione delle barriere doganali e delle misure protezionistiche su questi due beni.

Nel 1957 gli stessi sei paesi firmarono il Trattato di Roma il quale istituì la Comunità Economica Europea (CEE) e la Comunità Europea dell’Energia Atomica (EURATOM). La CEE era un’organizzazione sovranazionale istituita per promuovere l’integrazione economica tra i suoi stati membri tramite la creazione di un mercato comune attraverso la formazione di un’unione doganale basata su una tariffa estera comunitaria e l’introduzione di politiche comuni riguardanti l’agricoltura, i trasporti e il commercio. Inoltre il Trattato di Roma ha portato alla creazione di un Fondo Sociale Europeo e all’istituzione della Banca Europea degli Investimenti. L’ EURATOM invece, è un’organizzazione internazionale la quale ha lo scopo di coordinare i programmi di ricerca degli stati membri relativi all’energia nucleare e assicurarne un uso pacifico.

Nel 1965 fu firmato a Bruxelles il Trattato di Fusione il quale, entrato in vigore nel 1965, unificò sotto le tre comunità esistenti, CEE CECA E EURATOM, sotto un’unica istituzione costituita da un Consiglio e da una Commissione delle Comunità Europee. Inoltre, da quel momento, le tre comunità avrebbero riportato tutti i dati all’interno dello stesso bilancio.

Nel 1985 fu sottoscritto l’Accordo di Schengen il quale inizialmente fu firmato solamente da Belgio, Francia, Germania Occidentale, Lussemburgo e Paesi Bassi. Questo trattato prevede la graduale abolizione dei controlli ai confini, permettendo la libera circolazione dei residenti tra i paesi firmatari. Durante gli anni ’90 l’accordo fu firmato da altri paesi europei quali Italia (1990), Spagna e Portogallo (1991), Danimarca, Finlandia e Svezia (1996), portando alla

---

<sup>6</sup> Il 23 giugno 2016 il Regno Unito attraverso un referendum popolare vota di lasciare L’Unione Europea, tuttavia la sua uscita (Brexit) non si è ancora verificata e l’iter incomincerà il 29 marzo del 2019 dopo la conclusione dei negoziati tra Unione Europea e Regno Unito.

creazione dell'Area di Schengen caratterizzata da una completa eliminazione dei controlli ai confini tra i paesi membri dell'area.

Nel 1986 fu firmato l'Atto Unico Europeo il quale, entrato in vigore nel 1987, prevedeva la creazione di un "vero" mercato unico attraverso un processo di rimozione delle barriere tariffarie e di cooperazione tra gli stati membri entro il 1992. In questo trattato viene riconosciuta la procedura di cooperazione su temi di politica estera inoltre viene definita per la prima volta una politica di sicurezza comune.

Nel 1992 fu firmato uno dei trattati più importanti per l'Unione Europea ovvero il Trattato di Maastricht, entrato in vigore nel 1993, il quale portò alla definizione di regole politiche e parametri economici e sociali necessari per entrare nella nuova Unione Europea. Il Trattato di Maastricht, firmato da Belgio, Francia, Danimarca, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito e Spagna, ha portato alla definizione di un'Unione Economica e Monetaria Europea dove, entro il 1° gennaio del 1999, era prevista l'introduzione della moneta unica. Inoltre fu creata la nuova Unione Europea, definita sulla base di tre pilastri:

1. la Comunità Europea (CE), la quale al suo interno comprendeva il mercato unico europeo, l'unione economica e monetaria, la CECA e la CEEA;
2. la Politica Estera e di Sicurezza Comune (PESC), con l'obiettivo di definire un'unica politica estera;
3. la Cooperazione Giudiziaria e di Polizia in Materia Penale, con l'obiettivo di formare una collaborazione a livello sovranazionale nella lotta alla criminalità.

Con il Trattato di Maastricht l'Unione Europea si presentava come un soggetto istituzionale unico, privo di personalità giuridica e di risorse proprie.

Nel 1997 venne sottoscritto il Trattato di Amsterdam, entrato in vigore nel 1999, il quale fu firmato da Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Danimarca, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito, Spagna e Svezia. Questo Trattato aveva come obiettivo principale quello di rafforzare l'unione politica attraverso l'introduzione di nuove disposizioni in tema di libertà, sicurezza e giustizia.

Nel 2001 gli stessi 15 paesi membri dell'Unione Europea firmarono il Trattato di Nizza che entrò in vigore nel 2003. Questo trattato aveva l'obiettivo di riformare le istituzioni europee in vista dell'adesione di nuovi stati e questo attraverso, ad esempio, una nuova ponderazione dei voti nel Consiglio dell'Unione Europea oppure attraverso la modifica della composizione della Commissione Europea.

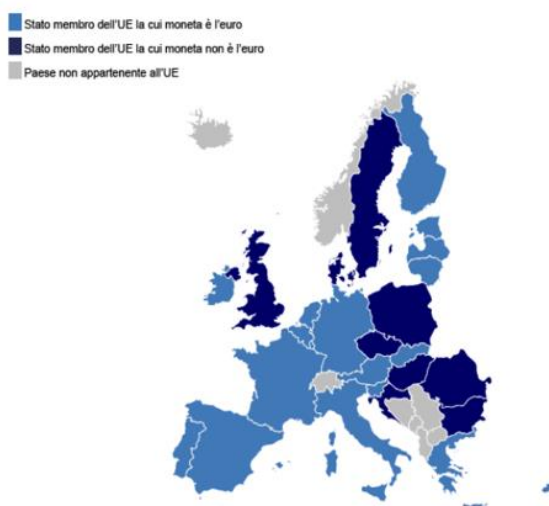
Infine, nel 2007, i 27 Stati membri dell'Unione Europea firmarono il Trattato di Lisbona, entrato poi in vigore nel 2009. Questo trattato ha modificato sia il Trattato di Maastricht sia una



parte del Trattato di Roma, in particolare la parte istitutiva della CEE (diventata in seguito CE). Il Trattato di Lisbona determina l'eliminazione dei tre pilastri dell'Unione Europea identificati nel trattato di Maastricht e con esso L'unione Europea acquista personalità giuridica ovvero L'Unione Europea da quel momento può negoziare e concludere accordi internazionali nel rispetto delle sue competenze estere, può aderire a convenzioni internazionali e diventare membro di organismi internazionali (Cainelli e Ganau, 2017).

### **Le fasi dell'Unione Economica e Monetaria dell'Unione Europea**

L'Unione Economica e Monetaria (UEM) europea viene sancita con il Trattato di Maastricht che, attraverso tre successive fasi, concluse un lungo processo di diplomazia il cui esito è più notoriamente rappresentato dal conio e dall'adozione di una moneta unica europea, l'Euro, in sostituzione alle rispettive valute nazionali di 19 paesi membri, rappresentati in *Figura 4*, e da un'unica politica monetaria comune sotto il controllo della Banca Centrale Europea dando vita così all'Eurozona.



*Figura 4 Paesi membri dell'UE che hanno adottato o meno l'euro*

### **Prima Fase dell'UEM**

Nel 1989 il Consiglio Europeo stabilì che la prima fase dell'UEM sarebbe incominciata il 1° luglio 1990, data in cui si sarebbero dovute abolire tutte le restrizioni riguardanti la circolazione dei capitali tra gli stati membri. Il Consiglio Europeo inoltre diede maggiori responsabilità al Comitato dei Governatori delle banche centrali degli stati membri della CEE, le nuove responsabilità riguardavano lo svolgimento di consultazioni politiche monetarie degli stati membri e la loro promozione e coordinamento al fine di conseguire la stabilità dei prezzi. Inoltre per realizzare le altre due fasi dell'UEM era necessario modificare il Trattato di Roma riguardante la CEE e creare un soggetto istituzionale unico e tutto questo portò alla formazione

e alla firma del Trattato di Maastricht nel 1992. Tra le altre cose il Trattato di Maastricht conteneva il Protocollo sullo Statuto del Sistema Europeo di Banche Centrali e della Banca Centrale Europea e il Protocollo sullo Statuto dell'Istituto Monetario Europeo.

### **Seconda Fase dell'UEM**

La costituzione dell'Istituto Monetario Europeo (IME) il 1° gennaio del 1994 determinò l'inizio della seconda fase dell'UEM, che comportò l'eliminazione del Comitato dei Governatori. L'IME non aveva compito di direzione della politica monetaria dell'Unione Europea e non era autorizzato a effettuare operazioni in valuta bensì aveva come funzioni principali il rafforzamento della cooperazione tra le differenti banche centrali nazionali e il coordinamento delle politiche monetarie degli stati membri. Inoltre doveva realizzare tutti i preparativi necessari per la formazione del Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC) e per l'introduzione della moneta unica nell'ultima fase dell'UEM. In altre parole, l'IME fu fondamentale per la definizione del quadro regolamentare, organizzativo e logistico necessario affinché il SEBC potesse operare nella terza fase.

L'IME aveva anche il compito di predisporre le future relazioni monetarie e di cambio tra l'area dell'euro e gli altri paesi dell'Unione europea, nel 1996 l'IME presentò al Consiglio Europeo un report che costituì la base su cui poggiano i principi e gli elementi fondamentali dei nuovi Accordi Europei di Cambio (AEC II).

Il Consiglio Europeo nel 1997 varò il Patto di crescita e di stabilità il quale stabiliva i criteri che un paese doveva soddisfare per far entrare nella moneta unica:

- rapporto tra deficit pubblico e PIL non superiore al 3%;
- rapporto tra debito pubblico e PIL non superiore al 60%;
- tasso d'inflazione non superiore dell'1,5% rispetto a quello dei tre Paesi più virtuosi; tasso d'interesse a lungo termine non superiore al 2% del tasso medio degli stessi tre Paesi;
- permanenza negli ultimi 2 anni nello SME senza fluttuazioni della moneta nazionale.

Il Sistema Monetario Europeo (SME) era il sistema monetario antecedente alla formazione della moneta unica, era basato sul mantenimento di una parità di cambio prefissata che poteva oscillare entro una fluttuazione massima del  $\pm 2,25\%$  fatta eccezione per Italia, Regno Unito, Spagna e Portogallo, paesi in cui la banda di oscillazione era stata stabilita del  $\pm 6,00\%$ . La parità di cambio prefissata era stata decisa dagli AEC i quali prevedevano che, se il tasso di cambio avesse raggiunto i margini della banda di oscillazione, le banche centrali dei paesi membri interessati sarebbero state obbligate a intervenire acquistando o vendendo valuta, al fine di far rientrare il tasso di cambio all'interno della banda di oscillazione.

Nel 1998 il Consiglio dell'Unione Europea stabilì all'unanimità che 11 paesi membri dell'Unione Europea ovvero: Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna presentavano le condizioni necessarie per partecipare all'ultima fase dell'UEM e quindi adottare la moneta unica. Sempre nel 1998 i ministri delle finanze degli 11 paesi, i rispettivi governatori delle banche centrali, la Commissione Europea e l'IME stabilirono che per determinare i tassi di conversione irrevocabili con l'euro si sarebbero utilizzate le parità centrali bilaterali delle valute degli stati membri che avevano partecipato allo SME. Infine, sempre nel 1998, venne istituita la Banca Centrale Europea (BCE) la quale determinò la fine dell'IME.

### **Terza fase dell'UEM**

Il 1° gennaio 1999 entra in funzione la BCE la quale ha il compito di stabilire e dirigere la politica monetaria dell'Unione Europea, nella stessa data avviene la fissazione irrevocabile dei tassi di cambio degli 11 paesi aderenti all'euro. Con l'ingresso della Lituania nell'ultima fase, verificatosi il 1° gennaio del 2015, il numero di paesi che ad oggi partecipano all'area euro sono 19.

## L'Eurozona è un'area valutaria ottimale?

Per valutare se l'Eurozona è un'area valutaria o meno, Jager e Hafner (2013) nel loro paper "The Optimum Currency Area Theory and the EMU" prendono in considerazione due differenti gruppi di indicatori. Il primo gruppo comprende il commercio intra-regionale europeo, la specializzazione e la struttura economica e permette di stabilire se l'UEM subisca oppure no shock asimmetrici. Il secondo gruppo contiene l'omogeneità nelle preferenze, la mobilità del fattore lavoro e del capitale e la politica fiscale, questo gruppo permette di stabilire se i paesi dell'Eurozona siano in grado di adattarsi agli shock asimmetrici.

### Commercio Intra-regionale europeo

Jager e Hafner nel loro paper utilizzano i dati della Banca Mondiale per calcolare l'ammontare di esportazioni e di importazioni in percentuale al PIL relative al 2011 e il tasso di crescita annuale tra il 2000 e il 2011 dei paesi dell'Unione Europea (UE) e degli USA. I dati hanno confermato che i paesi europei, in particolare quelli piccoli come Lussemburgo e Malta, presentano un'economia molto aperta (Lussemburgo 161% e Malta 96%). Inoltre, ciò che si può osservare dai dati della *Tabella 1* è che l'Unione Europea supera gli Stati Uniti in termini di apertura commerciale poiché la media delle importazioni e delle esportazioni dell'UE è quasi tre volte maggiore rispetto alla media USA.

*Tabella 1: Livello di apertura commerciale - confronto paesi UE e USA*

Unione Europea	USA
Esportazioni in % al PIL 2011= 42,213%	Esportazioni in % al PIL 2011= 13,607%
Importazioni in % al PIL 2011=40,345%	Importazioni in % al PIL 2011=17,108%
Media=41,28%	Media=15,36%

*Fonte: Dataset Banca Mondiale*

La *Figura 5* riporta il valore dei flussi commerciali intra-UE27 in percentuale rispetto al PIL tra il 1999 e il 2011. Fatta eccezione per la riduzione verificatasi nel 2009, si può osservare un trend positivo che raggiunge il suo apice nel 2011, totalizzando un aumento di quasi 5 punti percentuali nel periodo considerato. Quindi si può affermare che l'Unione Europea, grazie specialmente alla costituzione di un mercato unico, ha portato a un aumento dei flussi commerciali tra i paesi membri con un valore compreso tra 8% e 16%. Questo aumento è comunque più basso delle stime iniziali, ad esempio, Rose e van Wincoop (2001) avevano stimato un aumento del commercio intra-UE pari ad oltre il 50%.

Inoltre uno studio di Baldiwin (2006) mostra come grazie alla formazione della moneta unica, l'Euro, si è verificato un aumento dei livelli di commercio intra-UE pari all'incirca al 9% rispetto ai livelli pre-unione monetaria. Inoltre afferma che in tre nazioni non facenti parte dell'Euro, Regno Unito Danimarca e Svezia, si verificò un aumento dei livelli di commercio pari all'incirca al 7% nello stesso periodo.



Figura 5: Valore dei flussi commerciali intra-UE 27 in % del PIL tra 1999-2011

Nota: I valori riportati in *Figura 5* sono stati calcolati dividendo il totale dei flussi commerciali intra-UE27 con il totale del PIL dell'UE27. Il totale dei flussi commerciali è stato calcolato prendendo la media delle importazioni ed esportazioni dei 27 paesi membri dell'UE.

### Specializzazione

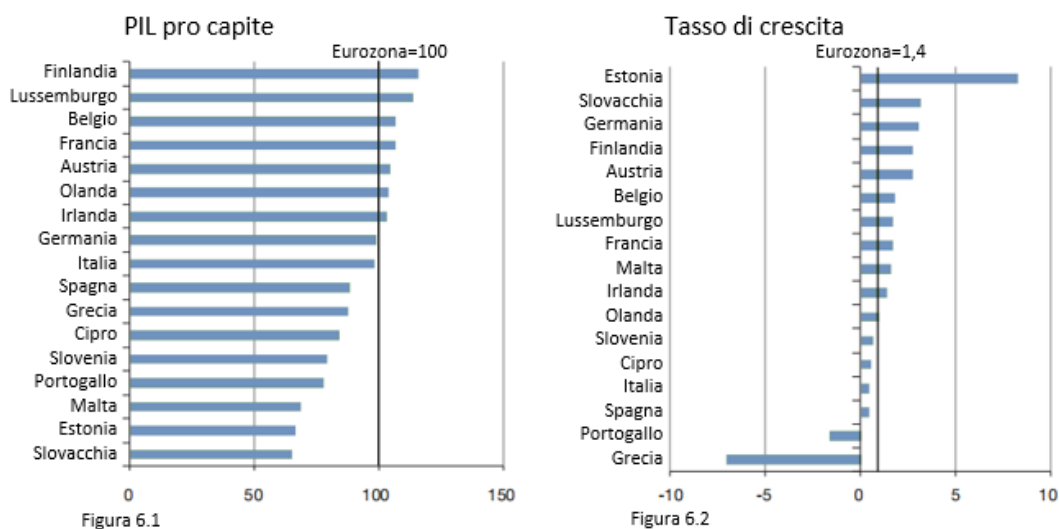
Persson (2011) utilizza l'indice di specializzazione di Krugman per determinare se la specializzazione industriale fosse aumentata nell'Unione Europea e negli Stati Uniti dopo l'introduzione delle rispettive monete comuni.<sup>7</sup> Lo studio mostra che nei paesi dell'UE si è verificato un aumento moderato della specializzazione, con un valore medio degli indici che passa da 0,39 nel 1993 a 0,43 nel 2008. Per quando riguarda gli Stati Uniti invece il valore medio degli indici passa da 0,45 nel 1970 a 0,51 nel 2008, l'aumento tuttavia non è lineare in quanto, tra il 1970 e il 2008, la crescita del valore medio avviene con differenti picchi sia positivi che negativi. Persson ritiene che il settore industriale europeo sia diventato più specializzato dopo l'introduzione della moneta unica e inoltre che si sia verificato uno spostamento della produzione in quei paesi europei in cui vi è un vantaggio comparato nella produzione di determinati beni. Ne consegue che i paesi membri dell'Eurozona non reagiranno allo stesso modo alle turbolenze macroeconomiche e che l'UEM ha una maggiore vulnerabilità

<sup>7</sup> L'indice di specializzazione di Krugman calcola le differenze di specializzazione manifatturiera di un paese rispetto alla media delle nazioni appartenenti alla stessa area valutaria. L'indice ha un valore compreso tra zero e due. Un indice pari a zero indica che i paesi producono gli stessi prodotti nella stessa proporzione mentre un indice pari a due indica che i paesi producono solamente beni differenti.

agli shock asimmetrici. Mentre il dollaro ha un impatto non rilevante sulla tendenza alla specializzazione dell'industria americana, quindi Persson ipotizza che il livello di specializzazione dell'industria americana rimanga costante nel lungo periodo e che l'America possa essere un'area valutaria più stabile rispetto all'UEM.

### Struttura economica

Per analizzare la struttura economica dei differenti paesi dell'area euro, Jager e Hafner (2013) partono dalla costruzione dei due grafici riportati in *Figura 6.1* e in *Figura 6.2*. Nella *Figura 6.1* si può osservare il PIL pro capite dei paesi dell'Eurozona nel 2011 e nella *Figura 6.2* si può osservare il tasso di crescita del PIL dei paesi dell'Eurozona nel 2011.

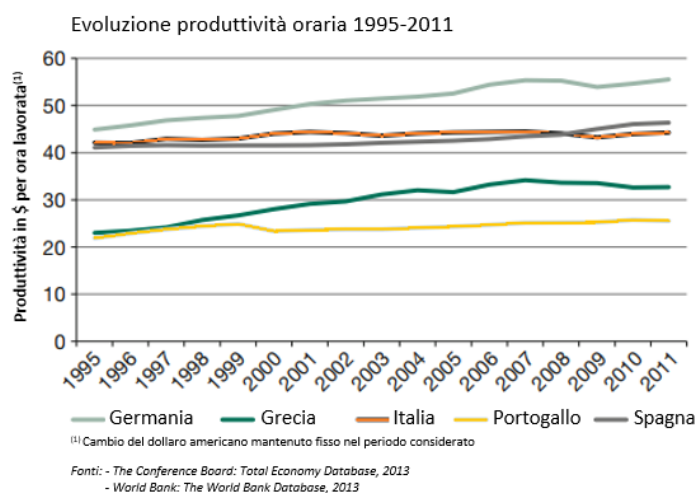


Fonte: Eurostat: General and Regional Statistics, 2013.

*Figura 6: PIL pro capite e tasso di crescita Eurozona 2011*

Come si può notare, ci sono delle considerevoli differenze tra i paesi membri dell'Eurozona in entrambe le figure. Nella *Figura 6.1* vi sono notevoli disparità di reddito tra i paesi dell'UEM e la media dell'area euro, che vanno dal 65% della Slovacchia fino ad arrivare al 115% della Finlandia. Anche nella *Figura 6.2* si possono notare delle importanti differenze che vanno dal -7,11% della Grecia al 8,28% dell'Estonia. Queste discrepanze nell'Eurozona devono essere osservate e analizzate tenendo in considerazione l'andamento del mercato del lavoro. Nel 2012 il tasso di disoccupazione in Spagna è salito al 24.4% mentre il tasso di disoccupazione in Germania è sceso al 6.5%. Gli alti tassi di disoccupazione in Spagna ma anche in altri paesi europei come ad esempio Grecia 17.7% e Irlanda 14.66% possono essere attribuiti alla recessione che si è verificata in questi paesi dopo lo scoppio della crisi del 2008.

Per determinare la competitività dei paesi centrali e dei paesi periferici dell'UEM, Jager e Hafner (2013) confrontano la produttività del lavoro, il livello dei prezzi interni e i costi tra il 1995 e il 2011 di 5 paesi differenti: Germania, Grecia, Italia, Portogallo e Spagna. La *Figura 7* rappresenta la produttività del lavoro di Germania, Grecia, Italia, Portogallo e Spagna, misurata in dollari americani, tra il 1995 e il 2011. Come si può notare, il *gap* di produttività tra i paesi centrali e quelli periferici è aumentato nel tempo, e ad esempio, nel 2011 la produttività del lavoro in Germania era il doppio rispetto a quella del Portogallo. Per di più, sembra che la crisi non abbia impattato in modo considerevole sulla produttività del lavoro ovvero le disparità tra i paesi centrali e periferici dell'UEM restano elevate anche dopo la crisi del 2008.



*Figura 7: Produttività del lavoro misurata in dollari americani 1995-2011*

Busch, Grömling e Matthes (2011) suggeriscono di utilizzare il tasso di cambio effettivo reale come parametro di riferimento per correlare il tasso di cambio nominale agli indicatori di prezzo e costo. Il tasso di cambio effettivo reale è calcolato utilizzando il tasso di cambio effettivo nominale e gli indici dei costi interni ed esterni a un paese. Il tasso di cambio effettivo nominale, si costruisce facendo la media ponderata dei tassi di cambio tra la valuta utilizzata nell'area e le valute utilizzate nelle aree concorrenti. Il tasso di cambio effettivo nominale è una misura sintetica del valore esterno della moneta di un paese rispetto alle monete dei suoi partner commerciali. Partendo dal presupposto che un basso tasso di cambio effettivo reale significa una svalutazione reale, nella *Figura 8* si può notare che mentre la Germania dal 2009 ha incrementato la sua competitività, in paesi periferici come Spagna e Portogallo questo non si è verificato.

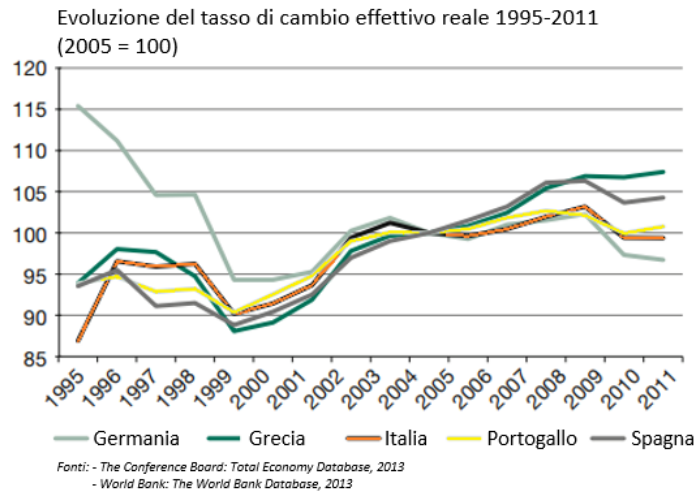


Figura 8: Tasso di cambio effettivo reale 1995-2011

Infine se si considera lo sviluppo negli anni del costo unitario del lavoro nei vari paesi dell'UEM (vedi Figura 9) si può notare come il costo del lavoro nelle regioni periferiche dell'Eurozona sia aumentato in modo continuo dal 1995 al 2008, per poi rimanere costante. Per quanto riguarda la Germania invece, il costo del lavoro è rimasto relativamente stabile nel corso del tempo. Inizialmente il costo del lavoro tedesco era superiore a quello dei quattro paesi periferici dopodiché nel 2005 è stato superato dal costo del lavoro in Grecia, Italia, Portogallo e Spagna (Jager e Hafner, 2013).

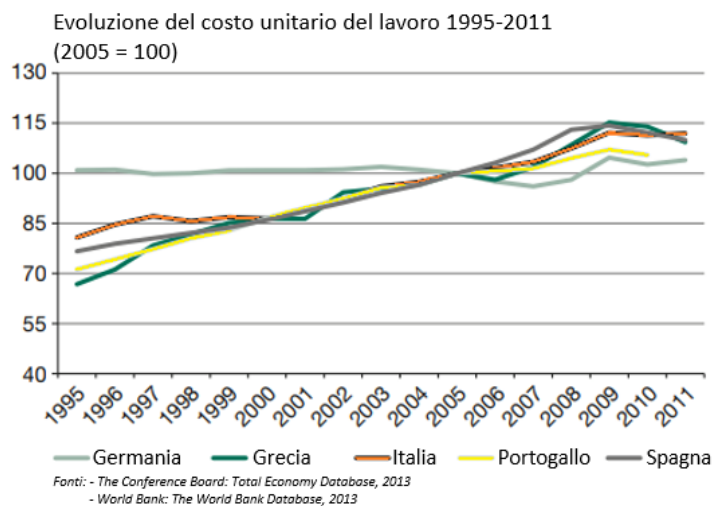


Figura 9: Costo unitario del lavoro 1995-2011

I risultati trovati da Jager e Hafner nel 2013 portano ad affermare che i paesi membri dell'UEM subiscono shock asimmetrici. Nella loro paper inoltre, Jager e Hafner considerano altri fattori per valutare se i paesi appartenenti all'Eurozona sono in grado di adattarsi e affrontare gli shock



asimmetrici e questi fattori sono: l'omogeneità nelle preferenze, La mobilità del fattore lavoro e del capitale e infine la politica fiscale.

### **L'omogeneità nelle preferenze**

Quando un gruppo di paesi decide di abbandonare le proprie valute nazionali per formare un'unione monetaria generalmente persegue un obiettivo comune. A quasi venti anni dalla creazione dell'UEM, i paesi membri dell'Eurozona sembrano lontani dal supportare l'idea di una completa integrazione europea.

Ludwig (2012) sostiene che se ci si interroga sul futuro dell'UEM questo è anche per colpa di processi decisionali inefficaci nell'area euro. Inoltre mentre la Germania vorrebbe promuovere l'integrazione economica attraverso la trasformazione dell'Eurozona in una vera unione fiscale i paesi periferici, vorrebbero unificare i debiti dei paesi europei e vorrebbero garantirli tramite l'emissione di eurobonds. Questi differenti approcci sono il risultato dei molteplici effetti che la crisi del 2008 ha determinato nei vari paesi membri dell'UEM e delle differenti visioni riguardo la politica fiscale. L'identificazione europea appare dunque limitata e le preferenze dei leader europei non coincidono, tutto questo comporta che il processo decisionale resta decentralizzato, limitando così la capacità dell'UEM di agire (Jager e Hafner, 2013).

### **La mobilità del lavoro e del capitale**

Il mercato del lavoro europeo è uno dei mercati più rigidi a livello globale specialmente se confrontato con quello americano. Questa rigidità può essere attribuita alle frizioni esistenti nel mercato del lavoro europeo e alla bassa mobilità del fattore lavoro. Nella *Figura 10* viene riportato il tasso di crescita della migrazione nell'Unione Europea e negli Stati Uniti. Come si può notare, i cittadini europei sembrano essere meno disposti a muoversi rispetto ai cittadini statunitensi, più di 16 americani su 1000 sono emigrati nel 2010 da una regione all'altra degli USA nello stesso periodo meno di 4 su 1000 europei si sono trasferiti all'interno dell'Eurozona. Tutto questo comporta che gli shock asimmetrici possono portare a un aumento dei tassi di disoccupazione nei paesi europei in quanto la mobilità del lavoro, che servirebbe a mitigare gli effetti negativi degli shock asimmetrici, è limitata (Jager e Hafner, 2013).

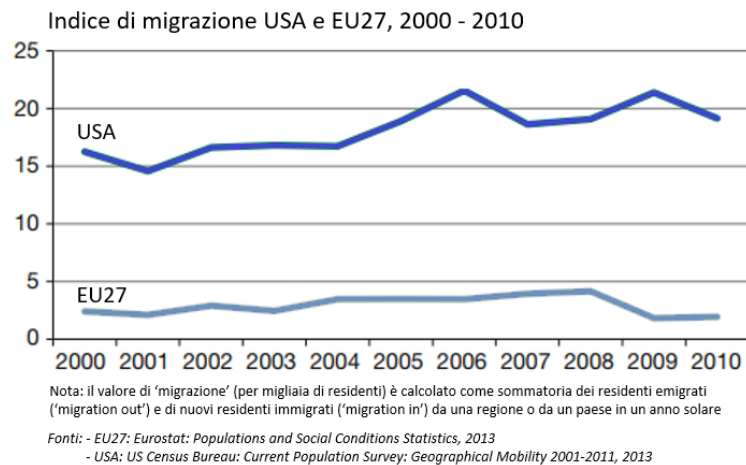


Figura 10: Tasso di crescita della migrazione nell'UE27 e negli USA 2000-2010

Uno dei maggiori vantaggi dell'ingresso nell'UEM è la maggiore integrazione e raggruppamento dei mercati finanziari. Lane (2006) ha misurato la parte di investimenti di portafoglio internazionale dei paesi dell'UEM destinati ai partner dell'Eurozona e ha notato che questa percentuale è notevolmente aumentata tra il 1997 e il 2003.

Inoltre Barr, Breedon e Miles (2003) hanno constatato che l'euro ha potenziato gli Investimenti Diretti Esteri (IDE) tra i paesi membri dell'Eurozona dal momento che una maggiore quota degli IDE europei è stata destinata ai paesi membri dell'UEM anziché ai paesi europei che non utilizzano l'Euro.

Infine Marinheiro (2003) sostiene che, sebbene l'integrazione dei mercati dei capitali si sia verificata tanto negli Stati Uniti quanto nell'UEM, i flussi di capitali negli Stati Uniti permettono di compensare maggiori effetti negativi derivanti dagli shock economici rispetto a quelli dell'Eurozona. Marinheiro ha stimato che il mercato dei capitali americano sia in grado di redistribuire quasi il 48% degli shock asimmetrici che si verificano a livello di singolo stato mentre stima che il mercato dei capitali europeo sia in grado di redistribuire solamente il 15% degli shock asimmetrici.

### Politica fiscale

In un'unione monetaria un sistema che permette il trasferimento di flussi finanziari all'interno della stessa area valutaria è una caratteristica importante in quanto aiuta a ristabilire l'equilibrio economico di fronte a shock asimmetrici. Mentre gli USA hanno una lunga tradizione di federalismo fiscale un sistema simile non esiste ancora nell'UEM (Jager e Hafner, 2013).

Secondo De Grauwe e Foresti (2016) in presenza di shock asimmetrici, regole fiscali rigide sono incompatibili con l'integrazione finanziaria e la stabilità, ovvero sembra esserci un *trade-off* tra regolamentazione fiscale, integrazione e stabilità finanziaria. Inoltre se il *trade-off* è

vincolante, l'applicazione di regole fiscali più stringenti determina una riduzione della stabilità finanziaria e/o una riduzione dell'integrazione finanziaria. Per identificare questo *trade-off*, De Grauwe e Foresti hanno costruito tre indici: l'indice di integrazione finanziaria (FI), l'indice di stabilità finanziaria (FS) e l'indice di regolamentazione fiscale (FR). Successivamente, gli autori hanno considerato una regressione lineare, in cui hanno inserito le tre variabili menzionate, e hanno stimato i coefficienti della regressione. I risultati ottenuti sono riportati nella Tabella 2. La sezione (A) della Tabella 2 fa riferimento a tutti i paesi appartenenti all'Eurozona, come si può osservare tutti i coefficienti sono positivi e statisticamente significativi questo suggerisce che il *trade-off* è vincolante e per questo motivo, i paesi membri dell'UEM non possono raggiungere pienamente la libera circolazione dei capitali e la stabilità finanziaria sotto il vincolo di regole fiscali stringenti. Per determinare il peso che i *policy makers* attribuiscono a ogni obiettivo, ovvero integrazione finanziaria, stabilità finanziaria e regole fiscali, De Grauwe e Foresti hanno moltiplicato i coefficienti stimati con la media dei valori delle variabili e se l'approssimazione lineare è sufficientemente adeguata, la somma dei pesi dovrebbe avvicinarsi al valore 1. Quello che si può osservare nella sezione (A) è che l'obiettivo primario per i paesi dell'Eurozona è il rispetto delle regole fiscali (0,829) mentre la stabilità e l'integrazione finanziaria hanno un peso molto più basso (0,121 e 0,019).

Nelle sezioni (B) e (C) De Grauwe e Foresti hanno effettuato una suddivisione temporale ovvero nella sezione (B) vi sono tutti i paesi dell'Eurozona nel periodo compreso tra l'inizio del 1999 e il primo semestre del 2008 mentre nella sezione (C) tutti i paesi dell'Eurozona nel periodo compreso tra il secondo semestre del 2008 e la fine del 2012. I risultati ottenuti nelle sezioni (B) e (C) mostrano che il *trade-off* è presente e vincolante solamente durante il periodo della crisi economica del 2008 (sezione (C)) questo suggerisce che prima della crisi economica era possibile imporre la libera circolazione dei capitali e le regole fiscali senza compromettere la stabilità finanziaria. Si può concludere che durante la crisi l'uso di regole fiscali stringenti e vincolanti, che hanno ridotto la capacità dei governi nazionali di affrontare gli shock asimmetrici, divenne incompatibile con la mobilità di capitali e/o la stabilità finanziaria. Da notare comunque che dopo l'inizio della crisi il peso assegnato alla stabilità finanziaria è più che raddoppiato (0,281) mentre quello delle regole fiscali è diminuito a (0,575) quindi i paesi dell'Eurozona sono stati costretti a ridurre il peso del coordinamento fiscale per mantenere la stabilità finanziaria in quanto il *trade-off* iniziò a essere vincolante.

Le sezioni B e C vengono poi ulteriormente scomposte considerando i paesi centrali dell'UEM, sezioni (D) e (E), e i paesi periferici dell'UEM, sezioni (F) e (G).<sup>8</sup> Quello che si può osservare

---

<sup>8</sup> I paesi centrali sono: Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania e Olanda, mentre i paesi periferici sono: Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna.

è che anche in entrambi i gruppi di paesi, il *trade-off* è presente e vincolante solamente durante il periodo di crisi economica inoltre il peso assegnato alla stabilità finanziaria, durante la crisi, è maggiore nei paesi centrali mentre il peso dell'integrazione finanziaria, durante la crisi, è più alto nei paesi periferici. Le regole fiscali mantengono invece un peso simile in entrambi i gruppi di paesi durante la crisi.

Dai risultati ottenuti De Grauwe e Foresti ipotizzano che all'interno dell'UEM si siano verificati due periodi differenti. Durante il periodo 1999-2008, ossia quando vi era fiducia nella stabilità dell'Eurozona, vi era la necessità di una ridotta flessibilità delle politiche fiscali per affrontare gli shock asimmetrici e i flussi dei capitali avevano il compito di stabilizzare l'economia dell'Eurozona. Quando invece, durante la crisi economica, era diminuita la fiducia sul fatto che l'Eurozona fosse un'area valutaria ottimale, i mercati finanziari non credevano più sulla sua sostenibilità, facendo diventare così il trade-off stringente. In questo regime i flussi di capitali smisero di essere una fonte di stabilità e per questo motivo la politica fiscale venne utilizzata come strumento di stabilizzazione.

Quando le regole fiscali impediscono ai governi nazionali di utilizzare le politiche fiscali in modo flessibile, la stabilità e l'integrazione finanziaria non possono essere garantite. Per questo motivo secondo De Grauwe e Foresti le regole fiscali introdotte nell'Eurozona dopo la crisi del 2008 ridussero la capacità dei governi nazionali di affrontare gli shock asimmetrici e resero i paesi dell'Eurozona più vulnerabili all'instabilità finanziaria.

Tabella 2: Risultati stimati delle variabili FR, FS e FI

	Coefficienti	Media	Pesi attribuiti	$\sum$ dei pesi ( $R^2$ )
(A) Tutti i paesi				
FR	1.109 *** (0.021)	0.748	0.829	0.969
FS	0.393 *** (0.039)	0.307	0.121	
FI	0.049 * (0.026)	0.385	0.019	
(B) Tutti i paesi (99:Q1-08:Q2)				
FR	1.279 *** (0.014)			0.991
FS	-0.002 (0.031)			
FI	-0.036 ** (0.017)			
(C) Tutti i paesi (08:Q3-12:Q4)				
FR	0.861 *** (0.052)	0.668	0.575	0.945
FS	0.771 *** (0.081)	0.365	0.281	
FI	0.255 *** (0.063)	0.349	0.089	
(D) Paesi Centrali (99:Q1-08:Q2)				
FR	1.236 *** (0.013)			0.996
FS	-0.014 (0.024)			
FI	-0.016 (0.015)			

	Coefficienti	Media	Pesi attribuiti	$\sum$ dei pesi ( $R^2$ )
(E) Paesi Centrali (08:Q3-12:Q4)				
FR	0.768 *** (0.075)	0.706	0.542	0.959
FS	0.904 *** (0.108)	0.381	0.344	
FI	0.215 *** (0.079)	0.339	0.073	
(F) Paesi Periferici (99:Q1-08:Q2)				
FR	1.312 *** (0.024)			0.988
FS	0.081 (0.065)			
FI	-0.051 (0.032)			
(G) Paesi Periferici (08:Q3-12:Q4)				
FR	0.953 *** (0.079)	0.619	0.589	0.933
FS	0.626 *** (0.133)	0.348	0.218	
FI	0.346 *** (0.111)	0.363	0.126	

I valori riportati tra parentesi corrispondono agli Standard Error dei coefficienti stimati.

\*  $p < 0.1$

\*\*  $p < 0.05$

\*\*\*  $p < 0.01$

Q1, Q2, Q3, Q4 sono rispettivamente primo, secondo, terzo, quarto trimestre.

Dopo aver valutato tutti questi fattori, Jager e Hafner (2013) ritengono che l'UEM attualmente non sia un'area valutaria ottimale in quanto molte difficoltà devono essere ancora affrontate. Ad esempio, i paesi membri differiscono in termini di performance economica e di struttura e questo determina importanti inefficienze, inoltre l'Euro ha portato a una maggiore specializzazione industriale che ha aumentato la vulnerabilità agli shock asimmetrici dei paesi dell'Eurozona. La capacità dell'UEM di agire, ad esempio attraverso la politica monetaria, è limitata in quanto gli orientamenti dei singoli paesi sulla scelta del processo decisionale e sulla gestione della crisi differiscono in modo evidente. Gli strumenti alternativi di compensazione degli shock asimmetrici, quali ad esempio la mobilità del fattore lavoro e la flessibilità delle

regole di politica fiscale, sono carenti e tutto questo riflette le difficoltà dell'UEM nel rispondere adeguatamente per tutti i suoi paesi membri agli shock asimmetrici. Sebbene siano state intraprese delle misure per rafforzare l'armonizzazione fiscale ed economica a livello comunitario, le disuguaglianze nell'area euro restano tuttora rilevanti e le regole di mercato non risultano ancora sufficientemente allineate. Quindi, come affermato da Krugman e Obstfeld (2009), l'Eurozona è "una combinazione tra rapide migrazioni di capitali e limitata migrazione del fattore lavoro" piuttosto che un'unione valutaria ben integrata economicamente.

### **Come si stanno muovendo le istituzioni europee**

Il 22 giugno 2015 il presidente della commissione europea Juncker in stretta collaborazione con Tusk, Dijsselbloem, Draghi e Schulz ha redatto una relazione riguardante il completamento dell'Unione Economica e Monetaria dell'Unione Europea. In questa relazione l'UEM attuale viene paragonata "una casa costruita nel corso di decenni ma solo parzialmente completata, di cui si sono dovuti stabilizzare in fretta e furia pareti e tetto quando è scoppiata la tempesta" e proprio per questo motivo l'obiettivo è quello di completare l'UEM al fine di trasformare l'Eurozona in un'area prospera basata sulla crescita economica equilibrata, sulla stabilità dei prezzi e in un mercato competitivo che punta alla piena occupazione e al progresso sociale. Infatti, l'Euro, non è una semplice moneta, bensì è un progetto economico e politico in quanto tutti i membri dell'UEM hanno abbandonato le proprie valute nazionali per condividere la sovranità monetaria con gli altri paesi membri dell'Eurozona. Da tutto ciò i paesi dell'UEM ottengono come beneficio il fatto di utilizzare una moneta stabile e credibile e di essere all'interno di un mercato unico, vasto, competitivo e potente. Tuttavia affinché questi benefici si concretizzino, i paesi membri dell'Eurozona devono essere capaci di prevenire le crisi in modo più efficace e questo grazie a una politica nazionale ed europea di maggior qualità, a politiche economiche e di bilancio più sostenibili e a una pubblica amministrazione più efficiente e meno corrotta, inoltre ogni singolo paese deve essere in grado di affrontare gli shock asimmetrici più efficacemente.

Esistono ancora importanti divergenze tra i paesi dell'Eurozona, in particolare tra quelli periferici e quelli centrali, basti pensare ad esempio che mentre la disoccupazione in alcuni paesi è ai minimi storici, in altri paesi è a livelli altissimi. Queste differenze presenti all'interno dell'UEM sono fattori di debolezza per l'intera Eurozona e per questo motivo bisogna far sì che i paesi periferici convergano verso i livelli di convergenza dei paesi centrali, in quanto il

successo completo dell'UEM si realizzerà solamente con il successo di tutti i paesi membri.<sup>9</sup> Secondo Juncker l'Europa per migliorarsi deve aspirare a un'unione economica autentica che permetta a tutte le economie dei paesi membri dell'Eurozona di prosperare all'interno dell'UEM, aspirare a un'unione finanziaria che assicuri l'integrità della valuta euro in tutti paesi dell'Eurozona e questo portando a termine l'unione bancaria e velocizzando l'unione dei mercati dei capitali. Inoltre deve aspirare a un'unione di bilancio che assicuri sostenibilità e stabilizzazione dei differenti bilanci dei paesi dell'Eurozona e infine deve aspirare a una vera unione politica attraverso un vero e proprio controllo democratico dei paesi membri e attraverso un rafforzamento delle istituzioni europee.

### **Unione economica: convergenza, prosperità e coesione sociale**

Secondo la relazione, l'unione economica dovrà perseguire obiettivi di convergenza, crescita e occupazione e inoltre dovrà poggiare su quattro pilastri che formeranno la futura unione:

- introduzione di un sistema di autorità per la competitività della zona euro;
- rafforzamento delle procedure attuate dall'Unione Europea e dai singoli paesi per evitare e contrastare gli shock asimmetrici;
- maggior impegno rivolto all'aumento dell'occupazione e delle performance sociali;
- maggior allineamento delle politiche economiche all'interno di un semestre europeo rinnovato.

Nel breve periodo i paesi dell'Eurozona dovranno effettuare le azioni correttive attraverso delle iniziative concrete e in linea con il metodo comunitario, mentre nel medio periodo il percorso di convergenza degli stati dovrà essere più vincolante con l'adozione ad esempio di standard comunitari definiti dall'Unione Europea.

Per quanto riguarda il primo pilastro, ciascuno stato membro dovrà formare un organismo nazionale che avrà il compito di controllare le politiche e i risultati ottenuti nell'ambito della competitività. Questo organismo permetterà di prevenire le divergenze economiche e di accrescere la validità delle riforme effettuate dai paesi dell'Eurozona. Inoltre queste autorità per la competitività dovrebbero essere organismi indipendenti con il compito di valutare se l'evoluzione delle retribuzioni sia in linea con quella della produttività e confrontare l'evoluzione interna con quella degli altri paesi dell'Eurozona.

La procedura per gli squilibri macroeconomici è uno strumento utilizzato per prevenire e correggere gli squilibri prima che essi diventino incontrollabili. Questo meccanismo è diventato

---

<sup>9</sup> L'Unione Europea sta utilizzando le politiche regionali, come ad esempio il progetto "Europa 2020", per raggiungere gli obiettivi di crescita economica e di convergenza regionale i quali sono inseriti all'interno di un più ampio obiettivo generale ovvero la coesione sociale.



di fondamentale importanza per l'Unione Europea e per sfruttare tutto il suo potenziale sarebbe necessario intervenire su due fronti:

1. La procedura non dovrebbe essere utilizzata solo per l'individuazione degli squilibri ma bensì anche per implementare le riforme strutturali.
2. La procedura dovrebbe inoltre individuare meglio gli squilibri dell'Eurozona e non solo quelli di ogni singolo paese.

Il terzo pilastro si concretizza con l'impegno dei paesi membri dell'Eurozona alla creazione di posti di lavoro per le persone di tutte le età, l'identificazione del giusto equilibrio tra flessione del lavoro e il cosiddetto lavoro sicuro, l'alleggerimento del carico fiscale sul lavoro, offrire misure di sostegno per i disoccupati al fine di reinserirli nel mondo del lavoro e migliorare la qualità dell'istruzione.

Infine il semestre europeo ha contribuito a migliorare e rafforzare il coordinamento delle politiche economiche. Il semestre europeo tuttavia deve consentire all'Unione Europea di fissare le sue priorità e di riuscire a realizzarle e proprio per questo motivo sono state previste delle semplificazioni per implementare le sue funzionalità, come ad esempio la riduzione del numero di documenti e un aumento del dialogo con le autorità nazionali.

#### **Unione finanziaria: finanze integrate per un'economia integrata**

L'unione finanziaria deve essere l'obiettivo primario dei *policy makers* dato che in un'unione monetaria essa deve essere completamente unificata altrimenti ci sarà il rischio che i benefici derivanti dalle decisioni di politica monetaria non raggiungeranno in modo uniforme tutti i paesi dell'Eurozona. Inoltre un sistema bancario unico è lo specchio della moneta unica in quanto dato che il denaro è prevalentemente costituito da depositi bancari, la moneta può essere unica solamente se la fiducia sulla sicurezza dei depositi bancari è la stessa in tutti i paesi dell'Eurozona. L'obiettivo quindi è quello di costituire sistemi unici per la garanzia dei depositi, per la vigilanza bancaria e per la risoluzione delle possibili crisi bancarie.

#### **Unione di bilancio: un quadro comune per politiche di bilancio solide e integrate**

In un'unione monetaria, le politiche di bilancio hanno un ruolo molto importante poiché, quando paesi dell'Eurozona applicano politiche di bilancio insostenibili, non si corre solamente il rischio di contagiare gli altri stati membri ma si rischia di comprometterne anche la loro stabilità finanziaria. Nel breve periodo è prevista la formazione di un comitato consultivo europeo per le finanze pubbliche che avrà l'obiettivo di valutare indipendentemente le performance dei bilanci dei paesi dell'Eurozona e di coordinare i consigli nazionali per le finanze pubbliche. Nel medio periodo invece si procederà alla costituzione di una funzione comune di stabilizzazione macroeconomica al fine di permettere un migliore assorbimento

degli shock asimmetrici che difficilmente potrebbero essere gestiti in modo efficace a livello di singolo paese.

### **Controllo democratico, legittimità e rafforzamento istituzionale**

Aumenti di integrazione e di responsabilità all'interno dell'Eurozona dovrebbero andare di pari passo con l'aumento del controllo democratico, della legittimità e del rafforzamento istituzionale. Questa è la chiave per il successo dell'Eurozona e per questo motivo dovrebbe esserci una maggiore trasparenza su chi prende le decisioni all'interno dell'Unione Europea, inoltre dovrebbe esserci una maggiore fiducia tra i paesi membri allo scopo di riuscire a compiere azioni collettive di più ampia portata. Inoltre Junker sottolinea che è arrivato il momento che l'Unione Europea venga riconosciuta come un'unica entità da parte delle istituzioni finanziarie internazionali.

## BIBLIOGRAFIA

1. Baldwin, R., 2006, "In or out: does it matter? An evidence-based analysis of the euro's trade effects", Centre for Economic Policy Research, London.
2. Barr, D., Breedon, F., D. Miles, D., 2003, "Life on the Outside: Economic Conditions and Prospects outside Euroland", in: *Economic Policy*, Vol. 18, no. 37, p. 573-613.
3. Busch, B., Grömling, M., Matthes, J., 2011, "Ungleichgewichte in der Eurozone, Ursachenanalyse und wirtschaftspolitische Empfehlungen", Köln, Institut der Deutschen Wirtschaft.
4. Cainelli, G., Ganau, R., 2017, *Corso di Politiche ed Istituzioni Internazionali*, Università degli Studi di Padova.
5. Cesarano, F., 2006. "The origins of the theory of optimum currency areas", *History of Political Economy* 38 (4), p.711–731.
6. Chari, V.V., DAVIS A., Kehoe P.J., 2015. "Rethinking optimal currency areas", Federal Reserve Bank of Minneapolis, Research Department Staff Report New.
7. Corden, M., 1972. "Monetary Integration", *Essays in International Finance*, Princeton, NJ: Princeton University Press.
8. De Grauwe, P., 1998. "Economia dell'integrazione monetaria", 3° ed. Bologna: Il Mulino.
9. De Grauwe, P., 2001. "Economia dell'unione monetaria", 4° ed. Bologna: Il Mulino.
10. De Grauwe, P., 2012. "The governance of a fragile Eurozone", *Australian Economic Review*, Vol. 45 (3).
11. De Grauwe, P., 2013. "Economia dell'Unione Monetaria", 9° ed. Bologna: Il Mulino.
12. De Grauwe, P., Foresti, P., 2016, "Fiscal rules, financial stability and optimal currency areas", *Economics Letters*, Elsevier, vol. 145(C), p. 278-281.
13. Della Posta, P., 2003. "Vecchie e nuove teorie delle aree monetarie ottimali", *Discussion Papers del Dipartimento di Scienze Economiche – Università di Pisa*, n. 5.
14. Dellas, H., Tavlas, G., 2009. "An optimum-currency-area odyssey", *Journal of International Money and Finance* 28, p. 1117–1137.
15. Fleming, J.M., 1971. "On Exchange Rate Unification", *Economic Journal*, vol. 81, p. 467-488.
16. Frankel, J.A., Rose, A.K., 1996. "The endogeneity of the optimum currency area criteria" NBER Working Paper 5700 National Bureau of Economic Research 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138.
17. Friedman, M., February 22, 1952b. Personal correspondence with Lionel Robbins.
18. Friedman, M., 1953a. "Living with the Dollar", *The Economist* 166, p.16.
19. Friedman, M., 1953b. "The case for flexible exchange rates". In: Friedman, Milton (Ed.), *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago, p. 157–203.
20. Horvath, R., Komarek, L., 2002. "Optimum Currency Area Theory: An Approach for Thinking About Monetary Integration", *Warwick Economic Research Papers*, no. 647.
21. Ingram, J.C., 1969. "Comment: the Currency Area Problem", in Mundell, R. e A. Swoboda (eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press.
22. Ingram, J.C., 1973. "The case for European Monetary Integration", *Essays in International Finance*, 98, Princeton, NJ: Princeton University Press.
23. Ishiyama, Y., 1975. "The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey", *International Monetary Fund Staff Papers*, vol. 22, p. 344-383.

24. Jager, J., Hafner, K.A., 2013 “The Optimum Currency Area Theory and the EMU”, *Intereconomics*, Volume 48, Issue 5, p. 315–322.
25. Juncker J.C., Tusk D., Dijsselbloem, J., Draghi M., Schulz M., 2015, “Completare l’unione economica e monetaria dell’Europa”.
26. Kenen, P.B., 1969. “The Theory of Optimum Currency Areas: an Eclectic View”, in *Monetary Problems of the International Economy*, R.A. Mundell e A.K. Swoboda (eds.), University of Chicago Press.
27. Krugman, P.R., Obstfeld, M., 2009, “International economics. Theory and policy”, 8° ed. Boston, Pearson Addison-Wesley, p.587.
28. Lane, P.R., 2006, “The Real Effects of European Monetary Union”, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 20, no. 4, p. 47-66.
29. Ludwig, T., 2012, “Wir haben keine Zeit zu verlieren”, *Handelsblatt*, No. 217, 2012, p. 8.
30. Marinheiro, C.F., 2003, “Output Smoothing in EMU and OECD: Can We Forego Government Contribution? A Risk Sharing Approach”, CESifo Working Paper, no. 1051.
31. McKinnon, R.I., 1963. “Optimum currency areas”, *American Economic Review* 53, p.717–725.
32. Mongelli, F.P., 2002, “New Views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling us?”, *European Central Bank Working Paper Series*, no. 138, p. 7-25.
33. Mundell, R.A., 1961.” A theory of optimum currency areas”,. *American Economic Review* 53, p.657–665.
34. Persson, K., 2011, “Endogeneity and Specialization Theories of Optimal Currency Areas: A Comparative European Study”, Lambert Academic Publishing.
35. Robbins, L., February 5, 1952. Personal correspondence with Milton Friedman.
36. Rose, A.K., van Wincoop, E., 2001, “National Money as a Barrier to International Trade: The Real Case for Currency Union”, *American Economic Review*, Vol. 91, no. 2, p. 386-390.
37. Tavlas, G.S., 1993. “The ‘New’ Theory of Optimum Currency Areas”, *The World Economy*, vol. 16, p. 663-685.