



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI "M.FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA E MANAGEMENT

PROVA FINALE

**"LA TEORIA DELLE AREE VALUTARIE OTTIMALI:
LE DIFFICOLTA' DELL'EURO E PROSPETTIVE FUTURE"**

**"THE THEORY OF OPTIMAL CURRENCY AREAS:
EURO'S DIFFICULTIES AND FUTURE PROSPECTS"**

RELATORE: Prof. BRUNO MARIA PARIGI

LAUREANDO: CARLO BENATO

MATRICOLA N. 1043371

ANNO ACCADEMICO 2014 – 2015

INDICE

Introduzione

I La teoria delle Aree Valutarie Ottimali

Le origini: Friedman, Mundell, McKinnon e Kenen

Nuovi sviluppi – Teoria della credibilità

Limiti della teoria AVO

II Analisi costi – benefici

I costi di una valuta comune

I benefici di un'area monetaria

Un confronto

III L'Area Euro

.I L'Eurozona è un'area valutaria ottimale?

Intensità commercio intra-europeo

Mobilità del lavoro

Shock macroeconomici asimmetrici

Federalismo fiscale

Fattori che incidono sull'offerta

La teoria AVO come spiegazione della crisi odierna

.II Possibili scenari futuri: come completare l'Unione Monetaria Europea

Verso l'Unione Bancaria: i primi passi per una maggiore integrazione

Risultati già conseguiti:

a. Accordo sul Meccanismo di vigilanza unico

b. Risultati delle prove di stress

c. Meccanismo di risoluzione unico

d. Quarta direttiva e regolamento sui requisiti patrimoniali

In quale direzione si stanno muovendo le istituzioni europee?

Verso un'Unione economica di convergenza, crescita e occupazione

Verso l'Unione finanziaria

Verso l'Unione di bilancio

Rafforzare il controllo democratico, la legittimità e le istituzioni

Conclusione

Appendice A:

Grexit

Il formarsi della crisi

Il referendum e il nuovo accordo

Introduzione

La creazione dell'euro ha rappresentato un'enorme passo in avanti nel progetto europeo, dove l'integrazione economica è stata utilizzata per favorire quella politica. L'adozione di una valuta comune, sotto forma di denaro contante nel Gennaio 2002, ha unito ancora più strettamente l'Unione e ha segnato l'inizio di un processo di armonizzazione e rinnovamento sia delle istituzioni interne sia degli organi europei.

Tuttavia la recente crisi economica e gli ultimi avvenimenti politici hanno messo in discussione la sostenibilità e il buon funzionamento dell'utilizzo della moneta unica. Difatti a causa di diversi livelli di competitività, la crisi ha generato effetti contrastanti fra gli Stati membri, tanto nel settore finanziario quanto su quello reale. Le attuali difficoltà che affliggono l'Eurozona hanno inoltre messo in dubbio l'effettiva capacità del sistema Euro di mantenere unite economie tanto dissimili.

Il seguente elaborato quindi si pone l'obiettivo di analizzare queste difficoltà seguendo un preciso assetto fornito dalla teoria delle aree valutarie ottimali (AVO), nata negli anni Sessanta del secolo scorso grazie al lavoro di Milton Friedman (1953).

Nel primo capitolo si presenteranno i principi cardine e l'evoluzione della teoria a partire dalle sue origini fino agli ultimi contributi di questi anni. In particolare nella prima parte si studieranno le condizioni che permettono di definire ottimale un'area valutaria, mentre nella seconda ci si concentrerà sugli ultimi sviluppi e sul fatto che l'obiettivo ultimo si sia in parte modificato. Mentre agli albori della teoria ci si è concentrati sull'analisi dell'abilità dei vari Stati di garantire stabilità al sistema economico, nell'ultimo ventennio, pur non tralasciando questo fondamentale aspetto, l'obiettivo primario è divenuto quello di mantenere sotto controllo il tasso di inflazione.

Nel secondo capitolo si fornirà un'analisi costi-benefici con lo scopo di determinare quando risulta conveniente per un paese condividere una stessa moneta con altre nazioni con la conseguente perdita di discrezionalità nell'uso della politica monetaria.

Infine nel terzo capitolo si studierà la situazione dell'Eurozona. Dapprima si risponderà al quesito sull'ottimalità dell'Unione Economica e Monetaria Europea (UEM) seguendo le condizioni esposte dalla teoria AVO; successivamente ci si chiederà se la teoria può aiutare a fornire una valida spiegazione per la crisi odierna.

Si concluderà il lavoro con l'esposizione di possibili scenari futuri e con la presentazione delle linee guide per completare l'integrazione politica ed economica dell'UEM proposte proprio nel mese di Giugno 2015 dai presidenti delle principali istituzioni europee.

Capitolo 1. La teoria delle Aree Valutarie Ottimali

Le origini: Friedman, Mundell, McKinnon e Kenen

La nascita della teoria delle aree valutarie ottimali (teoria AVO) è da attribuirsi al lavoro di Milton Friedman (1953), considerato il fondatore della dottrina monetarista, che conferisce particolare rilievo al controllo dell'offerta di moneta come mezzo sia per arginare i processi inflazionistici sia per assicurare un contesto di stabilità. Secondo la sua visione la possibilità di disporre di una politica monetaria indipendente faciliterebbe lo sviluppo dell'economia più efficacemente di ogni altra forma di intervento.

Il modello macroeconomico alla base di tale teoria è definito "keynesian-monetarista" e presuppone l'esistenza di rigidità nominali: alcune variabili nominali, come prezzi e salari, non sono in grado di aggiustarsi in breve tempo a shock esterni o a variazioni di domanda e/o offerta.

Per tale motivo, nel caso di un cambiamento dei fondamentali del sistema economico (variazioni di produttività o modificazioni della domanda di un bene), non avvengono immediatamente quelle variazioni dei prezzi relativi necessarie ad ottenere una nuova allocazione efficiente delle risorse.

In particolare Friedman argomenta come in un mondo caratterizzato dalla vischiosità dei prezzi e dei salari sia preferibile un regime di cambi flessibili, poiché attraverso l'aggiustamento dei tassi di cambio è possibile realizzare contemporaneamente gli obiettivi di equilibrio interno (piena occupazione, stabilità dei prezzi, etc..) e di equilibrio esterno (pareggio della bilancia dei pagamenti con l'estero).

Si consideri un'economia dove i prezzi dei beni vengano fissati prima che sia reso noto il valore di determinate variabili, quale ad esempio la produttività delle imprese.

Ora, nel caso l'economia venga colpita da uno shock aggregato, per esempio uno shock alla produttività totale dei fattori, tali prezzi rimarranno invariati. In tal caso non sarà possibile ottenere un'allocazione efficiente delle risorse se si è parte di un'unione monetaria, cioè se alcune nazioni decidessero di adottare sia una moneta comune sia forme più o meno intense di coordinamento delle proprie politiche economiche e fiscali.

Per essere più precisi ipotizziamo che uno shock positivo colpisca la nostra economia; in tale situazione la quantità venduta complessivamente dagli operatori sarà inferiore a quella ottimale poiché il prezzo fissato a priori risulterà maggiore di quello che avrebbero potuto fissare ex-post internalizzando nella decisione di prezzo la loro maggiore produttività. Al contrario, con cambi flessibili si sarebbe potuto assistere ad una variazione automatica del tasso di cambio, il mercato quindi avrebbe risposto a questa nuova informazione attuando una modifica dei prezzi relativi dei produttori nazionali rispetto a quelli stranieri, garantendo un'allocazione più efficiente¹.

Ricordiamo che quando nacque la teoria AVO negli anni Sessanta erano in vigore a livello internazionale gli accordi di Bretton Woods, con cui fu stabilito nel 1944 un regime di cambio fisso di tipo gold exchange standard, in cui soltanto il dollaro era convertibile in oro tramite un ancoraggio fisso, mentre tutte le restanti monete nazionali potevano unicamente essere scambiate con la valuta statunitense. Questo scenario accese il dibattito sulla validità del regime di cambio flessibile o fisso ed è appunto da questo quadro politico che prende il via lo studio di Mundell (1961).

Egli si domandò quali requisiti dovessero essere soddisfatti affinché non fosse costoso per i potenziali membri di un'unione monetaria rinunciare alla gestione della politica monetaria e agli aggiustamenti dei tassi di cambio.

Nel dettaglio Mundell concentra la sua ricerca sulle condizioni in cui un'area valutaria sia in grado di sostenere uno shock asimmetrico, cioè una congiuntura economica temporanea che colpisca soltanto alcuni particolari settori produttivi o paesi di una regione.

In questo senso, Mundell stabilisce tre criteri per giudicare l'ottimalità di un'area valutaria:

- Mobilità dei fattori produttivi, il capitale e il lavoro;
- La flessibilità dei prezzi e dei salari;
- L'indipendenza dagli shock asimmetrici, per cui, in riferimento a un gruppo di nazioni, se il loro ciclo economico risulta molto correlato allora non vi sarà particolare necessità di indurre variazioni nei prezzi relativi e un'unione monetaria può essere preferibile riducendo notevolmente i costi di transazione.

Per illustrare tale teoria facciamo un esempio, consideriamo due paesi, Spagna e Germania, aderenti ad un'unione monetaria e supponiamo che si verifichi uno spostamento della

¹ Tale effetto richiede che sia valida la legge del prezzo unico.

domanda in un particolare settore: ipotizziamo che vi sia una modifica delle preferenze dei consumatori spagnoli per cui ora vi sia una maggiore domanda di prodotti tedeschi rispetto a quelli nazionali.

Questa causerà un'espansione della domanda in Germania creando pressione inflazionistica mediante il rialzo dei prezzi, un aumento della produzione e della domanda di lavoro interna e grazie all'incremento delle esportazione si avrà anche un surplus della bilancia dei pagamenti; mentre la Spagna entrerà in una fase di recessione in quanto la domanda interna si ridurrà, vi sarà una minore produzione e questo comporterà una riduzione dei prezzi e una maggiore disoccupazione.

Ora, come sostenuto da Friedman, in un sistema di cambi flessibile si sarebbe assistito ad un aggiustamento automatico dei tassi di cambio in modo tale da riequilibrare le curve di domanda e offerta aggregata e questo meccanismo avrebbe fatto sì che la valuta spagnola si svalutasse, facendo riacquistare competitività al paese e riportando i consumatori alle precedenti preferenze.

Ma nel caso di un'unione monetaria tutto ciò non è possibile e quindi si potrà agire solamente su altri fattori quali la flessibilità dei salari e dei prezzi o la mobilità dei capitali.

Ad esempio, se il mercato del lavoro fosse flessibile, nel senso che i salari reali si riducono, i prodotti spagnoli potrebbero recuperare competitività in modo tale da ristabilire l'equilibrio commerciale tra i due paesi grazie alla maggiore domanda interna. Allo stesso tempo in Germania si otterrebbe un aumento dei salari, con una traslazione verso l'alto della curva di offerta e una riduzione della domanda interna. Un meccanismo analogo è valido nel caso vi sia flessibilità nei prezzi.

Risulta evidente che affinché tale azione regolatrice possa essere attuata le economie dei due paesi in questione debbano essere strettamente integrate tra di loro, in modo che una piccola variazione dei prezzi relativi nel primo paese comporti aumenti/riduzioni non trascurabili nella domanda del secondo paese.

In mancanza di tale flessibilità, ai policymakers del paese in recessione non resterà che allentare le condizioni monetarie al fine di sostenere l'economia.

In alternativa a questa opzione, Mundell sostiene anche che un'elevata mobilità del lavoro sia in grado di assorbire gli effetti di uno shock asimmetrico; se i lavoratori spagnoli privi di lavoro accettassero di spostarsi fisicamente in Germania dove c'è un eccesso di domanda di lavoro, non ci sarebbe più la necessità di far diminuire i salari in Spagna e in tal modo si

risolverebbe sia il problema della disoccupazione in Spagna sia quello della pressione inflazionistica in Germania.

Riassumendo quindi possiamo affermare che se vi è rigidità nei prezzi e nei salari e se la mobilità del lavoro è limitata, i paesi appartenenti a un'unione monetaria incontreranno maggiori difficoltà nell'affrontare shock asimmetrici rispetto a paesi che possiedono una loro valuta nazionale, dato che quest'ultimi potranno ricorrere a manovre di aggiustamento volontarie o automatiche dei tassi di cambio.

Un'ulteriore possibilità di aggiustamento automatico è rappresentata dalla mobilità del capitale finanziario, che in linea generale permetterebbe un funzionamento efficiente del mercato del credito: in presenza di shock di segno opposto nei due paesi, la presenza di un mercato finanziario ben sviluppato al loro interno permetterebbe agli operatori in difficoltà di prendere a prestito fondi dagli operatori economici che non sono affetti dalla congiuntura negativa.

Vi è anche chi come Ingram (1969,1973) propone di utilizzare proprio il grado di integrazione finanziaria come criterio di definizione di un'area valutaria ottimale. Egli propose di utilizzare il differenziale delle strutture dei tassi di interesse dei titoli a lunga scadenza. Maggiore integrazione fra i paesi determinerà un minor bisogno dello strumento del tasso di cambio, poiché piccole variazioni dei tassi di interesse indurranno i necessari flussi di capitale necessari all'equilibrio delle bilance dei pagamenti.

Nel corso degli anni altri autori hanno contribuito ad aggiornare il modello originario focalizzando l'attenzione su ulteriori requisiti.

McKinnon (1963) enfatizza l'importanza della stabilità dei prezzi interni e del grado di apertura, definito come il rapporto tra i beni commerciabili e non commerciabili.

Considerando il prodotto di un'economia suddiviso tra beni tradabile e non-tradabile, è necessario valutare l'effetto di uno shock sui prezzi relativi di tali beni rispetto al livello dei prezzi dell'economia in generale. Assumendo un'economia con un rapporto fra queste due categorie elevato e in cui vige un sistema di cambio flessibile, l'indice dei prezzi tende a fluttuare maggiormente rispetto a quello di un'economia relativamente chiusa, facendo in tal modo perdere alla moneta le proprie funzioni di riserva di valore e unità di conto.

Volendo fornire un esempio, esaminiamo un'economia colpita da uno shock in termini di scambi e in cui vi sia stato un deprezzamento del tasso nominale, nel caso in cui le autorità volessero stabilizzare il livello dei prezzi allora il deprezzamento e il risultante aumento dei prezzi dei beni commerciabili richiederanno una contrazione della domanda che diminuisca il prezzo dei beni non commerciabili tanto maggiore quanto più aperta è l'economia. In un'economia relativamente aperta però, le variazioni del cambio nominale non sono legate ad effetti significativi sulla competitività in quanto producono modifiche dei salari e dei prezzi, causando quindi variazioni uguali nei costi.

Inoltre il timore di attacchi speculativi dovuti a queste fluttuazioni dei prezzi favorirebbe ulteriormente la scelta di tassi completamente fissi.

Un'ulteriore apporto significativo fu dato da Kenen (1969), che affermò che la probabilità che shock omogenei colpiscano paesi diversi è tanto maggiore quanto più simili sono le economie dei paesi, cioè quanto più sono diversificate al loro interno. Le economie altamente diversificate difatti possiedono una maggiore quantità di prodotti da esportare e quindi più facilmente saranno in grado di difendersi da potenziali shock che colpiscono solamente determinati settori.

Egli inoltre cita una fondamentale caratteristica per la formazione di un'area valutaria ottimale: l'integrazione fiscale, che permetterebbe di alleggerire gli shock asimmetrici tramite un trasferimento fiscale verso le regioni colpite. Successivamente nell'elaborato valuteremo questo aspetto più in dettaglio.

Con il lavoro di Kenen si può ritenere concluso il percorso letterario sui lavori di prima generazione della teoria delle aree valutarie ottimali.

Nuovi sviluppi – La teoria della credibilità

Domandandosi quali siano le caratteristiche necessarie affinché non sia costoso rinunciare alla politica monetaria, la teoria delle aree valutarie ottimali si concentra principalmente sui costi, piuttosto che sui benefici di un'unione monetaria.

Volendo seguire tale approccio, è possibile osservare facilmente che la rinuncia all'indipendenza non è costosa quando la discrezionalità della politica monetaria risulta inefficace o addirittura deleteria.

Partendo da questo presupposto, Tavlas (1993) introduce la teoria della credibilità, che seppur strettamente collegata alla teoria vista precedentemente assume una prospettiva differente: lo scopo primario è ora quello di prevenire l'inflazione e solo in secondo luogo quello di analizzare l'abilità delle autorità di raggiungere gli obiettivi di stabilità e smorzare le fluttuazioni del ciclo economico.

Tale orientamento implica innanzitutto la ricerca della stabilità dei prezzi nel medio periodo e successivamente l'eliminazione del rischio di "inflation-bias" della politica monetaria discrezionale, che nasce dagli incentivi a monetizzare il debito e dal tentativo di sovrastimolare l'economia.

Secondo tale teoria, è lo stato delle aspettative del settore privato che determina il tasso di inflazione di un dato paese. Queste aspettative si formano principalmente in base all'assetto istituzionale del paese.

Assumiamo che la banca centrale non goda di un'elevata reputazione anti-inflazionistica; in tale situazione il permanere della discrezionalità porterà soltanto a un aumento del tasso di inflazione a parità di produzione di pieno impiego.

Per meglio comprendere tale aspetto, dapprima sarà necessario chiarire perché la politica monetaria possa essere soggetta a problemi di credibilità. Tale tema fu inizialmente analizzato da Kydland e Prescott (1977), che introdussero il problema dell'incoerenza temporale.

Spieghiamo tale concetto illustrando un esempio sugli effetti dell'inflazione sul valore reale del debito emesso da un governo.

Ex-ante, è ideale per le autorità promettere tassi di inflazione molto bassi: l'inflazione comporta ben pochi benefici, al contrario ha notevoli costi dato che la futura svalutazione del debito per mezzo di essa viene controbilanciata da un più elevato tasso di interesse nominale richiesto dai creditori.

Ex-post invece, il governo avrà un gran incentivo a creare inflazione, una volta che il tasso nominale di interesse sia stato fissato, in modo tale da ridurre il costo di servizio del debito². Secondo Tavlas quindi, se il paese disponesse dell'indipendenza monetaria e non godesse di una buona credibilità anti-inflazionistica a seguito di manovre passate, il settore privato reagirebbe regolando le proprie aspettative considerando la possibile "surprise inflation", facendo perciò innalzare il tasso di interesse nominale.

Al contrario, se il paese fosse membro di un'unione monetaria, non avendo a disposizione questo strumento, potrebbe guadagnare in termini di credibilità e ottenere maggiori benefici raggiungendo l'obiettivo di una bassa inflazione mediante la modifica delle aspettative degli operatori economici.

Questa questione è stata recentemente analizzata nuovamente da Chari, DAVIS e Kehoe (2015), che argomentano come la perdita di sovranità monetaria, considerato il principale costo secondo la visione di Mundell, possa rappresentare sotto determinate condizioni il principale vantaggio derivante dall'adozione di una moneta comune.

Riprendiamo l'esempio proposto nel loro lavoro: a conseguenza dell'apertura commerciale, assumiamo che il mercato dei beni non-tradable sia non concorrenziale, le imprese dispongono quindi di potere monopolistico e i prezzi siano caratterizzati da rigidità nominali, e al contrario nel mercato dei beni tradable gli operatori siano price-taker.

Una volta che le imprese monopolistiche hanno fissato il prezzo dei loro beni, il governo avrà incentivo a creare maggiore inflazione nel tentativo di correggere le distorsioni di mercato dovute al markup applicato dalle prime. A questo punto, se le imprese anticipano tale azione correttiva, a loro volta saranno portate a sfruttare ancor di più il loro potere, gonfiando ulteriormente i prezzi generando così nuova inflazione. In questa situazione il governo non risponderà poiché in caso contrario alimenterà la spirale inflazionistica e i costi dell'inflazione diventeranno insostenibili.

Tale risposta delle imprese renderà vano il tentativo dell'autorità di reagire alle imperfezioni di mercato, e quindi tale possibile azione del governo porterà solamente a una situazione più dannosa con un'inflazione alta e volatile, che non aiuterà di certo a stabilizzare il quadro macroeconomico.

Chari, DAVIS e Kehoe affermano quindi che in un'unione monetaria, il fatto che le decisioni di politica monetaria vengano prese collegialmente rende meno vantaggioso deviare ex-post su quanto preannunciato, allorché i paesi aderenti siano soggetti a shock difforni.

² Si osservi che svalutare il debito pubblico mediante inflazione equivalga a fare default sul debito.

Non potendo stabilire una politica adeguata per ogni singolo paese, gli incentivi a deviare saranno notevolmente minori.

Consideriamo il tema riguardante il debito pubblico: nel decidere a che livello fissare il tasso di inflazione in presenza di livelli del debito differenti nei vari paesi, il governo centrale dovrà bilanciare le diverse esigenze degli stati membri. Per paesi virtuosi in buono stato i costi di generare inflazione saranno maggiori dei benefici, al contrario per paesi in cui vi è un elevato rapporto debito/Pil e con finanze pubbliche in cattivo stato i benefici supereranno i costi, in quanto il valore reale del loro debito si ridurrebbe se l'inflazione aumentasse.

Il non assecondare le tentazioni inflazionistiche che potrebbero esserci ex-post per alcuni paesi deriva proprio dal fatto che non vi sia un comune accordo sulla policy da adottare, riducendo così ex-ante le aspettative inflazionistiche del settore privato.

Concludendo, secondo tale visione, paesi eterogenei e con cicli economici non sincronizzati otterranno maggiori vantaggi a formare un'unione monetaria.

Gli stessi autori sottolineano però che tale risultato sia possibile solo partendo da nazioni ex-ante omogenee, che hanno quindi la stessa probabilità di presentare i medesimi problemi di credibilità.

Con questo ultimo contributo possiamo ritenere terminato la nostra breve presentazione sulla teoria delle aree valutarie ottimali.

Di seguito analizzeremo alcuni dettagli critici, e proporremo un'analisi costi-benefici.

Limiti della teoria AVO

Come appare da quanto scritto fino ad ora la teoria AVO si è formata in passaggi successivi e in scenari politico-economici differenti senza quindi avere una solida struttura alla sua base.

Proprio tale aspetto può essere considerato il suo maggior limite.

Nei diversi anni in cui si è sviluppata diversi autori hanno fornito il proprio contributo ma l'assenza di una linea guida si può notare dal fatto che le condizioni necessarie sopra esaminate sono talvolta contraddittorie tra loro e quindi di difficile valutazione.

Tavlas (1994, 2009) chiama “the problem of inconclusiveness” il fatto che la teoria porti a differenti conclusioni: per esempio, una nazione potrebbe essere piuttosto aperta in termini di scambi reciproci nei confronti di un gruppo di paesi partner suggerendo che un tasso fisso sia preferibile; allo stesso tempo però il medesimo paese potrebbe soffrire di una bassa mobilità del lavoro, il che implicherebbe la scelta di tassi flessibili.

Egli inoltre definisce il cosiddetto “problem of inconsistency”: secondo quanto detto in precedenza, una piccola economia aperta dovrebbe adottare cambi fissi; ma risulta più probabile per una piccola economia essere meno differenziata rispetto una di dimensioni maggiori. In tal caso quindi sarebbe più consona l'adozione di un cambio flessibile. Ciò è contraddittorio con quanto affermato nello studio della relazione tra grado di apertura e dimensione di un paese condotto da Mckinnon (1969), secondo cui economie aperte sono più adatte ad essere piccole e ad adottare la flessibilità del cambio.

A questo si aggiunge il paradosso della diversificazione descritta da Kenen: le economie non diversificate dovrebbero far fluttuare il proprio cambio, ma se queste costituissero un'unione monetaria si otterrebbe un grado di diversificazione maggiore rispetto a quello dei suoi singoli membri (Tavlas, 2009).

Un'ulteriore critica può essere mossa al criterio della mobilità del fattore lavoro, se effettivamente i lavoratori di una nazione afflitta da un'elevata disoccupazione fossero disposti a recarsi dove vi è domanda di lavoro, nella regione di origine si avrebbero dei costi sociali elevatissimi che andrebbero a influire negativamente sul risparmio privato e sui sistemi pensionistici, danneggiando il welfare statale (Ishiyama, 1975).

Infine Krugman (1991) argomenta che eliminando alcuni ostacoli al libero scambio, come nel caso di un'unione, si potrebbe giungere ad una maggiore concentrazione della produzione potendo usufruire maggiormente delle economie di scala; tale maggiore specializzazione interna aumenterebbe la probabilità di shock asimmetrici.

Risulta infine necessario approfondire anche la condizione sulla mobilità dei capitali finanziari.

I trasferimenti di capitale finanziario avvengono mediante due canali, quello pubblico e quello privato.

La distribuzione del rischio di uno shock asimmetrico è sicuramente favorita dalla libertà di circolazione dei capitali privati attraverso investimenti finanziari, ma gli effetti spesso possono risultare limitati e provvisori.

Consideriamo nuovamente l'esempio fatto precedentemente in cui si analizzava l'effetto dovuto al cambiamento delle preferenze dei cittadini spagnoli. Se i mercati finanziari di Spagna e Germania fossero ben integrati e vi fosse un investimento reciproco in azioni di aziende appartenenti all'altra nazione, parte dei titoli spagnoli coinvolti dalla recessione potrebbe essere detenuta da cittadini tedeschi e parte dei titoli tedeschi, il cui prezzo è aumentato, sarebbe a disposizione di cittadini residenti spagnoli.

In questa situazione si assisterebbe ad una compensazione parziale delle perdite, che però potrà avere solo carattere temporaneo e non sarà in grado di sostituire le opportune riforme strutturali necessarie a bilanciare di nuovo le due economie. Inoltre un tale trasferimento riguarderebbe solamente una ristretta fascia di cittadini benestanti che possiedono un portafoglio di attività finanziarie, mentre gli effetti redistributivi sulle fasce meno abbienti sarebbero quasi nulli.

Nel caso invece di trasferimenti di capitale pubblico sarebbe necessaria un'unione fiscale completa gestita a livello centrale da un unico organo *super partes*. Tali trasferimenti potrebbero, a differenza dei precedenti, assumere carattere strutturale, ma sarebbero soggetti al problema di *moral hazard*, ovvero le nazioni che beneficiano in modo continuativo di tali risorse potrebbero assumere comportamenti opportunistici di attesa passiva ostacolando altri meccanismi di aggiustamento quali quelli visti precedentemente.

Capitolo 2. Analisi costi - benefici

I costi di una valuta comune

Come sostenuto più volte, il principale costo dell'adozione di una moneta comune consiste nella perdita di autonomia nel fissare una politica monetaria indipendente. In particolar modo non sarà più possibile attuare una svalutazione del tasso di cambio al fine di rilanciare un'economia soggetta a uno shock asimmetrico.

Risulta quindi di fondamentale importanza chiedersi quanto efficace sia effettivamente tale strumento: per rispondere alla seguente domanda riprendiamo ancora una volta l'esempio proposto precedentemente in cui i consumatori spagnoli modificano le proprie preferenze dai prodotti interni a prodotti di fabbricazione tedesca provocando in questo modo uno spostamento della curva di domanda spagnola verso il basso.

Attuando una svalutazione in Spagna, si correggerebbe tale andamento e la curva di domanda tornerebbe all'equilibrio iniziale; ma è molto improbabile che tale nuova configurazione si mantenga nel tempo poiché nel lungo periodo la svalutazione aumenta il prezzo delle importazioni e di conseguenza i costi di produzione, andando perciò a incidere al rialzo sui prezzi interni. A questo si aggiungerà un aumento del livello salariale nominale per compensare la perdita di potere di acquisto subita dai lavoratori/consumatori. Tutto ciò implica che la curva di offerta aggregata si sposterà verso l'alto e quindi gli effetti positivi della svalutazione nel tempo verranno neutralizzati dall'aumento dei prezzi interni (De Grauwe 1998; De Arcangelis 2005).

Per di più va sottolineato come tale azione non possa essere usata sistematicamente in quanto come già sopra discusso il settore privato adeguerebbe le proprie aspettative fino a renderla inefficace.

Si deve poi aggiungere una considerazione inerente alla natura, reale o nominale, degli shock asimmetrici. Nel caso in cui abbiano natura nominale è possibile dimostrare che essi vengano completamente assorbiti all'interno del mercato monetario senza effetti sul tasso di interesse e sul reddito (De Arcangelis, 2005).

Supponiamo che la domanda di moneta circolante diminuisca grazie ad un'evoluzione nel sistema dei pagamenti. Questo fa sì che il tasso di interesse tenda a diminuire e il reddito ad aumentare. Tuttavia nel caso vi fosse un'unione monetaria l'eccesso iniziale di moneta

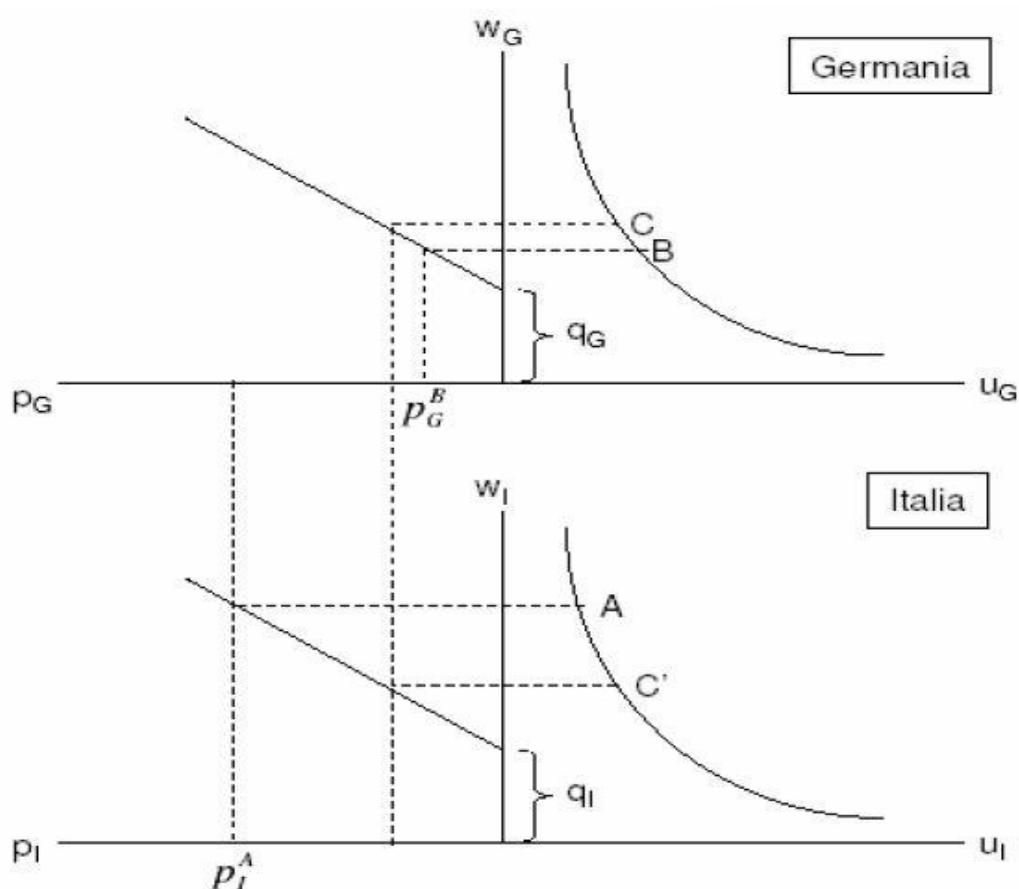
verrebbe interamente assorbito dalla Banca Centrale in quanto il tasso di interesse non può discostarsi dal tasso estero. Grazie a tale manovra non si avrà alcun effetto sul reddito.

Un altro costo che deriva direttamente dalla perdita della discrezionalità riguarda la mancata possibilità di finanziare il proprio debito pubblico tramite il signoraggio, cioè l'emissione di moneta ad alto potenziale in modo tale da far crescere l'inflazione e quindi ridurre l'onere reale del debito.

Come sopra già sostenuto ulteriori costi di un'unione monetaria derivano principalmente dalle differenze tra i paesi coinvolti: tale diversità riguarderanno i sistemi giuridici e fiscali, i mercati del lavoro, le preferenze sulla disoccupazione e sull'inflazione, etc..

Per analizzare tali aspetti prenderemo come riferimento il lavoro di De Grauwe (1998). Consideriamo due paesi, Italia e Germania, con preferenze differenti sul tasso di disoccupazione e sul tasso di inflazione; tale relazione può essere rappresentata dalle rispettive curve di Philipps raffigurate nel quadrante a destra delle figure sottostanti.

Figura 1. Curve di Philipps di Italia e Germania



Fonte: De Grauwe P., 1998, Economia dell'integrazione monetaria, 3° ed. Bologna: Il Mulino

Sugli assi verticali viene indicato il tasso di variazione del saggio salariale, mentre negli assi orizzontali il tasso di disoccupazione.

Nel quadrante a sinistra viene invece considerata la relazione tra variazioni di salario e variazioni di prezzo:

$$p_I = w_I - q_I \quad e \quad p_G = w_G - q_G$$

dove p_I e p_G sono i tassi di inflazione; w_I e w_G i tassi di aumento dei salari; q_I e q_G i tassi di crescita della produttività del lavoro in Italia e Germania.

La condizione di parità del potere di acquisto, $e = p_I - p_G$, lega i due paesi: e rappresenta il tasso di deprezzamento della lira rispetto al marco tedesco.

Se le due nazioni formassero un'unione monetaria, il tasso di cambio diverrebbe fisso per cui $e = 0$ e i tassi di inflazione sarebbero i medesimi. Se questo non accadesse, cioè se in Italia ci fosse un'inflazione maggiore, essa perderebbe competitività nei confronti della Germania.

Supponiamo quindi che i due membri dell'unione abbiano diverse preferenze su inflazione e disoccupazione: la Germania sceglie il punto B , mentre l'Italia il punto A . Tale decisione porterà ad avere tassi di inflazione differenti, rispettivamente p_I^A e p_G^B , insostenibili in un regime di cambi fissi. Questo dimostra che se i due paesi intendono adottare una stessa moneta saranno costretti a scegliere un altro punto, meno preferito, lungo le rispettive curve di Philipps, per cui un paese hard-nosed, che cioè preferirebbe lasciare aumentare il tasso di disoccupazione per ridurre l'inflazione, dovrà accettare un maggiore tasso di inflazione e un minor tasso di disoccupazione rispetto a quelli desiderati.

Tale risultato si basa però sull'ipotesi che la curva di Philipps sia stabile e che non vari al variare delle aspettative sull'inflazione. Tale ipotesi è stata fortemente criticata dal filone monetarista: il punto centrale di questa interpretazione è che la curva di Philipps nel lungo periodo sia verticale e che la sua intercetta con l'asse delle ascisse rappresenti il tasso di disoccupazione naturale. Per tale motivo nel lungo periodo, essendo il tasso di disoccupazione legato dal tasso di aumento dei prezzi, una politica monetaria indipendente non sarà in grado di aumentare l'occupazione.

Anche le differenze all'interno del mercato del lavoro possono comportare costi significativi, in particolare perché provocano divergenze nella dinamica prezzi-salari.

Secondo la teoria di Calmfors e Driffils (1988), in un paese dove il mercato del lavoro è caratterizzato da contrattazione altamente centralizzata o decentralizzata, i lavoratori non risponderanno a shock subiti dall'economia avanzando rivendicazioni salariali elevate. Nel primo caso (contrattazione centralizzata), i sindacati terranno in considerazione i pericoli di spirali prezzi-salari e i conseguenti effetti negativi derivanti da richieste eccessive nate dal tentativo di compensare la perdita di potere di acquisto; mentre nel secondo (decentralizzata), oltre a non esservi potere contrattuale da parte dei lavoratori, le medesime richieste incideranno direttamente sulla competitività d'impresa, e quindi sulle prospettive occupazionali degli stessi lavoratori.

Contrariamente avviene se il mercato del lavoro è caratterizzato da contrattazione intermedia, in cui i singoli sindacati rappresentano una minima parte del totale degli occupati. In questo scenario è possibile assistere a fenomeni di free riding, dove ciascun sindacato segue un proprio piccolo interesse non tenendo conto dell'effetto aggregato di richieste eccessive.

Concludiamo questo paragrafo con una considerazione derivante da un'analisi sul debito sovrano successiva alla crisi che ha colpito l'Eurozona negli ultimi anni. Consideriamo nuovamente uno spunto di De Grauwe (2012), che sostiene come i mercati finanziari nel caso vi sia un'unione monetaria abbiano il potere di condurre alcuni Stati al default, poiché essi emettono titoli di debito in una valuta su cui non hanno controllo alcuno.

Forniamo un esempio concreto per meglio comprendere tale circostanza. L'osservazione di De Grauwe nasce dal fatto che, seppur nel 2011 il Regno Unito doveva affrontare una dinamica del deficit meno favorevole rispetto alla Spagna, i mercati finanziari attribuivano un rischio di default maggiore ai titoli spagnoli.³

Ora considereremo il Regno Unito come paese monetariamente sovrano e la Spagna come membro di un'unione monetaria.

Se gli investitori all'improvviso temono che il governo inglese sia inadempiente, vendono istantaneamente le obbligazioni possedute facendo in tal modo innalzare il tasso di interesse.

A questo punto essi hanno a disposizione un elevato ammontare di sterline che molto probabilmente venderanno sul mercato dei cambi facendo scendere il prezzo fino al punto in cui qualcuno sarà disposto a comprarle. L'effetto finale è che lo stock di moneta del Regno Unito rimarrà invariato e le sterline saranno investite nuovamente in attività inglesi. Parte di

³ Dall'inizio della crisi finanziaria il rapporto debito pubblico-PIL del Regno Unito è aumentato più di quello della Spagna. Nel 2011 come percentuale del PIL, il debito pubblico britannico era superiore del 17% al debito pubblico spagnolo (89% contro il 72%). Tuttavia dall'inizio del 2010 il rendimento dei titoli di Stato spagnoli è aumentato fortemente rispetto al Regno Unito, suggerendo che il prezzo di mercato riflette un rischio significativamente più alto di default per i titoli di Stato spagnoli, che di quelli del Regno Unito. All'inizio del 2011 questa differenza è pari a 200 punti base.

tale ammontare sarà investito nuovamente in titoli di Stato; ma se anche questo non avvenisse, quindi nella situazione in cui il governo inglese non riuscisse a rinnovare il proprio debito a tassi ragionevoli, vi sarebbe un compratore di ultima istanza, la Banca Centrale di Inghilterra che assicurerebbe la liquidità necessaria per finanziare il debito. In tale scenario gli investitori non saranno in grado di provocare una crisi di liquidità.

Esaminiamo ora il caso in cui il timore di default sia nei confronti del governo spagnolo. I primi passaggi sono i medesimi, gli investitori vendono i titoli spagnoli facendo crescere il tasso di interesse. A questo punto però non avranno necessità di scambiare l'ammontare di euro ricavato dalla vendita dei titoli di Stato spagnoli, e al contrario è assai probabile che decidano di investire tale somma altrove in titoli più redditizi. Di conseguenza gli euro lasceranno il sistema bancario ispanico, provocando una restrizione della liquidità nel paese poiché non vi è né un mercato dei cambi né un tasso di cambio flessibile per arginare tutto ciò. Inoltre il governo spagnolo non potrà forzare la Banca di Spagna ad acquisire il proprio debito pubblico, essendo questa alle dipendenze dirette della BCE. Questo arresto improvviso nell'afflusso di capitali potrà portare lo Stato iberico ad affrontare una crisi gravissima, con seria possibilità di default.

Un'ulteriore differenza è data dal fatto che quando gli investitori internazionali vendono i proventi dei loro titoli ceduti nel mercato dei cambi, la sterlina si deprezza dando un impulso all'economia inglese, mentre tale meccanismo di modifica dei prezzi relativi non accade in Spagna.

Con questa ultima osservazione possiamo ritenere conclusa l'analisi dei principali costi di un'unione monetaria, passiamo quindi a studiarne i benefici.

I benefici di un'area monetaria

Mentre i costi di una valuta comune possono essere considerati per lo più di tipo macroeconomico, i vantaggi sono per la maggior parte di tipo microeconomico e traggono origine da due motivi principali: la rimozione dei costi di transazione e l'eliminazione dell'incertezza sulle possibili fluttuazioni future del tasso di cambio flessibile.

Le imprese che esportano e/o importano e i consumatori otterranno un beneficio diretto dall'eliminazione dei costi di transazione per il cambio di valuta (Commissione Cee, 1990)⁴. Questo effetto benefico sarà in parte controbilanciato dalla perdita per il settore bancario dei ricavi costituiti dalle commissioni pagate per il servizio di cambio. Tuttavia dopo un periodo di transazione, le banche commerciali saranno in grado di adeguarsi al nuovo sistema ed ricavare altri guadagni altrove aggiungendo valore ed efficienza ai propri meccanismi interni; per cui in linea generale aumenterà il benessere sociale.

L'eliminazione dei costi di cambio potrà inoltre rendere più trasparente il commercio fra i paesi membri dell'unione riducendo l'opportunità di discriminazione dei prezzi dovuta alla segmentazione dei mercati nazionali.

Passiamo ora ad analizzare gli aspetti favorevoli derivanti dall'eliminazione dell'incertezza sul cambio.

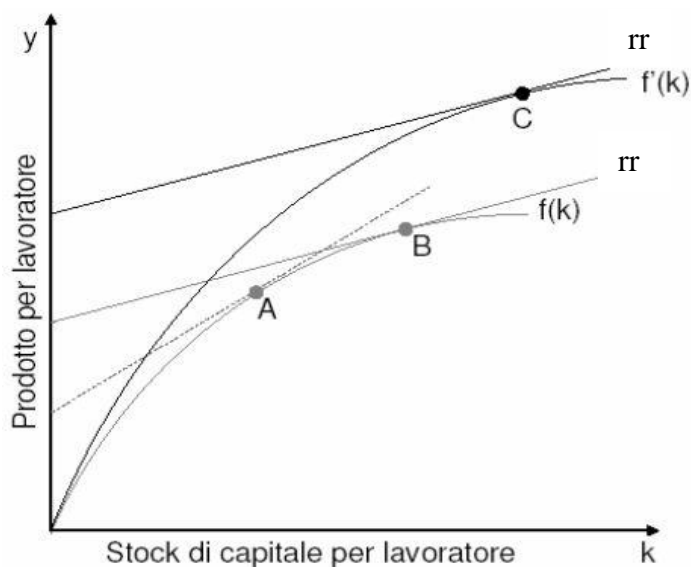
Un importante risorsa di benefici diretti e indiretti deriva esplicitamente da una ben riuscita attuazione della struttura della politica monetaria dell'organo centrale competente. Come visto nel paper di Chari, DAVIS e Kehoe (2015), gli Stati prendono a prestito credibilità da tale istituzione, il che si riflette in aspettative di inflazione ben salde e in una diminuzione del tasso di interesse reale che oltre a ridurre il servizio del debito pubblico, supporta gli investimenti e la crescita. Nel prossimo capitolo forniremo alcuni dati empirici a riguardo.

Per il momento analizziamo invece dal punto di vista teorico questo ultimo aspetto appena descritto facendo uso del modello di crescita neoclassico con l'ipotesi di economie di scala dinamiche, che afferma che la produttività del capitale aumenta con l'aumentare dello stock di capitale. Tale meccanismo può avverarsi poiché un maggiore stock di capitale per lavoratore genera effetti di apprendimento, e quindi una maggiore conoscenza verrà accumulata e permetterà di aumentare la produttività del lavoro.

⁴ Nel 1990 la Commissione Europea stimò un risparmio, dovuto all'eliminazione dei costi di transazione, tra i 13 e i 20 miliardi di euro l'anno.

Nel modello che viene qui rappresentato (De Grauwe 1998), l'asse della ordinate indica il prodotto per lavoratore, mentre quello delle ascisse lo stock di capitale per lavoratore. La curva $f(k)$ mostra la funzione di produzione, e data l'ipotesi di rendimenti marginali decrescenti assume una forma concava.

Figura 2. Modello di crescita neoclassico con economia di scala dinamici



Fonte: De Grauwe P., 1998, *Economia dell'integrazione monetaria*, Bologna: Il Mulino

L'equilibrio iniziale si trova nel punto A, dove la funzione di produzione è tangente alla retta rr , la cui inclinazione è pari al tasso con cui i consumatori scontano il consumo futuro. In A quindi la produttività marginale del capitale è uguale al tasso di interesse.

Ipotizziamo ora che l'eliminazione del rischio del tasso di cambio, riduca il rischio sistematico e di conseguenza il tasso di interesse reale. Graficamente perciò la retta rr si appiattisce. Ora l'equilibrio si è spostato nel punto B, e quindi avviene un'accumulazione di capitale e un aumento del tasso di crescita; vi è difatti sia una maggiore produzione per lavoratore sia un aumento dello stock di capitale per lavoratore.

Grazie all'ipotesi di economie di scala dinamiche tale abbassamento del tasso di interesse pone l'economia in un sentiero di crescita permanentemente più alto poiché il minor tasso consente di accumulare capitale facendo in tal modo aumentare la produttività dello stock di capitale per lavoratore; graficamente la curva $f(k)$ si muove verso l'alto e il nuovo equilibrio si assesta nel punto C.

Un altro impatto favorevole che deriva da una maggiore certezza sul tasso di cambio influisce in modo diretto sulle scelte di investimento delle imprese private, poiché rende più facile la

valutazione dei ricavi futuri, grazie anche ad una maggiore qualità dell'informazione fornita dal meccanismo dei prezzi. Tale affermazione risulta valida se si considerano gli operatori economici avversi al rischio, ipotesi più che verificata nel mondo attuale.

È difatti dimostrabile che in condizioni di incertezza di prezzo le imprese sono in grado di ottenere in media profitti maggiori (De Grauwe, 1998).

Benefici aggiuntivi derivano inoltre dal maggior peso che la moneta comune a più nazioni avrà nel sistema monetario internazionale. Se tale valuta sarà in grado di elevarsi al rango di valuta internazionale, essa permetterà di ottenere extra profitti per l'autorità emanante sia perché farà accrescere il volume di affari dei mercati nazionali dei paesi membri sia perché verrà ora utilizzata come valuta di riserva da nazioni estere.

Volendo dare qualche esempio la moneta comune potrebbe essere utilizzata a livello internazionale per l'emissione di titoli del debito pubblico o di obbligazioni societarie.

Inoltre banche non appartenenti ai paesi Euro potrebbero emettere in tutto il mondo prestiti cospicui denominati nella valuta comune.

Un confronto

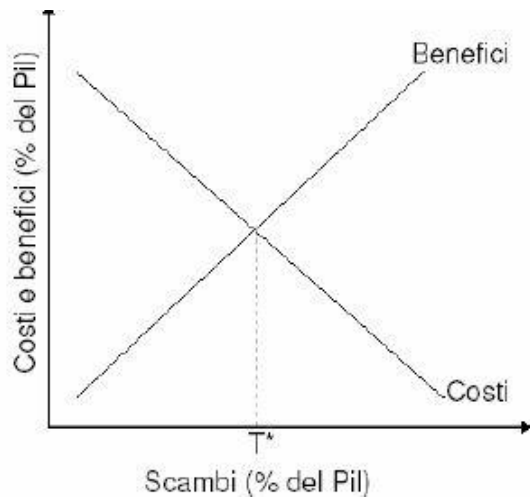
Per facilitare la nostra analisi ci sarà di aiuto un semplice schema analitico che ci permette di fornire una valutazione sistematica del costo del sacrificio della politica monetaria e dei guadagni che un paese ottiene in termini di efficienza e credibilità.

Analizziamo dunque per una nazione qualunque la relazione fra costi-benefici e grado di integrazione con i potenziali paesi partner di un'unione.

Da quanto emerge direttamente dalla teoria, i costi alla rinuncia della discrezionalità saranno tanto minori quanto più integrato sarà il sistema economico-politico del potenziale entrante con quello degli altri membri; e a loro volta i benefici saranno tanto più grandi quanto più aperti e sviluppati saranno i diversi mercati nazionali.

La seguente figura rappresenta quanto appena affermato.

Figura 3. Analisi costi benefici



Fonte: Krugman P.R., Obstfeld M., e Melitz M.J., 2012, *Economia internazionale 2, Economia monetaria internazionale*, 5° ed., Milano: Pearson Italia

Il punto di intersezione determinerà quindi il livello di apertura in cui sarà ottimale o meno la formazione di un'unione monetaria.

La forma di tali curve sarà determinata appunto da tutti gli aspetti descritti nel primo capitolo, cioè le strutture del sistema fiscale e giuridico, la flessibilità del mercato del lavoro, etc..

In particolare la posizione e l'inclinazione della curva dei costi sono strettamente legate all'interpretazione sull'efficacia dello strumento del tasso di cambio nel correggere gli andamenti asimmetrici fra i paesi. Le impostazioni principali, già proposte precedentemente nel testo, sono il filone keynesiano e quello monetarista⁵. Per il primo, descritto bene dalla posizione originaria di Mundell, il sacrificio di tale strumento è particolarmente oneroso in quanto il mondo è pervaso da rigidità nei prezzi e nei salari e quindi la retta dei costi tenderebbe a spostarsi verso destra ed ad essere più piatta; mentre per la seconda corrente, le variazioni del tasso di cambio sono inefficaci per cui la retta dei costi si colloca molto vicino all'origine degli assi e ha una maggiore pendenza.

Con questo possiamo ritenere conclusa la nostra esposizione sulla teoria delle aree valutarie ottimali; nei prossimi capitoli ci chiederemo se in base a quanto evidenziato l'Eurozona sia un'area monetaria ottimale e se la teoria AVO possa rappresentare una valida spiegazione alla crisi che affligge nei nostri giorni la Comunità Europea.

⁵ Questo è il punto di vista assunto dalla Commissione della Comunità Europea (1990).

Capitolo 3. L'Area Euro

3.1 L'eurozona è un'Area Valutaria Ottimale?

Alla luce di quanto finora descritto, studieremo ora la situazione europea.

La teoria delle aree valutarie ottimali ci ha fornito un ottimo schema per analizzare i fattori che determinano se un gruppo di paesi guadagnerà o perderà dal fissare i reciproci tassi di cambio. Ciononostante risulta molto difficoltoso misurare quantitativamente tali guadagni o perdite e quindi per rispondere al nostro quesito, forniremo alcuni dati empirici dei periodi antecedente e successivo l'entrata in vigore della moneta unica.

Intensità commercio intra-europeo

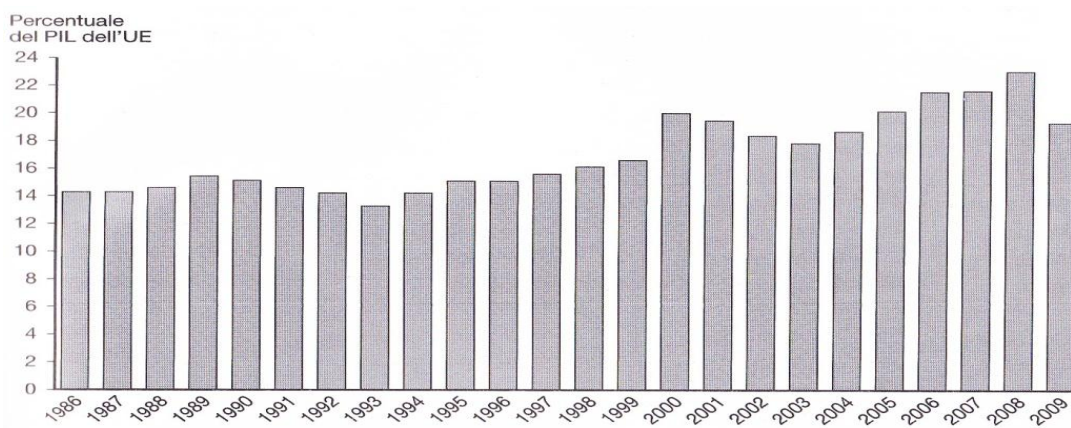
Dalla nostra precedente discussione risulta che è più probabile che un paese tragga benefici dall'adesione a un'unione monetaria se la propria economia domestica è ben integrata con quelle dell'area valutaria.

Il grado complessivo di integrazione può essere giudicato guardando all'integrazione dei mercati dei prodotti, cioè all'intensità degli scambi fra l'area valutaria e il paese aderente, e all'integrazione dei mercati del lavoro, cioè alla facilità con cui lavoratori e capitali possono migrare fra il paese aderente e i restanti membri.

La prima domanda a cui vorremo dare risposta è se l'euro abbia o meno contribuito all'integrazione del mercato. In uno studio sul comportamento dei prezzi di oltre 160 prodotti e servizi in 27 città europee a partire dal 1990, gli economisti Cuaresma, Silgoner e Egert (2007) hanno mostrato che le divergenze di prezzo sono diminuite durante gli anni Novanta, tuttavia non c'è alcuna evidenza di un'ulteriore convergenza dovuta all'introduzione dell'euro. Anzi la dispersione dei prezzi è rimasta sostanzialmente stabile negli ultimi anni.

Un risultato più ottimistico si ha guardando all'aumento del volume di scambi intra-europei, riportato nella tabella a seguire.

Figura 4. Commercio intra-UE in rapporto al Pil dell'UE



Fonte: OECD Statistical Yearbook ed Eurostat.

Krugman P.R., Obstfeld M., e Melitz M.J., 2012, *Economia internazionale 2*, *Economia monetaria internazionale*. 5° ed.. Milano: Pearson Italia

Al momento del lancio della moneta unica, solamente come unità di conto in forma virtuale nel Gennaio del 1999, la gran parte dei paesi europei esportava tra il 10 e il 20% della propria produzione interna verso le altre nazioni dell'Ue.

Uno studio di Richard Baldwin (2006) ha stimato che, grazie alla realizzazione dell'euro, vi è stata una crescita dei livelli di commercio di circa il 9% e la maggior parte di tale effetto si è realizzata nel primo anno di vita della nuova moneta.

Tale studio ridusse in modo consistente le stime basate su uno studio precedente di Rose e van Wincoop (2001), il quale suggeriva che l'effetto di creazione di commercio di un'area monetaria è un aumento di circa il 50%.

Inoltre lo studio di Baldwin concluse che tre nazioni non aderenti alla moneta comune, Gran Bretagna, Danimarca e Svezia, assisteranno ad un aumento del commercio di circa il 7% nel medesimo periodo. Per cui vi sarebbe un guadagno contenuto derivante dal far parte dell'Eurozona.

Mobilità del lavoro

Le barriere principali alla mobilità del lavoro non sono più imposte dai controlli alle frontiere, tuttavia sussistono ancora oggi svariate barriere culturali, linguistiche e legali che scoraggiano i movimenti del lavoro. Per esempio, in alcune nazioni è necessario ottenere la residenza prima di ricevere i sussidi di disoccupazione e questo rende difficoltosa la ricerca di lavoro per i disoccupati lontani dal paese di origine. Volendo fornire un dato, O'Rourke e Taylor (2013) hanno stimato che appena il 14% della popolazione europea è nato in uno Stato differente da quello di residenza, contro il 42% degli USA.

Shock macroeconomici asimmetrici

Il primo decennio della storia dell'euro è stato caratterizzato da performance economiche abbastanza differenti fra i vari membri. Evidentemente le scelte di politica economica della Banca Centrale Europea non sono state appropriate per tutti i partecipanti.

Nel periodo appena antecedente l'adozione della moneta unica e nei primi anni dell'adozione dell'euro sia i tassi di interesse nominali a lungo termine sia i tassi di inflazione sono diminuiti e hanno mostrato una certa convergenza, il che in prima analisi parrebbe confermare l'ipotesi di endogeneità delle aree valutari esposta da Frankel e Rose (1998).

I due autori, fornendo una visione dinamica, sostennero che fosse lo stesso processo di integrazione monetaria a fare in modo che le condizioni individuate dalla teoria AVO tradizionale venissero soddisfatte nel tempo. Secondo tale logica quindi l'integrazione monetaria potrebbe, ad esempio, causare un incremento sia del grado di apertura dei paesi aderenti sia della mobilità del lavoro. Dunque un'area valutaria potrebbe divenire ottimale ex-post, semplicemente mediante la sua stessa nascita.

Considerando l'intera Area Euro l'inflazione è diminuita maggiormente dal 1999 rispetto al periodo precedente. Dal 1999, l'inflazione è salita solamente in pochi paesi; anche la volatilità, misurata in termini di deviazione standard, è stata minore nel periodo 1999-2006 rispetto a quello precedente.

Figura 5. CPI inflazione fra i paesi dell'Area Euro

	Average inflation rates **		Volatility***	
	1990-1998	1999-2007	1990-1998	1999-2007
Belgium	2.1	2.0	0.9	0.5
Germany	2.4	1.6	1.2	0.5
Ireland	2.4	3.4	0.8	1.1
Greece	12.0	3.2	5.9	0.5
Spain	4.4	3.1	1.7	0.5
France	2.1	1.8	0.9	0.5
Italy	4.4	2.3	1.6	0.4
Luxembourg	2.4	2.7	1.1	0.9
Netherlands	2.1	2.4	0.6	1.3
Austria	2.3	1.7	1.0	0.5
Portugal	6.2	2.9	4.1	0.8
Finland	2.5	1.6	1.8	0.9
Euro area	3.0	2.0	1.3	0.4
Unweighted std.deviation	2.8	0.6		
memo item: United States	3.1	2.7	1.1	0.6

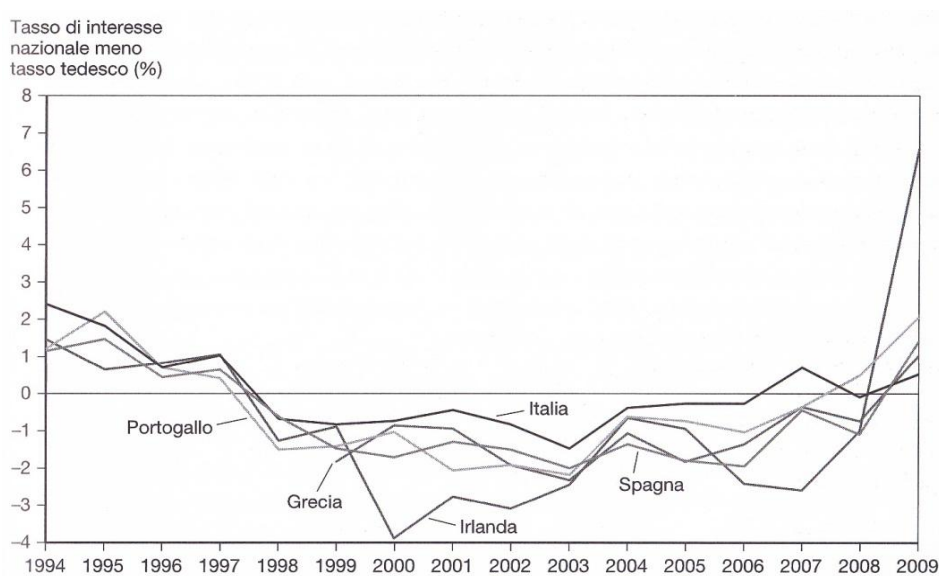
Fonte: Eurostat e Commissione Europea (Ameco database)

Ciononostante, i differenziali di inflazione sono piuttosto persistenti nel lungo periodo.

Difatti in varie regioni dell'Area Euro l'inflazione mostra un'inerzia significativa con molti paesi che manifestano tassi di inflazione superiori alla media (Irlanda ed Europa meridionale) per periodi relativamente lunghi. Sappiamo che tali differenze riflettono le rigidità strutturali: molte nazioni impiegano un lungo tempo ad aggiustare la dinamica prezzi e salari al fine di modificare le condizioni del mercato del lavoro e dei prodotti.

Questa divergenza ha fatto sì che i tassi reali di interesse a lungo termine delle nazioni sopracitate si siano ridotti rispetto a quelli tedeschi, stimolando ulteriormente la domanda, la crescita e l'inflazione.

Figura 6. Divergenze nei tassi di interesse reali all'interno dell'Area Euro



Fonte: Krugman P.R., Obstfeld M., e Melitz M.J., 2012, *Economia internazionale 2*, *Economia monetaria internazionale*, 5° ed., Milano: Pearson Italia

Successivamente però i tassi di cambio reali di queste nazioni si apprezzarono rispetto a quelli della Germania anche se i tassi di cambio nominali rimanevano fissi a 1 data la moneta unica. Dalla tabella a seguire si può notare come questo fece aumentare i disavanzi di conto corrente rispetto al Pil, in alcuni casi anche a livelli particolarmente elevati.

Tabella 1. Saldi del conto corrente dei paesi dell' Area Euro, 2005-2011 (% del Pil)

	Grecia	Irlanda	Italia	Portogallo	Spagna	Germania
2005	-7,4	-3,5	-1,7	-10,4	-7,4	5,1
2006	-11,2	-3,5	-2,6	-10,7	-9,0	6,3
2007	-14,4	-5,3	-2,4	-10,1	-10,0	7,5
2008	-14,7	-5,7	-2,9	-12,6	-9,6	6,3
2009	-11,0	-2,9	-2,1	-10,9	-5,2	5,6
2010	-10,5	0,5	-3,3	-9,9	-4,6	5,7
2011	-8,4	1,8	-3,5	-8,6	-3,8	5,0

Fonte: FMI, World Economic, Outlook Database.

Krugman P.R., Obstfeld M., e Melitz M.J., 2012, Economia internazionale 2, Economia monetaria internazionale, 5° ed., Milano: Pearson Italia

Federalismo fiscale

A questo si aggiunge il fatto che l'Eurozona, non essendo uno Stato sovrano, non dispone della capacità di trasferire risorse economiche dai membri in buona salute a quelli che soffrono una crisi. Per tale motivo i trasferimenti pubblici fra nazioni sono limitatissimi e completamente indipendenti dal ciclo economico.

Si si trasferisse un terzo dei bilanci pubblici nazionali nel bilancio europeo, sarebbe possibile assorbire il 10-15% degli shock macroeconomici asimmetrici, soprattutto nelle situazioni in cui il credito è razionato. Ma tale sistema implicherebbe anche un rilevante flusso di trasferimenti dai paesi più ricchi a quelli più poveri in tutte le fasi del ciclo (Bargain et al. 2013)

Fattori che incidono sull'offerta

Come appreso durante l'analisi della teoria AVO, i fattori che incidono sulla domanda influenzano la crescita nel breve periodo, mentre quelli relativi all'offerta influiscono più probabilmente l'andamento nel medio termine.

Il tasso di crescita reale pro capite può esser scomposto nelle variazioni nella produttività oraria del lavoro (Pil reale/totale ore di lavoro), variazione nelle ore di lavoro e variazione nel livello di partecipazione alla forza lavoro (forza lavoro/popolazione). Applicando tale decomposizione ai paesi membri dell'Unione Monetaria a partire dal 1999 fino al 2009, è possibile studiare i differenziali di crescita tra esse.

La tabella qui riportata indica che i fattori alla base della crescita del Pil reale ricoprono un ruolo di primaria importanza.

Tabella 2. Componenti del tasso di crescita reale pro capite dei paesi membri dell'UE

	Pil reale pro capite	Produttività del lavoro	Ore per lavoratore	Partecipazione
Austria	1,5	1,6	0,2	-0,2
Belgio	1,7	1,4	0,3	0,0
Finlandia	2,8	2,1	0,7	-0,1
Francia	1,5	2,1	-0,6	0,0
Germania	1,1	1,5	0,1	-0,5
Grecia	4,0	3,7	-0,4	0,7
Irlanda	5,2	3,8	0,9	0,4
Italia	0,8	0,4	-0,9	1,3
Lussemburgo	3,6	1,7	-0,1	1,9
Paesi Bassi	1,6	1,5	0,3	-0,3
Portogallo	1,0	1,0	0,3	-0,4
Spagna	2,5	0,5	0,4	1,5
Area dell'euro	1,4	1,2	0,0	0,2

Fonte: BCE, Groningen Growth and Development Centre (2009)

In particolare, è possibile osservare, con riferimento alla produttività del lavoro, che alcuni paesi, Italia, Spagna e Portogallo, sono rimasti indietro rispetto alla media europea; al contrario Grecia e Irlanda hanno segnalato un significativo miglioramento, principale fattore che spiega gli elevati tassi di crescita della produzione registrati a partire dal 1999.

In secondo luogo, vale la pena segnalare come i membri dell'Eurozona si siano comportati in modo alquanto differente in termini di ore lavorate: le ore per lavoratore sono aumentate in Finlandia e Irlanda, mentre sono diminuite in Italia, Grecia, Francia e Lussemburgo.

Infine anche le variazioni nel livello di partecipazione alla forza lavoro dimostrano trend molto diversi: vi è stato un aumento dall'1,5 al 2% annuo in Lussemburgo e Spagna a seguito di sviluppi demografici positivi e flussi di immigrazione. Allo stesso tempo, la partecipazione è diminuita in alcuni Paesi, soprattutto in Portogallo e Germania, e questo è il motivo per cui entrambi sono cresciuti meno della media a partire dal 1999.

Nel complesso le differenze maggiori fra i paesi dell'Euro sono dovute ai differenziali relativi alla produttività del lavoro. La produttività del lavoro è determinata dalla produttività totale dei fattori e dallo stock di capitale della forza lavoro. E' stato dimostrato che gli elevati livelli di produttività in determinati paesi discendono da una diversa crescita della produttività totale che, a sua volta, ha tratto beneficio da una minore regolamentazione dei mercati dei beni e in misura inferiore di quello dei servizi. Tale minore regolamentazione ha di fatto avuto un impatto positivo sul progresso tecnologico e dunque sulla produttività della crescita.

A questo si aggiunge una crescente evidenza del fatto che differenti gradi di efficienza nel sistema finanziario possono spiegare i differenziali di produttività totale fra paesi.

Per quanto appena discusso, non pare che l'euro nei suoi primi anni di vita abbia contribuito molto alla convergenza del reddito pro capite.

Concludendo, la breve esposizione di questi dati fin qui svolta suggerisce che l'Eurozona non sia un'area valutaria ottimale: la sua estensione geografica appare decisamente troppo estesa e la conseguente disomogeneità economica è eccessiva.

La teoria AVO come spiegazione della crisi odierna

Lo scoppio della recente crisi e l'individuazione dell'Eurozona in un'area valutaria non ottimale, ovvero non in grado di soddisfare in pieno i criteri descritti nel primo capitolo, hanno infuso nuova linfa alla teoria delle aree valutarie ottimali.

Molti autori (a titolo di esempio si veda Krugman 2012) individuano in tale teoria una possibile spiegazione delle attuali difficoltà che l'Area Euro deve affrontare; suggerendo persino la necessità di una nuova espansione dei suoi aspetti cardine.

Nonostante la mancanza di continuità nel suo sviluppo e la presenza di alcuni limiti, tale visione può essere condivisa.

Per non ripetere quanto già sopra descritto, vogliamo ora rimarcare semplicemente quello che la teoria ci ha suggerito: cioè la necessità di flessibilità e mobilità nel mercato del lavoro, un andamento simile dei tassi di inflazione e un certo livello di integrazione fiscale. Come era già evidente prima dell'adozione della moneta unica, i paesi membri non soddisfacevano e non soddisfano tuttora tali condizioni.

Al momento della decisione di formare l'Unione Economica e Monetaria Europea però vi era un forte convincimento che grazie all'adozione di una moneta in comune le nazioni aderenti si sarebbero mosse in una direzione univoca e che quindi tali differenze si sarebbero livellate nel tempo. Tuttavia l'evidenza ha smentito questa convergenza, dimostrando non veritiera l'ipotesi di aree valutarie ottimali endogene (Frankel e Rose, 1998). Inoltre secondo gli organi europei gli stati avrebbero dovuto adottare politiche di bilancio equilibrate nel tentativo di ridurre al minimo l'incidenza di shock asimmetrici e in secondo luogo avrebbero dovuto intraprendere riforme strutturali che rendessero i mercati del lavoro maggiormente flessibili. Seppur con qualche minimo risultato positivo verso tale obiettivo, tutto questo non sembra esser stato realizzato.

Tuttavia la teoria AVO non spiega completamente lo scenario odierno e ha sottovalutato alcune componenti. Essa difatti si basa su presupposti prettamente neoclassici (preferenze del consumatore, dotazione dei fattori produttivi, teoria quantitativa della moneta, etc.); per tale motivo le politiche che ne sono discese si riferiscono in gran parte a una modifica delle condizioni dell'offerta. Sarà quindi necessario svolgere ulteriori considerazioni.

In particolare la congiuntura economica negativa di questi ultimi anni ha evidenziato l'importanza di una solida ed efficiente struttura del sistema bancario.

In primo luogo risulta necessaria una riforma sulla garanzia dei depositi bancari: mentre negli Stati Uniti i depositi delle banche vengono garantiti a livello federale, in modo tale che i salvataggi delle banche non siano un peso per i governi statali, in Europa, i salvataggi delle banche hanno contribuito a incrementi improvvisi del debito pubblico. Il caso più eclatante riguarda l'Irlanda, il rapporto tra debito pubblico e Pil è salito all'improvviso di 40 punti percentuali a seguito dell'assunzione dei debiti bancari da parte dello Stato.

In secondo luogo, vi è la questione del prestatore di ultima istanza, limite che abbiamo affrontato precedentemente esponendo il lavoro di De Grua e per tale motivo non approfondiremo di nuovo il discorso.

3.2 Possibili scenari futuri: come completare l'UEM

L'esperimento della moneta unica europea rappresenta il tentativo più grande mai eseguito di trarre benefici economici dall'adozione di una valuta comune fra un gruppo di Stati sovrani eterogenei per dimensione, istituzioni e altre caratteristiche economiche. Il suo pieno realizzo dipenderà molto dagli ulteriori passi in avanti che i paesi membri faranno in termini di integrazione politica ed economica e dalle nuove sfide che l'Eurozona dovrà affrontare.

In base alle considerazioni svolte nel paragrafo precedente e tralasciando sia la necessità di più profonde riforme strutturali sia la soluzione di un bilancio pubblico federale, sentiero che appare ancora non del tutto praticabile, di seguito proponiamo alcune possibili azioni correttive che Krugman (2012) nel mese di Aprile 2012 considerava da compiersi al più presto. Qui di seguito proporremo i consigli esposti in un suo famoso articolo, successivamente nel prossimo paragrafo si vedrà come i principali organi europei si siano proprio mossi in questo verso istituendo l'Unione Bancaria.

Per prima cosa egli considerava necessario un sostegno delle banche in tutta Europa, il che avrebbe comportato una sorta di assicurazione dei depositi federalizzati e la volontà di compiere salvataggi a livello centralizzato. Per esempio se la Banca d'Italia si fosse trovata in difficoltà in modo tale da minacciare la stabilità dell'intero sistema, al fine di garantire le risorse necessarie, tutti i governi dei paesi membri avrebbero dovuto immettere capitale in cambio di partecipazione, piuttosto che finanziare un prestito direttamente al governo italiano. L'intento era quello di scollegare il tema del salvataggio delle banche da quello della solvibilità dello Stato.

In aggiunta, riprendendo l'argomento conclusivo della sezione precedente, la BCE avrebbe dovuto ricoprire il ruolo di prestatore di ultima istanza, come già lo erano le banche centrali nazionali. Vi sarebbe stato da affrontare il problema di moral hazard, ma la negata possibilità alla Banca Centrale di fornire liquidità ha causato in passato un'eccessiva vulnerabilità del sistema alle crisi autorealizzanti.

Infine si è potuto notare come sia particolarmente difficile attuare una svalutazione interna tramite deflazione, per cui egli suggeriva di mantenere un tasso di inflazione più alto permettendo così ai paesi in difficoltà di ridurre l'onere dell'aggiustamento recuperando competitività.

La nostra discussione lascia ancora senza risposta l'interrogativo di lasciar fallire l'euro. Difatti di primo acchito sorge il dubbio sul salvare o meno la moneta comune, ma una sua rottura provocherebbe danni estremamente dirompenti con elevati costi di transizione. Inoltre questa equivarrebbe ad un'enorme sconfitta del più vasto progetto politico, che fin dalle sue origini ha giovato notevolmente al benessere di ogni cittadino europeo.

Nei successivi paragrafi vedremo con quali mezzi i principali organi europei intendono agevolare la ripresa economica: dapprima analizzeremo in breve i passi concreti già attuati, più tardi invece indicheremo gli obiettivi che sono stati posti al fine di completare l'UEM.

Verso l'Unione Bancaria: i primi passi per una maggiore integrazione

La crisi finanziaria divampata nel 2007 ha rimarcato l'urgenza sia di una più profonda regolamentazione delle attività bancarie sia di una più efficace vigilanza su tali attività.

In particolar modo la crisi ha palesato come la stabilità finanziaria di interi Stati membri possa essere compromessa in modo serio da un'errata valutazione dei rischi effettuata dal settore bancario.

Nel giugno 2012 il Consiglio europeo ha pertanto deciso di «*spezzare il circolo vizioso tra banche e debito sovrano*» e al fine di conseguire tale intento ha proceduto tramite l'introduzione di due nuove istituzioni: gli elementi portanti della futura Unione Bancaria sono il Meccanismo di vigilanza unico (MVU), tuttora pienamente operativo, e il Meccanismo di risoluzione unico (MRU), che entrerà in esecuzione dal 1° Gennaio 2016. Con il primo la vigilanza bancaria diretta è stata assegnata alla BCE affinché le maggiori banche

europee siano sottoposte ad un controllo indipendente basato su norme comuni. Al secondo invece è stato affidato il compito di programmare le misure opportune nel caso si verifici un dissesto bancario al fine di permettere una gestione ordinata della situazione con minori ricadute possibili sui contribuenti. Per scongiurare appunto che il possibile costo di future risoluzioni fosse a carico dei contribuenti, è avvenuta una modifica alle disposizioni della direttiva sul risanamento e la risoluzione degli enti creditizi (BRRD), mediante la quale si è sancito il principio per cui le perdite non devono essere ripianate da fondi pubblici. Sarà quindi sostanzialmente compito degli azionisti e dei creditori degli enti creditizi finanziare le risoluzioni. Nel caso gli apporti degli azionisti e il contributo dei creditori risultasse insufficiente, eventuali fondi complementari potrebbero pervenire dal Fondo di risoluzione unico, istituito di recente e alimentato dallo stesso settore bancario. Il livello obiettivo di tale fondo è stato posto a 55 miliardi di euro, che corrispondono all'1% dei depositi protetti nella zona Euro. Le banche avranno a disposizione otto anni per versare il loro apporto.

Risultati già conseguiti

a. Accordo sul Meccanismo di vigilanza unico

Nel Marzo 2013 si è raggiunto l'accordo politico fra Consiglio e Parlamento europeo sulla creazione del Meccanismo di vigilanza unico. La partecipazione all'MVU è stata aperta anche agli Stati membri che non hanno aderito all'euro. Il 4 Novembre 2014 è stato dato l'avvio al Meccanismo di vigilanza unico, al cui vertice c'è la BCE. Sotto il suo controllo diretto vi sono i 123 maggiori istituti bancari europei, mentre alle banche centrali nazionali spetta il dovere di vigilanza sulle entità di più piccole dimensioni, la cui responsabilità ultima concerne nuovamente alla BCE.

I criteri per la determinazione della significatività di una banca sono stati stabiliti in base alle dimensioni, alle attività transfrontaliere, alla rilevanza economica e all'esigenza di un sostegno pubblico diretto. Il numero quindi è variabile e nel caso fosse necessario, la BCE dispone in ogni momento del diritto di classificare come significativa una banca al fine di acconsentire una conforme applicazione di alti standard di vigilanza.

b. Risultati delle prove di stress

Al fine di garantire al Meccanismo di vigilanza unico un punto di partenza più affidabile possibile e di ottenere un quadro più trasparente sulla situazione patrimoniale degli enti

crediti, sono state svolte sia valutazioni sulla qualità delle attività di quest'ultimi sia prove di stress.

Alla data del 27 ottobre 2014 è risultato che 25 istituti su 130 considerati avvertivano insufficienza di capitale; per questo motivo è stato dato loro l'obbligo di presentare alla BCE un piano di ricapitalizzazione da attuarsi nel 2015.

c. Meccanismo di risoluzione unico

L'accordo per il Meccanismo di risoluzione unico è stato raggiunto nel Marzo 2014. Il suo fine ultimo consiste nell'assicurare un'efficiente gestione di possibili fallimenti bancari. La procedura di azione ricalca quella dell'MVU: al Comitato di risoluzione unico è affidata la decisione sull'avvio della procedura, mentre la sua attuazione avviene in collaborazione con le autorità nazionali.

d. Quarta direttiva e regolamento sui requisiti patrimoniali

Dal sito del Parlamento Europeo apprendiamo che *“i requisiti patrimoniali minimi definiscono il capitale che una banca deve detenere affinché si possa ritenere che è in grado di operare in condizioni di sicurezza e di far fronte autonomamente alle perdite operative”*.

La recente crisi ha evidenziato l'esiguità di tali requisiti minimi, per cui mediante la quarta direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD) e il regolamento sui requisiti patrimoniali (CRR) nell'Aprile 2013 si è decretato di innalzare tali soglie. L'uniformità di condizioni nel mercato interno è inoltre resa più salda grazie al corpus unico di norme applicabile a tutti gli enti bancari dell'UEM.

In quale direzione si stanno muovendo le istituzioni europee?

Il 22 giugno 2015 i cinque presidenti dei principali organi europei, il presidente della Commissione Jean-Claude Juncker, il presidente del Vertice euro, Donald Tusk, il presidente dell'Eurogruppo, Jeroen Dijsselbloem, il presidente della Banca Centrale Europea, Mario Draghi, e il presidente del Parlamento europeo, Martin Schulz, hanno redatto una relazione in cui sono stati fissati gli ambiziosi obiettivi per l'approfondimento dell'Unione Economica e Monetaria a partire dal 1° luglio 2015 e per il suo completamento al più tardi entro il 2025.

Nonostante alcuni passi in avanti compiuti, le divergenze nella zona Euro e la crisi hanno evidenziato la necessità di sopperire alle molte carenze. 18 milioni di disoccupati sono un

segnale chiaro di un doveroso rinnovamento. Nella stessa relazione l'attuale Unione è definita come *“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”*.

Al fine di rendere sempre più praticabile l'UEM essi hanno presentato misure concrete da attuare mediante tre fasi: alcuni interventi, come l'introduzione di un sistema europeo di garanzia dei depositi, dovranno essere effettuati nel breve tempo, mentre altri, come la creazione di una futura tesoreria per l'Area Euro, seguiranno in un secondo momento poiché richiedono alla loro base una più profonda condivisione della sovranità fra i paesi membri.

Richiamiamo le tre diverse fasi come sono state presentate nella relazione:

- ***Fase 1 ossia "approfondire facendo" (1 luglio 2015-30 giugno 2017): utilizzare gli strumenti esistenti e i vigenti trattati per rilanciare la competitività e la convergenza strutturale, attuare politiche di bilancio responsabili a livello sia nazionale che di zona euro, completare l'Unione finanziaria e rafforzare il controllo democratico.***
- ***Fase 2, ossia "completare l'UEM": saranno avviati interventi di più ampia portata per rendere il processo di convergenza più vincolante, ad esempio attraverso una serie di parametri di riferimento per la convergenza decisi di comune accordo, che avrebbero carattere giuridico, e la creazione di una tesoreria comune per la zona euro.***
- ***Fase finale (al più tardi entro il 2025): una volta che tutte le misure saranno pienamente in atto, un'UEM autentica e approfondita costituirebbe il contesto stabile e prospero per tutti i cittadini degli Stati membri dell'Unione europea che condividono la moneta unica, attraente e aperto all'adesione degli altri Stati membri dell'UE se lo desiderano.***

Verso un'Unione economica di convergenza, crescita e occupazione

Dal rapporto risulta che i pilastri fondamentali su cui dovrà poggiare la futura Unione saranno quattro: l'introduzione di un sistema di autorità per la competitività per la zona Euro; un impegno maggiore all'occupazione e alla performance sociale; un rafforzamento dell'attuazione delle procedure per gli squilibri macroeconomici e un più forte allineamento delle politiche economiche all'interno di un semestre europeo rinnovato, la serie annuale di incontri di comunicazione e sorveglianza delle politiche economiche dell'UE e nazionali. Nel breve tempo tali azione correttive dovranno essere attuate concretamente, mentre nel medio

termine il percorso di convergenza dovrà divenire più vincolante con l'adozione di una serie di standard comuni di alto livello definiti nella legislazione comunitaria.

Soffermiamoci un momento sulle autorità per la competitività. La composizione di tale organo dovrebbe essere scelta da ciascun Stato membro sulla base di un modello comune; mentre il suo operato dovrebbe essere indipendente. Il fine ultimo non sarà l'armonizzazione transfrontaliera dei processi e delle istituzioni domestiche che sono parte attiva nella formazione dei salari; difatti tali meccanismi sono assai differenti fra le nazioni aderenti in quanto rispecchiano le tradizioni giuridiche e le preferenze locali. Piuttosto il suo lavoro dovrebbe essere preso in considerazione come guida nel corso della contrattazione salariale sia dagli attori nazionali sia dalle parti sociali.

Verso l'Unione finanziaria

Come è risultato dalla nostra analisi precedente l'Unione finanziaria dev'essere una priorità assoluta per i policy makers dell'Unione. Difatti nella relazione tale obiettivo è posto nella Fase 1. Al fine di rendere il sistema bancario realmente unico ed essendo il denaro principalmente costituito da depositi bancari, i cinque presidenti sottolineano l'importanza sulla fiducia nella sicurezza di tali depositi indipendentemente dalla nazione in cui la banca opera. Si punta quindi alla realizzazione di sistemi unici per la garanzia dei depositi, per la vigilanza bancaria e per la risoluzione delle banche. Per gli ultimi due aspetti, come visto poc'anzi, si sono già ottenuti notevoli risultati. Il prossimo passo consiste invece nella creazione di un sistema europeo di garanzia dei depositi che dovrà nascere come un sistema di riassicurazione a livello centralizzato dei regimi nazionali di garanzia dei depositi.

Verso l'Unione di bilancio

Ulteriori considerazioni esposte nell'elaborato sono state mosse sulle politiche di bilancio insostenibili messe in opera da alcuni membri che hanno minato sia la stabilità finanziaria sia quella dei prezzi dell'Unione. Nel breve è stata prospettata l'attuazione di un Comitato consultivo europeo per le finanze pubbliche con il compito di esaminare indipendentemente e a livello europeo le performance dei bilanci e coordinare i consigli nazionali per le finanze pubbliche al momento esistenti. Nella Fase 2, al fine di permettere un migliore assorbimento dei grandi shock asimmetrici, non gestibili a livello nazionale, e una maggiore resilienza dell'UEM, si propone l'istituzione di una funzione comune di stabilizzazione

macroeconomica che potrebbe muovere i primi passi dal Fondo europeo per gli investimenti strategici.

Rafforzare il controllo democratico, la legittimità e le istituzioni: dalle regole alle istituzioni

Una maggiore interdipendenza e integrazione manifestano un'esigenza di una ripartizione più efficiente e trasparente delle nuove competenze. Per tale motivo i cinque presidenti auspicano un maggiore coinvolgimento e controllo parlamentari sia a livello nazionale sia a quello europeo, con particolare attenzione alle questioni dei programmi nazionali di riforma e dell'analisi annuale di crescita. Non essendo tuttora l'Unione Europea riconosciuta come un'entità unica nelle istituzioni finanziarie internazionali, i relatori evidenziano anche la necessità di tale rappresentanza unica. A questo si aggiunge il bisogno di un rafforzamento dell'Eurogruppo, al fine di fornire più ampi margini di manovra e maggiori strumenti alla sua presidenza.

Conclusioni

Attraverso il presente elaborato si è voluto inquadrare l'esperienza europea all'interno di un panorama teorico ben definito e valutarne la sua portata e le prospettive future.

Da quanto è emerso dall'analisi dei concetti basilari della teoria delle aree valutarie ottimali non è possibile classificare come ottimale l'Unione Economica e Monetaria Europea. Questo era evidente anche prima dell'adozione dell'euro; tuttavia una forte fiducia, forse eccessiva, nelle abilità delle istituzioni centrali e in quelle domestiche nell'assorbire grandi shock macroeconomici recessivi incentivarono una maggiore integrazione economica.

La recente crisi ha però evidenziato le molte lacune sia economiche sia politiche che ancora affliggono l'Unione Europea.

Per tale motivo al fine di assicurare la prosperità promessa ad ogni cittadino europeo è necessaria una revisione dell'assetto attuale. Alla conclusione del terzo capitolo si è voluto appositamente esporre gli obiettivi che i principali attori governativi europei si sono posti per rilanciare il processo di completamento politico ed economico europeo.

Come espresso nella stessa relazione dei cinque presidenti l'attuale esperimento europeo è ancora oggi un cantiere a cielo aperto, ma la strada intrapresa appare quella giusta e dato che un'uscita dall'euro non sembra praticabile è d'obbligo di ogni cittadino europeo auspicarsi la realizzazione di tali manovre correttive.

Appendice A

Grexit

Dobbiamo ora compiere una rapida digressione: sebbene la finalità di questo elaborato sia differente, non è possibile discutere sull'Eurogruppo e sulla crisi attuale senza menzionare la situazione greca.

Nonostante la gran parte dei paesi maggiormente coinvolti dalla crisi presentino qualche segnale di ripresa economica, lo Stato ellenico si trova tuttora nel mezzo della più grave recessione dei giorni moderni. La recente chiusura alla fine del mese di Giugno delle banche e della borsa valori per evitare una crisi di liquidità e il successivo default nei confronti del Fondo Monetario Internazionale (FMI) sono eventi in grado di spiegare da soli la gravità della situazione.

Dapprima discuteremo in breve le origini di un tale scenario, in seguito si presenteranno i punti chiavi del nuovo accordo, stipulato tra i principali creditori del debito sovrano e il governo greco, che ha permesso di scongiurare per il momento il famigerato piano Grexit, cioè l'abbandono dell'euro da parte della Grecia.

Il formarsi della crisi

Dalla metà degli anni Novanta grazie a una serie di sforzi la Grecia riuscì ad intraprendere la strada della convergenza verso i criteri richiesti al fine di poter esser ammessa nell'Eurogruppo. Esemplare in particolar modo risultò la riduzione del deficit pubblico che calò dal 1993 al 1999 di ben dieci punti percentuali, soddisfacendo il limite del 3% imposto dal Trattato di Maastricht. A questo, nonostante la restrittiva politica monetaria e fiscale di quel periodo, si aggiunse un sorprendente tasso di crescita del Pil, che si mantenne su livelli positivi fino a metà degli anni Duemila. Per ultimo, grazie al calo degli interessi e dell'inflazione, si osservò un aumento del flusso di capitali esteri e degli investimenti privati, il cui improvviso arresto negli anni successivi fu un fattore determinante per la recessione.

I primi problemi però nacquero nel 2004, quando il neo-eletto governo di Nuova Democrazia al fine di alleggerire il peso in bilancio delle spese per la difesa decise di modificare il metodo con cui contabilizzarle. Tale cambiamento provocò una revisione anche dei dati degli anni precedenti, dimostrando come nel 1999, anno cruciale per l'ammissione all'Unione, il deficit greco superasse il limite imposto. Da qui scaturì l'accusa nei confronti dello Stato ellenico di

aver contraffatto il bilancio con una conseguente perdita di credibilità. Tuttavia utilizzando la nuova metodologia secondo Eurostat il livello si assestava di poco sopra quello consentito, arrivando al 3,07%.

Oltre all'indebolimento della fiducia sul governo, la crisi si aggravò in modo ulteriore fra gli anni 2006-2009 poiché i vari governi succedutesi nel tempo non furono in grado di mantenere un adeguato controllo sulle spese e le entrate pubbliche, provocando un vertiginoso innalzamento del deficit, che arrivò a superare il 10% del Pil.

La successiva rivalutazione dei rischi finanziari da parte dei mercati avvenuta in seguito al crollo della banca d'affari statunitense Lehman Brothers e il declassamento dei titoli pubblici greci comportò l'esplosione definitiva. La mancanza di severe misure di stabilizzazione causò l'esclusione dai mercati finanziari per la Grecia, fino ad arrivare al primo salvataggio grazie l'intervento della Troika⁶, che impose come condizione un piano di risanamento.

Tutto questo non basta a spiegare in pieno la situazione greca, difatti il principale fattore scatenante la crisi sia dello Stato ellenico sia dei tutti i paesi periferici deriva dagli ingenti disavanzi delle partite correnti di queste nazioni, dai differenziali di sviluppo e dalla perdita di competitività.

Per riuscire a coprire i disavanzi, i paesi periferici, Grecia compresa, sono stato costretti a ricorrere ad un maggiore indebitamento. Da qui in poi Atene non è più riuscita a risollevarsi: l'austerità imposta dalla Troika nel successivo piano di salvataggio del 2012 non ha ottenuto i risultati sperati, portandoci fino al dibattito su Grexit dei nostri giorni.

Risulta molto interessante chiedersi come siano stati spesi i 237 miliardi prestati al governo greco nei due bail-out⁷ del 2010 e del 2012. Secondo un'analisi condotta da Mouzakis (2015), confermata da Blanchard (2015), ben l'89% dei fondi sono stati utilizzati per il pagamento degli interessi e del capitale sul debito esistente, per ripagare il Fondo Monetario Internazionale e per la ristrutturazione del debito. Tale dato aiuta a comprendere ulteriormente lo scenario odierno.

Il referendum e il nuovo accordo

Alla data del 30 Giugno 2015 la Grecia non è stata in grado di ripagare la rata prevista al FMI per i prestiti ricevuti. Inoltre nello stesso giorno è scaduto il piano di salvataggio europeo

⁶ L'insieme dei creditori ufficiali durante le negoziazioni con i paesi, ed è costituito da rappresentanti della Commissione europea, della Banca centrale europea e del Fondo monetario internazionale.

⁷ Salvataggio di un'istituzione che si trovi in uno stato di insolvenza.

iniziato nel 2012. Il governo attuale ha perciò richiesto la concessione di un nuovo prestito o in alternativa una proroga del precedente piano. Nel giorno 5 Luglio il governo indice un referendum per decidere se accettare o meno i termini imposti dall'Eurogruppo al fine della concessione di questo nuovo prestito. Con il 61,31% dei voti, è il fronte del "no" a trionfare. Il 9 luglio il governo greco fa pervenire all'Eurosummit⁸ una nuova proposta di riforme per ottenere un nuovo programma all'interno del meccanismo Salva-Stati⁹.

Il 13 Luglio l'Eurosummit trova un accordo che sancisce un ulteriore prestito nei confronti di Atene fra gli 82 e gli 86 miliardi di euro dal fondo Salva-Stati. Le condizioni però sono estremamente dure, in pratica significano il commissariamento del Paese al fine della realizzazione delle riforme richieste.

Entro le ventiquattro ore successive il parlamento greco approva il primo pacchetto di riforme concordato, che riguarda la riforma previdenziale con la fine nel 2022 alle pensioni anticipate, l'incremento dell'IVA su alcuni beni alimentari di prima necessità e l'addio alle agevolazioni fiscali per le isole.

Il 20 Luglio riaprono le banche elleniche, ma restano in vigore alcune restrizioni. Da Bruxelles arriva il prestito-ponte con cui il governo greco salda il debito nei confronti del FMI.

Il 23 Luglio viene approvato anche il secondo pacchetto di misure, che comprende il recepimento della direttiva UE sul salvataggio delle banche e la riforma del Codice di procedura civile allo scopo di ridurre i costi e di accelerare i processi.

Infine nel mese di Agosto il parlamento di Atene approva il terzo Memorandum d'intesa con la Commissione Ue e nel giorno giovedì 20 viene erogata dal Fondo Salva-Stati la prima tranche del terzo piano di salvataggio da 86 miliardi di euro, con cui il governo ellenico rimborsa l'arretrato di 3,2 miliardi alla Bce nell'ultimo giorno disponibile.

Nel breve tempo si dovrà inoltre introdurre un consiglio di bilancio indipendente per garantire il rispetto del cosiddetto Fiscal Compact¹⁰ e garantire la piena indipendenza dell'Ufficio di statistica nazionale greco, assoggettato più volte in passato a condizionamenti politici.

⁸ Meeting dei capi di Stato dei paesi aderenti all'UEM.

⁹ Il Meccanismo europeo di stabilità (MES), detto anche Fondo Salva-Stati, istituito dalle modifiche al Trattato di Lisbona (art. 136) approvate il 23 marzo 2011 dal Parlamento europeo e ratificate dal Consiglio europeo a Bruxelles il 25 marzo 2011, è fondo finanziario europeo per la stabilità finanziaria della zona euro (art. 3).

¹⁰ Il Patto di bilancio europeo, formalmente Trattato sulla stabilità, coordinamento e governance nell'unione economica e monetaria è un accordo approvato con un trattato internazionale il 2 marzo 2012 da 25 dei 28

Nel medio periodo dovranno invece avvenire la riforma completa del sistema pensionistico e una modifica del mercato del lavoro; per ultimo saranno previste delle liberalizzazioni di alcuni settori chiave del commercio.

stati membri dell'Unione europea. È entrato in vigore il 1 gennaio 2013. Il patto contiene una serie di regole, chiamate "regole d'oro", che sono vincolanti nell'UE per il principio dell'equilibrio di bilancio.

BIBLIOGRAFIA

1. Baldwin, 2006, "In or out: does it matter? An evidence-based analysis of the euro's trade effects", Centre for Economic Policy Research, Londra
2. Bargain O., et al., 2013, "Fiscal union in Europe? Redistributive and stabilizing effects of a European tax-benefit system and fiscal equalization mechanism", IZA Discussion Paper, N. 6585
3. Blanchard O., 2015, "Greece: Past Critiques and the Path Forward" [online], disponibile su <http://blog-imfdirect.imf.org/2015/07/09/greece-past-critiques-and-the-path-forward/> [data di accesso: 27/08/15]
4. Blanchard O., Amighini A., e Giavazzi F., 2010, Macroeconomia: una prospettiva europea, Bologna: Il Mulino
5. Calmfors L., e Driffil J., 1988, "Bargaining structure, corporatism and macroeconomic performance", Economic Policy, Vol. 6
6. Chari V.V., DAVIS A., e Kehoe P.J., 2015, "Rethinking optimal currency areas", Federal Reserve Bank of Minneapolis, Research Department Staff Report New
7. Commissione Europea, 1990, "One market, one money", European Economy, Vol. 44
8. Cuaresma J.C., Égert B., e Silgoner M.A., 2007. "Price Level Convergence in Europe: Did the Introduction of the Euro Matter?", Monetary Policy & the Economy, Oesterreichische Nationalbank (Austrian Central Bank), issue 1
9. De Arcangelis G., 2005, Economia Internazionale, Milano: McGraw-Hill
10. De Grauwe P., 1998, Economia dell'integrazione monetaria, 3° ed. Bologna: Il Mulino
11. De Grauwe P., 2012, "The governance of a fragile Eurozone", Australian Economic Review, Vol. 45 (3)
12. Frankel J.A., e Rose A.K., 1998, "The endogeneity of the optimum currency area criteria", Economic Journal, Vol. 108
13. Friedman M., 1953, "The case for flexible exchange rates", Essays in Positive Economics, University of Chicago Press
14. Ingram J.C., 1969, "Comment: the currency area problem", in Mundell R.A. e Swoboda A.K., "Monetary problems of the international economy", University of Chicago Press
15. Ingram J.C., 1973, "The case for european monetary integration", Essays in International Finance, 98, Princeton, NJ: Princeton University Press
16. Ishiyama Y., 1975, "The theory of optimum currency areas: a survey", International Monetary Fund Staff Papers, Vol. 22

17. Juncker J.C., et al., 2015, "Completare l'unione economica e monetaria dell'europa" [online], disponibile su http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/5-presidents-report_it.pdf [data di accesso: 27/08/15]
18. Kenen P.B., 1969, "The theory of optimum currency areas: an eclectic view", in Mundell R.A. e Swoboda A.K., "Monetary problems of the international economy", University of Chicago Press
19. Krugman P., 1991, "Geography and trade", Cambridge, MA: Mit Press
20. Krugman P.R., Obstfeld M., e Melitz M.J., 2012, *Economia internazionale 2, Economia monetaria internazionale*, 5° ed., Milano: Pearson Italia
21. Krugman P.R., 2012, "Revenge of the optimum currency area" [online], disponibile su <http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/06/24/revenge-of-the-optimum-currency-area/> [data di accesso: 27/08/15]
22. Kydland F., e Prescott E., 1977, "Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans", *Journal of Political Economy*, Vol. 85 (3)
23. McKinnon R.I., 1963, "A theory of optimum currency areas", *American Economic Review*, Vol. 53 (4)
24. McKinnon, R.I., 1969. Discussion: the currency area problem. In: Mundell, R.A., Swoboda, A.K. (Eds.), *Monetary Problems of the International Economy*. University of Chicago Press, Chicago
25. Mongelli F.P., 2008, "European economic and monetary integration and the optimum currency area theory", European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs Publications
26. Mouzakis Y., 2015, "Where did all the money go?" [online], disponibile su <http://www.macropolis.gr/?i=portal.en.the-agera.2080> [data di accesso: 27/08/15]
27. Mundell R., 1961, "A theory of optimum currency areas", *American Economic Review*, Vol. 51 (4)
28. O'Rourke K.H., Taylor, A.M., 2013, "Cross of Euros", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 27 (3)
29. Rose A.K., e van Wincoop E., 2001, "National money as a barrier to international trade: the real case for currency union", *American Economic Review*, Vol. 91
30. Tavlas G.S., 1993, "The 'new' theory of optimum currency areas", *The World Economy*, Vol. 16
31. Tavlas G.S., Dellas H., 2009, "An optimum-currency-area odyssey", Bank of Greece, Economic Research Department – Special Studies Division

32. Tavlas, G.S., 1994, "The Theory of Monetary Integration," *Open Economies Review*, Vol. 5 (2)