

## POLITICA ECONOMICA - 16:

### Il Trattato di Maastricht e la “Unione economica e monetaria” europea.

---

#### LIBRO DI RIFERIMENTO:

ENRICO MARELLI E MARCELLO SIGNORELLI (2015), «POLITICA ECONOMICA. LE POLITICHE NEL NUOVO SCENARIO EUROPEO E GLOBALE», GIAPPICHELLI EDITORE, TORINO.

# Necessità di cambi stabili nell'UE

- Nel mondo, dopo il crollo di *Bretton Woods* (cfr. cap. 12), periodo di forte **instabilità valutaria** (anni '70) e regime di **cambi flessibili**.
  - Anche oggi tra le grandi aree valutarie: dollaro, euro, sterlina, yen, ecc.
- Ma la **stabilità dei cambi** favorisce la stabilità dei prezzi e lo sviluppo del commercio internazionale.
- Ciò è importante soprattutto **all'interno dell'UE**:
  - sono economie con elevato **grado d'apertura** e sempre più integrate,
  - connotate da un **impatto macroeconomico** rilevante di variazioni dei cambi,
    - Si stimava per l'Italia che una svalutazione della lira del 10% causasse un incremento del pil dello 0,5%.
  - con un notevole ruolo della PAC.
- Nella CEE si cercò quindi di rimediare alla crescente instabilità mondiale dei cambi attraverso il **serpente monetario** del 1972-73; esperimento di breve durata (fallito anche per lo shock petrolifero).
- Percorso successivo:
  - 1979: avvio dello **SME** (e sua crisi nel 1992-92)
  - 1999: nascita dell'**euro** (dopo il Trattato di Maastricht del 1992).

# Il Sistema Monetario Europeo

- Il **Sistema Monetario Europeo (SME)** fu firmato nel 1978 e prese avvio nel marzo 1979.
  - All'inizio era un accordo tra banche centrali; fu poi formalmente inserito nel Trattato di Roma con l'Atto Unico del 1985.
- I contenuti principali dello SME erano:
  - **accordo di cambio** (ERM, *exchange rate mechanism*),
  - regolamentazione degli **interventi delle banche centrali** (ad es. interventi infra-marginali, al margine, ecc.),
  - norme relative al **finanziamento degli interventi** (linee di credito).
- Nasce anche l'**ecu**, l'unità monetaria europea, che era un'unità di conto (non mezzo di pagamento).
  - Era un **paniere di valute** il cui valore, ad esempio in termini di lire, era dato da una media ponderata di tutti i cambi bilaterali rispetto alla lira.
- L'**accordo di cambio** (*exchange rate mechanism*, ERM) prevedeva che fossero fissate delle **parità centrali** delle valute nazionali rispetto all'*ecu* attorno alle quali potevano oscillare i cambi di mercato.
- Vi erano due **elementi di flessibilità** nello SME (cambi "**quasi fissi**"):
  1. I cambi di mercato potevano fluttuare normalmente attorno alla parità centrale in una **banda di oscillazione** del  $\pm 2,25\%$ 
    - alla lira italiana fu garantita una banda del  $\pm 6\%$ , ridotta poi alla ampiezza normale nel 1990 (la banda fu però ampliata per tutte le valute al  $\pm 15\%$  dopo la crisi dello SME del 1992-93).

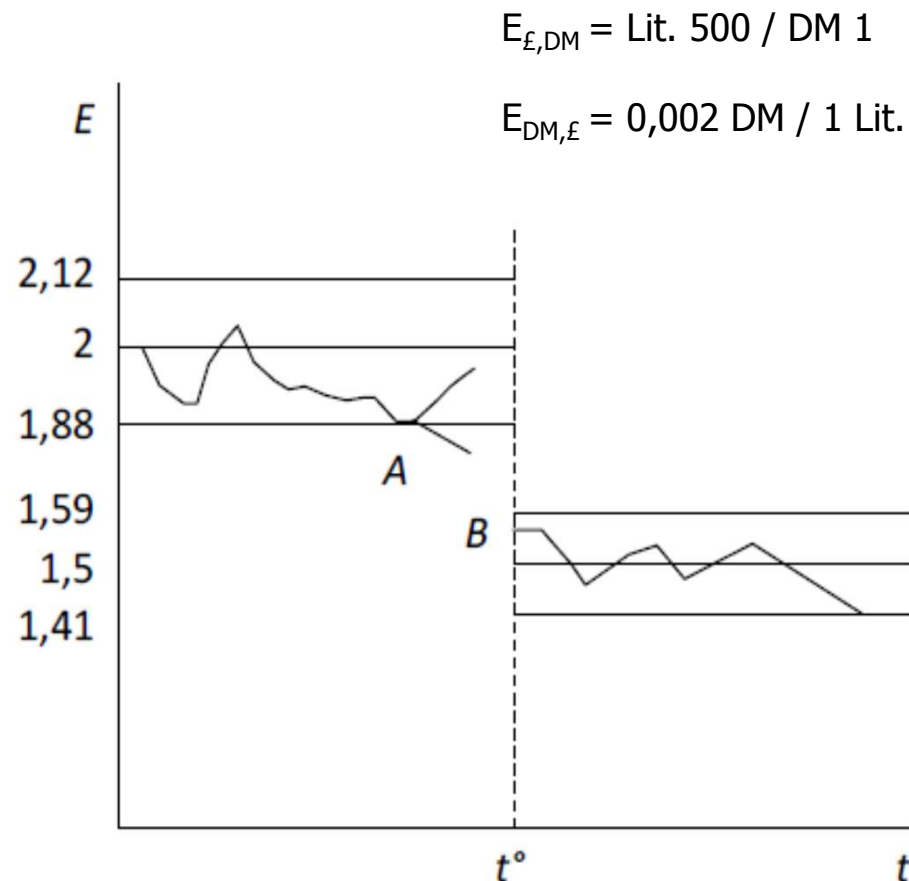
# Caratteristiche dello SME

2. Quando i cambi di mercato tendevano ad oltrepassare la banda di fluttuazione e gli interventi sui cambi risultavano inefficaci, il Consiglio europeo poteva decidere **collegialmente un riallineamento**, ossia un cambiamento della parità centrale.

- I **dieci riallineamenti** fino al 1986 furono dovuti alla necessità di aggiustare i differenziali d'inflazione (ad es. della lira italiana) rispetto al marco tedesco. Segue un periodo (1987-1992) detto dello "**SME forte**", senza riallineamenti.
- In questo modo, anche dopo i riallineamenti, il deprezzamento del cambio risulta piccolo (o addirittura assente) e così pure il profitto per gli speculatori.

- Anche lo SME era però un **sistema sostanzialmente asimmetrico**: la **politica monetaria** (tassi d'interesse) era **decisa dal paese leader** (la Germania)

- Possibili conflitti sul tipo di politica monetaria (ed economica) possono determinare alla lunga una crisi del sistema.



# Aspettative e credibilità del cambio

- Dall'equazione della **parità scoperta dei tassi d'interesse**:

$$i_t = i_t^* - (E_{t+1}^e / E_t - 1)$$

dove:  $i_t$  è il tasso d'interesse interno,  $i_t^*$  quello estero (tedesco),  $E_t$  è il tasso di cambio corrente,  $E_{t+1}^e$  è quello atteso (se  $E_{t+1}^e < E_t$  ci si aspetta una svalutazione della moneta nazionale);

un **test di credibilità** consiste nel verificare se il cambio atteso per il periodo  $t+n$  ( $n=1,5,\dots$ )  $E_{t+n}^e$  rientra nella banda di oscillazione (dove  $E_L$  e  $E_U$  sono i limiti inferiore e superiore della banda):

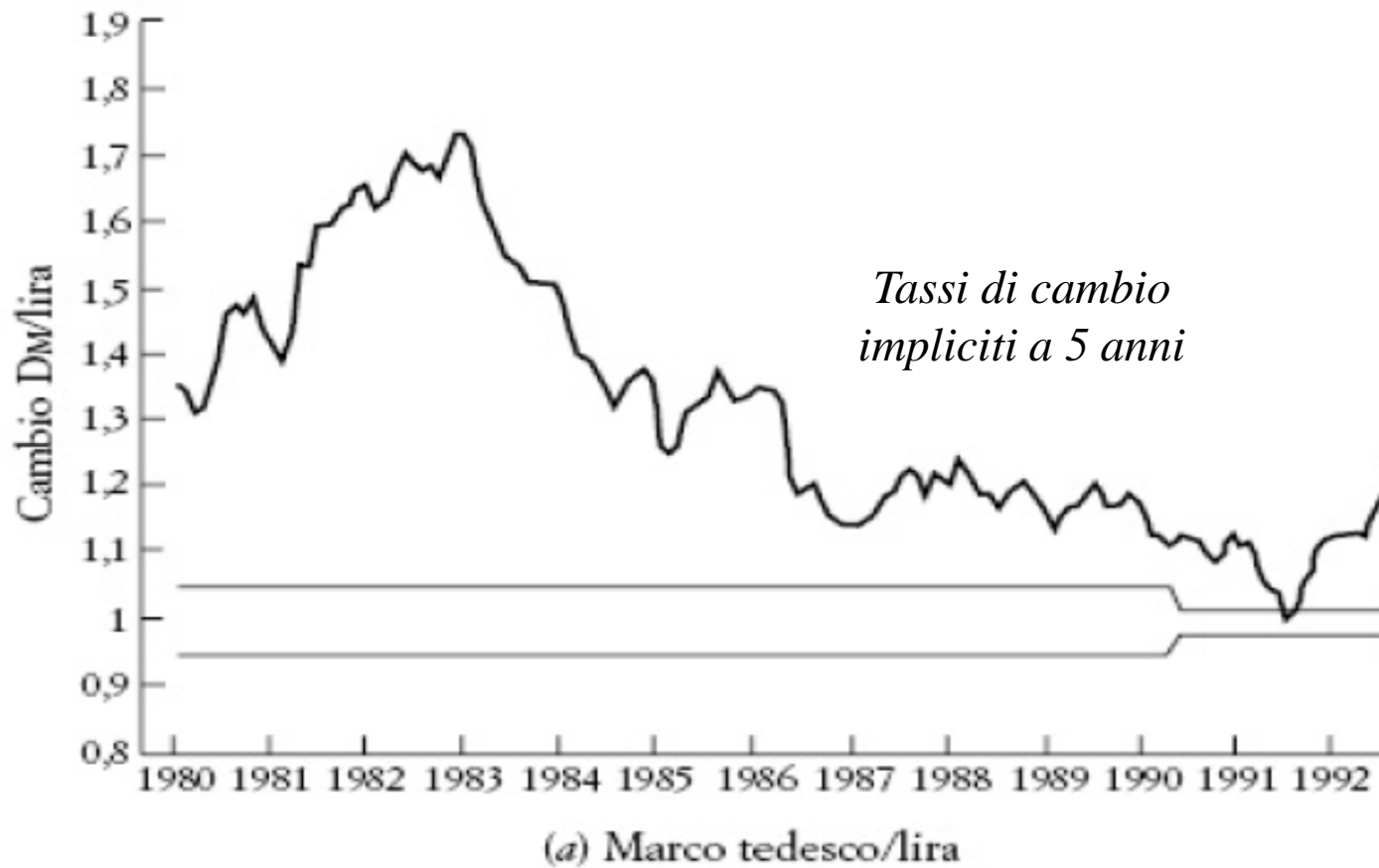
$$E_L < E_{t+n}^e < E_U$$

o, in modo equivalente, data la condizione di parità e dato  $i^*$ , in termini di tassi d'interesse

$$i_U > i_{t+n} > i_L$$

- E quindi, se ad esempio il tasso d'interesse *forward* è:  $i_{t+n} > i_U$  significa che i cambi fissi – ed in particolare la banda di oscillazione esistente – **non** sono ritenuti **credibili** (nell'orizzonte temporale entro  $t+n$ ).
- Nel caso della lira italiana, i tassi di cambio "impliciti" (a 5 anni) rispetto al marco sono rimasti quasi sempre al di fuori dei limiti di credibilità (*vedi grafico*).
- Lo SME cercò all'inizio di contrastare gli **attacchi speculativi** grazie ad una gestione "**flessibile**" dei cambi fissi: bande di oscillazione relativamente ampie e riallineamenti frequenti. Inoltre, per quasi tutti gli anni '80 erano in vigore **controlli sui movimenti di capitali**.

## La credibilità della banda lira/marco



# La crisi dello SME (1992-93)

---

## ■ Principali **cause**:

- **politico-istituzionali**: nel 1992, firma del Trattato di Maastricht, ma nel giugno 1992 shock per il no al referendum in Danimarca e poi sondaggi d'opinione negativi in Francia; quindi **incertezza nei mercati finanziari**;
- **economiche**: in Europa **recessione** in quel biennio e **policy-mix** seguito in Germania, basato su una politica fiscale espansiva ( $\uparrow G$  per riunificazione tedesca) ed una politica monetaria restrittiva (la *Bundesbank* voleva contrastare i rischi d'inflazione)  $\Rightarrow \uparrow i$ ;
- **dilemmi di politica economica** per gli altri paesi:
  - i. seguire la Germania alzando i tassi (**obiettivo esterno** del cambio fisso),
  - ii. o tenerli più bassi (duplice **obiettivo interno**, per contrastare la recessione e contenere l'onere del debito), rinunciando al cambio fisso.
    - Scommessa degli speculatori per la seconda soluzione e aspettative auto-realizzantesi;
- cause **specifiche dell'Italia**: elevato debito pubblico (manovra di Amato da 90.000 md. di lire), perdita di competitività (oltre il 30% rispetto alla Germania, soprattutto dallo "SME forte"); instabilità politica (Tangentopoli, crollo dei partiti storici, ecc.).

# Evoluzione della crisi

- Gli **attacchi speculativi** si intensificarono durante l'estate 1992
  - la Banca d'Italia, per difendere la lira, attinse a tutte le **riserve valutarie** accumulate negli anni '80, ma l'aiuto della Bundesbank risultò in pratica limitato.
- Il 12 settembre si decise un primo **riallineamento** della lira (-7%), ma questo fu interpretato come un segnale di resa.
  - la Banca d'Italia alzò i tassi d'interesse drasticamente (il tasso ufficiale di sconto risalì al 15%, oltre il 10% reale !).
- Dopo quattro giorni, la lira fu costretta ad **abbandonare** gli accordi di cambio dello SME (assieme alla sterlina inglese, da poco entrata) ed iniziò quindi una fluttuazione (che sarebbe poi durata per quattro anni).
- La speculazione si scatenò poi contro diverse **altre valute**, che furono costrette a svalutare – peseta, escudo, sterlina irlandese – e, nella primavera 1993, contro lo stesso franco francese.
  - Al di fuori dello SME, si assistette a rialzi del tasso d'interesse *overnight* al 500% in Svezia, al 300% in Irlanda!
- Nell'agosto 1993, il Consiglio europeo decise quindi di passare alla **banda larga** ( $\pm 15\%$ ) per tutte le valute dello SME.
  - Tra il settembre 1992 ed il marzo 1995, la lira italiana si svalutò fino ad un massimo del 50% rispetto al marco tedesco. Rientrò nello SME nel novembre 1996.



# Il Trattato di Maastricht

- Proprio la crisi della SME fece paradossalmente capire la **necessità della unione monetaria**. L'altra soluzione estrema – cambi totalmente flessibili – era incompatibile con l'unione doganale ed il mercato unico.
  - Infatti vi è un “**quartetto inconciliabile**” (formulato da Padoa Schioppa) tra: (1) libero commercio, (2) libero movimento di capitali, (3) tassi di cambio quasi-fissi, (4) politiche monetarie indipendenti.
- Il **Trattato** fu adottato nel dicembre 1991 e firmato a **Maastricht** il 7 febbraio 1992. Dopo le ratifiche nazionali entrò in vigore il 1°11.1993.
- Il suo obiettivo principale è la costituzione di un'**Unione Economica e Monetaria (UEM)**. Riguardo alla prima, ribadisce:
  - il completamento delle **quattro liberalizzazioni** previste dal Mercato Unico;
  - l'accentuazione della **politica della concorrenza**;
  - il rafforzamento delle **politiche strutturali e regionali** (istituzione del nuovo Fondo di coesione);
  - il **coordinamento delle politiche macroeconomiche** nazionali.
- Altri obiettivi esplicitati nel Trattato:
  - cittadinanza europea e relativi diritti, comune sicurezza interna, cooperazione in tema di difesa, politica estera, ecc. (rinviato invece il “Protocollo sociale”).

# Le tre fasi dell'Unione Monetaria

---

- Riguardo all'Unione Monetaria (UM), il Trattato accoglie i principi del **gradualismo** e della **condizionalità** (come suggerito dal "Rapporto Delors" del 1989).
- **1° fase (1990-93):**
  - divieto alle restrizioni ai **movimenti di capitali**;
  - valute all'interno della **banda stretta** dello SME;
  - **coordinamento** delle politiche macroeconomiche ed aumento dei fondi strutturali.
- **2° fase (1994-98):**
  - costituzione dell'Istituto Monetario Europeo (**IME**);
  - adattamento delle **legislazioni sulle banche centrali** nazionali ai principi dell'UME (indipendenza, ecc.);
  - **divieto dei finanziamenti monetari** dei disavanzi o del sostegno da parte di altri Stati (**no bail-out**);
  - preparazione della normativa comunitaria necessaria per la **futura introduzione dell'euro** (così fu denominata la nuova valuta nel Consiglio europeo del dicembre 1995);
  - verifica dei **criteri di convergenza** per il passaggio al terzo stadio.
- **3° fase (dal 1999).**

# I criteri di convergenza di Maastricht

- Per l'ammissione alla 3° fase, i paesi dovevano rispettare dei **criteri di convergenza**:
  - i. **tasso d'inflazione** annuo (in termini di prezzi al consumo, IACP) non superiore dell'1,5% a quello dei tre paesi con meno inflazione,
  - ii. **tasso d'interesse nominale sui titoli pubblici** a lungo termine non superiore del 2% a quello dei tre paesi meno inflazionistici,
  - iii. **disavanzo pubblico** (indebitamento della pubblica amministrazione) non superiore al 3% del pil, a meno di situazioni eccezionali e temporanee,
  - iv. **debito pubblico** non superiore al 60% del pil, o comunque in fase di riduzione verso il valore di riferimento,
  - v. **tasso di cambio** all'interno della banda di oscillazione normale dello SME, almeno per un biennio (ossia assenza di svalutazioni o riallineamenti).
- Il criterio sull'inflazione posto per assicurare che i paesi candidati alla UME manifestassero preferenze (sull'inflazione) uguali a quelle tedesche già dell'ingresso. Per i criteri sul bilancio, cfr. Patto di Stabilità (*cap. 18*).

# Verifica dei criteri di convergenza e avvio dell'Unione Monetaria europea

- La verifica dei criteri fu fatta nel Consiglio europeo straordinario del 3 maggio 1998. L'elenco degli **ammessi** comprendeva **11 paesi** (sui 15 allora facenti parte dell'UE)
  - Tra i **paesi out**, la Grecia era l'unico paese escluso.
  - Al Regno Unito (come pure alla Danimarca) era stata invece concessa la clausola **opting-out**. La Svezia si era volontariamente autoesclusa, non chiedendo l'adesione allo SME.
- Le ammissioni successive riguardarono (per un totale di **18 paesi**):
  - Grecia (2001), Slovenia (2007), Cipro e Malta (2008), Slovacchia (2009), Estonia (2011), Lettonia (2014), Lituania (2015).
- Lo stadio finale dell'UME (dal 1° 1.1.1999) si caratterizza per:
  - piena convertibilità delle monete e **tassi di cambio fissati irrevocabilmente**,
  - successiva **introduzione della nuova moneta comune, l'euro**; la circolazione delle banconote e delle monete metalliche in euro è avvenuta il **1° gennaio 2002**;
  - nuove istituzioni (BCE, SEBC, ecc.) responsabili per la **politica monetaria europea**,
  - regole sui bilanci pubblici (Patto di Stabilità).

# Strategia di Maastricht e ciclo economico europeo

- La “strategia di Maastricht” si è accompagnata a **politiche monetarie rigorose** (per il rispetto dei criteri sull’inflazione e sul cambio) e politiche di **risanamento fiscale** (per il rispetto dei criteri sul disavanzo e sul debito).
- Secondo alcuni (De Grauwe) ciò ha determinato **spinte deflazionistiche**, che hanno penalizzato la crescita economica ed un aumento della **disoccupazione** (che poi è divenuta strutturale).
  - In realtà, le politiche di risanamento fiscale ( $\downarrow D$ ) possono avere:
    - **effetti keynesiani**, che portano a ridurre la domanda aggregata ed il reddito, nonché un successivo peggioramento del disavanzo pubblico:  $\downarrow G$  o  $\uparrow T \Rightarrow \downarrow Y$  (poi  $\uparrow D$  per gli stabilizzatori automatici);
    - **effetti non-keynesiani**, che si riferiscono alle migliorate aspettative quando sono intraprese credibili azioni di risanamento:  $\downarrow D \Rightarrow \downarrow T^e$  e  $\downarrow i \Rightarrow \uparrow C$  e  $\uparrow I \Rightarrow \uparrow Y$  ecc.).
- E’ probabile che la strategia “deflazionistica” di Maastricht, perseguita **simultaneamente** in molti paesi, abbia determinato un rallentamento nella crescita
  - Similitudini con **situazione attuale** (effetti ancor più accentuati!)

# L'ammissione dell'Italia all'UME

- L'Italia ancora all'inizio del 1996 veniva data certamente per esclusa: inflazione decrescente ma ancora elevata, alti disavanzi e debiti pubblici, ancora fuori dallo SME, ecc.
- Essa cominciò a vincere la scommessa solamente nell'autunno di quell'anno, grazie a: (i) pesante **manovra finanziaria** ("tassa per l'Europa", accompagnata pure da alcune misure di contabilità creativa); (ii) maggiore **credibilità** e discesa **tassi**; (iii) **riammissione nello SME** nel novembre 1996; (iv) **riduzione del tasso d'inflazione**
  - Fino all'1,7% nel 1997, il livello più basso dei precedenti 30 anni. Nello stesso anno, **avanzo primario** senza precedenti (6,8%).
- *Bonus* di **credibilità**: politiche di risanamento più decise  $\Rightarrow$  rispetto tendenziale dei criteri  $\Rightarrow$   $\uparrow$  credibilità ammissione  $\Rightarrow$   $\downarrow$  tassi d'interesse  $\Rightarrow$   $\downarrow$  disavanzi pubblici  $\Rightarrow$  rispetto effettivo dei criteri di Maastricht (a parte il criterio del debito).
  - Il differenziale tra tassi d'interesse italiani e quelli tedeschi (**spread**), pari a 440 punti base nel marzo 1996, era sceso a 30-40 punti nella primavera 1997, per poi quasi scomparire nel maggio 1998.

## La conversione in euro e lo SME-2

- I tassi di cambio tra le monete nazionali e l'**euro**, dal 1° gennaio 1999 dovevano essere identificati, secondo il Trattato, con il valore di mercato delle **monete nazionali nei confronti dell'ecu, alla data del 31 dicembre 1998**.
  - Nel caso della lira, 1€ = 1936,27 Lit.
  - Comunque, per evitare il rischio di attacchi speculativi dell'ultimo momento, il Consiglio europeo del maggio 1998 decise di adottare le **esistenti parità centrali** dello SME quali tassi fissi di conversione.
  - Questi tassi di conversione furono creduti e la speculazione divenne stabilizzante.
- Per i paesi dell'UE che non adottano ancora l'euro è stato approvato nel 1997 un nuovo meccanismo noto come **SME-2**.
- Prevede un'adesione volontaria ed una banda d'oscillazione normale (del  $\pm 15\%$  attorno all'euro); ma i singoli paesi possono adottare volontariamente margini più ristretti.
  - In aggiunta alla Danimarca, molti Nuovi Membri hanno chiesto di partecipare: Slovenia, Cipro, Malta, Slovacchia ed i tre paesi baltici.
  - La permanenza per **almeno due anni** entro questo sistema è condizione necessaria per poter adottare l'euro.

# Teoria delle aree valutarie ottimali

- E' vantaggioso per un paese partecipare ad un'unione monetaria? Secondo la **teoria delle aree valutarie ottimali** (AVO), la risposta è positiva quando i benefici derivanti dall'UM superano i costi.
  - La teoria, nota in inglese come *optimal currency areas* (OCA), prese le mosse negli anni '50-60, con i contributi di Mundell.
- I **costi** sono prevalentemente **macroeconomici**: si riferiscono alla perdita dello strumento del cambio e di politiche monetarie indipendenti.
- I **benefici** sono principalmente di tipo **microeconomico**: essi includono soprattutto l'abbattimento dei costi di transazione e l'eliminazione del rischio di cambio.
- Questi benefici sono rilevanti per economie molto **integrate** (ossia con un elevato **grado di apertura** reciproco, ad es. in % del pil).
  - Vi possono anche essere **benefici macroeconomici**:
    - quelli esistenti in un regime di cambi fissi (credibilità antinflazionistica "presa a prestito" dal paese ancora del sistema, disciplina monetaria che rafforza l'obiettivo della stabilità dei prezzi, logica del cambio forte usato come una "frusta") sono rafforzati nelle UM.
    - Inoltre, soprattutto per i paesi devianti, benefici nella fase di **transizione** ( $\downarrow \pi, \downarrow i$  ed anche  $\downarrow$  disavanzo pubblico).



# I benefici microeconomici

- **L'eliminazione dei costi di transazione** – commissioni e costi indiretti per il cambio delle valute – corrisponde ad un guadagno netto di benessere per l'intera collettività.
  - I benefici riguardano il **commercio** di beni e servizi (incluso il turismo), i flussi di **persone**, i movimenti di **capitale**.
    - In uno studio del 1990, la Commissione aveva stimato tale vantaggio compreso tra lo 0,25% e lo 0,5% annuo del pil.
  - **Effetti indiretti**: maggior trasparenza e **concorrenza** nei mercati (riduzione delle segmentazioni tra mercati nazionali, minor discriminazione di prezzo). Maggior concorrenza significa **minori prezzi per i consumatori**, stimolo agli investimenti e alla crescita.
- **Eliminazione del rischio di cambio**, che favorisce il commercio internazionale e la crescita economica.
  - Infatti il rischio di cambio rende meno efficiente il meccanismo dei prezzi, in quanto l'**incertezza** sui prezzi futuri rende meno attendibili i segnali per le decisioni di produzione, consumo, investimento (inclusi commercio internazionale e IDE);
  - inoltre fa aumentare il **tasso d'interesse reale**, frenando gli investimenti e deteriorandone la qualità (problemi di *moral hazard* e *adverse selection*).

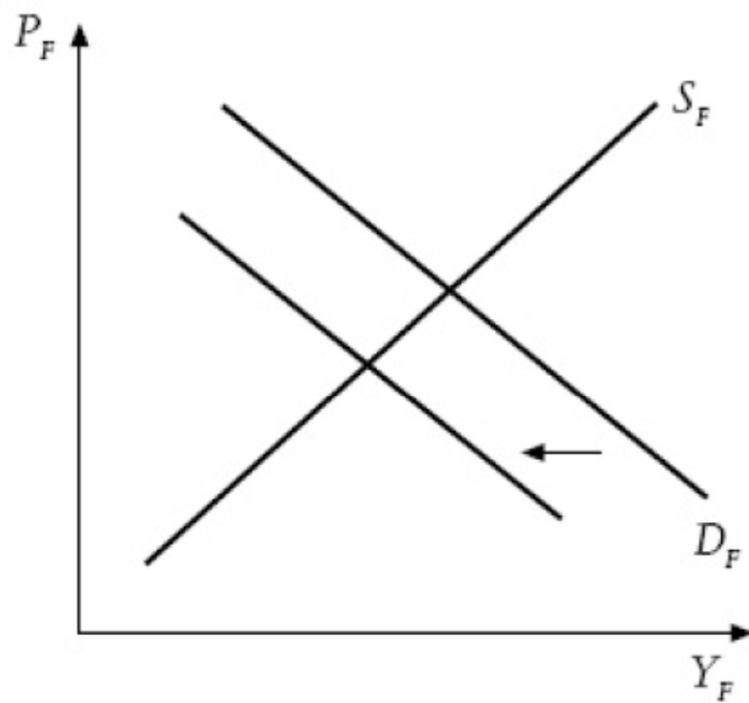
## I costi: la perdita dello strumento del cambio

- Il **costo** principale di un'UM è dato dalla **rinuncia alla manovra del tasso di cambio**. Tale costo:
  1. sale al crescere della probabilità del verificarsi di **shock asimmetrici**.
  2. scende invece in presenza di meccanismi di aggiustamento alternativi: **flessibilità** di prezzi e salari, **mobilità del lavoro**.
    - Si noti peraltro che in un regime di **cambi flessibili**, non sempre i cambi nominali riflettono i fondamentali. In un regime di **cambi quasi-fissi**, le svalutazioni sono efficaci a certe condizioni (condizioni di Marshall-Lerner, effetto J, ecc.: *cfr. cap. 12*).
    - In sintesi, la **manovra del tasso di cambio è efficace solo se lo shock è asimmetrico**, ma sulla domanda aggregata (di uno specifico paese).
      - E' invece inefficace con i seguenti tipi di shock: permanente, simmetrico (comune a più paesi), specifico di settore, di tipo finanziario invece che reale.

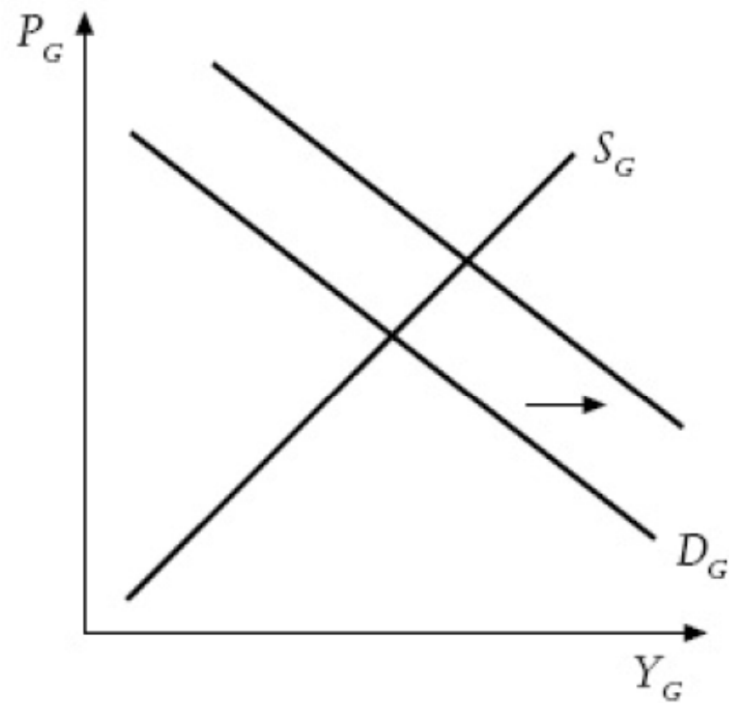
# Shock asimmetrici e meccanismi di aggiustamento

- Seguendo Mundell (1961), supponiamo vi sia uno **spostamento di preferenze** dei consumatori dai prodotti di un paese (Francia) a quelli di un altro paese (Germania): è questo un esempio classico di **shock asimmetrico**.
- Allora  $\downarrow D_F$  in Francia (con  $\downarrow Y_F$  e  $\downarrow P_F$ ) e  $\uparrow D_G$  in Germania (con  $\uparrow Y_G$  e  $\uparrow P_G$ ).  
(vedi grafico ①)
- Un **aggiustamento automatico** di mercato ha luogo in presenza di **flessibilità salariale** (vedi grafico ②):
  - In Francia:  $\downarrow Y_F \Rightarrow \uparrow u_F \Rightarrow \downarrow W_F \Rightarrow$  la curva di offerta ( $S_F$ ) si sposta in basso  $\Rightarrow \uparrow Y_F$  e torna verso l'equilibrio iniziale
    - Inoltre,  $\downarrow P_F$  rende più competitivi i prodotti francesi e contribuisce a  $\uparrow NX_F$  e  $\uparrow Y_F$
  - In Germania: modifiche opposte e simmetriche.
  - Inoltre, in presenza di **mobilità del lavoro**, dato che  $\uparrow u_F$  e  $\downarrow u_G$ , vi sarà un flusso di lavoratori francesi disoccupati dalla Francia alla Germania; ciò eliminerà la disoccupazione in Francia e le pressioni inflazionistiche in Germania.
- Un **aggiustamento** alternativo a quello di mercato è la **modifica del tasso di cambio**: nel nostro caso una svalutazione del franco rispetto al marco (vedi grafico ③)
  - Le curve di domanda tornerebbero indietro, riportando il sistema verso l'equilibrio iniziale (anche senza flessibilità salariale e mobilità del lavoro).

## ① Esempio di shock asimmetrico

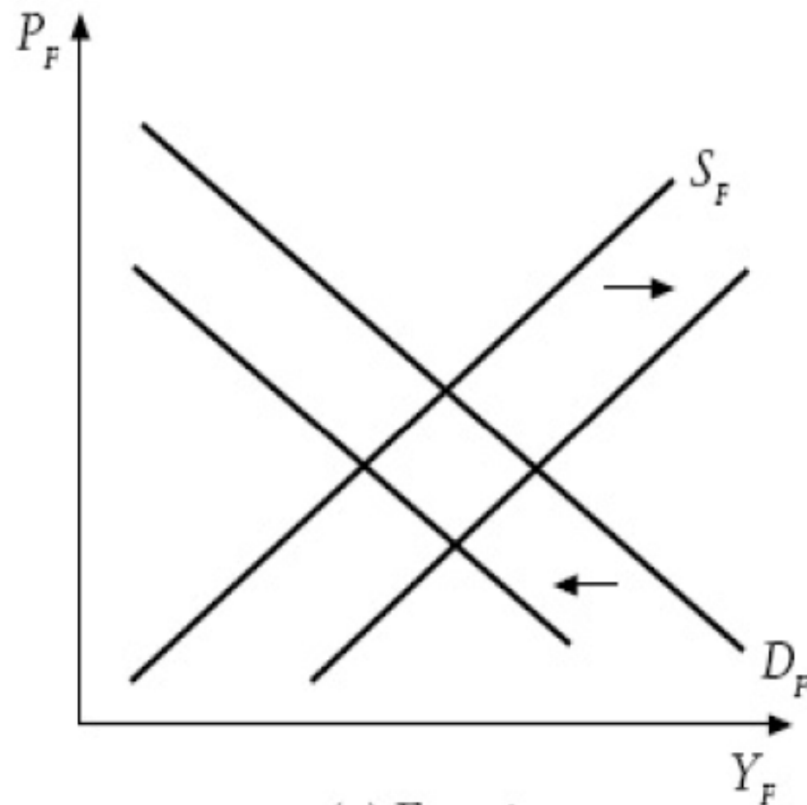


(a) Francia

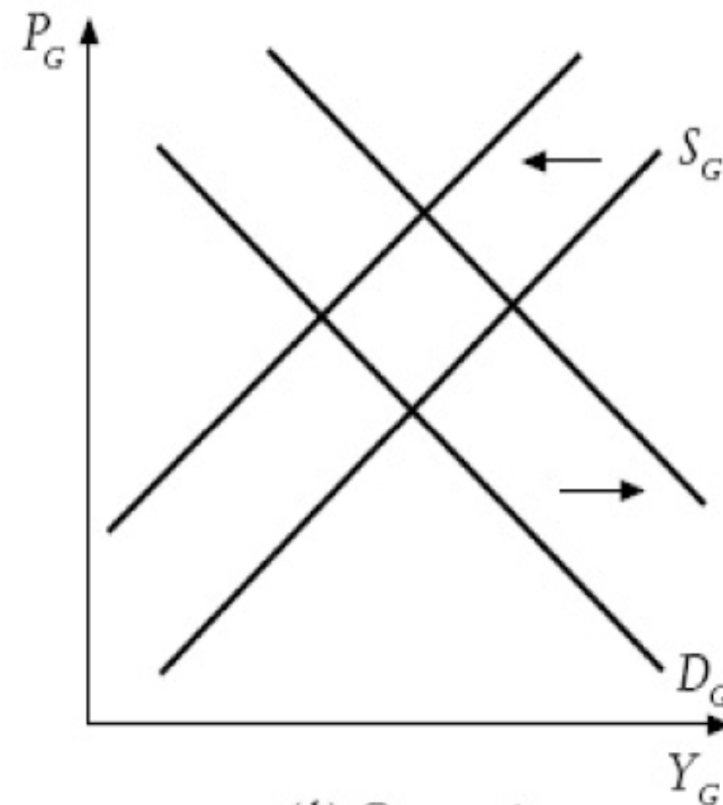


(b) Germania

## ② L'aggiustamento di mercato (prezzi e salari flessibili)

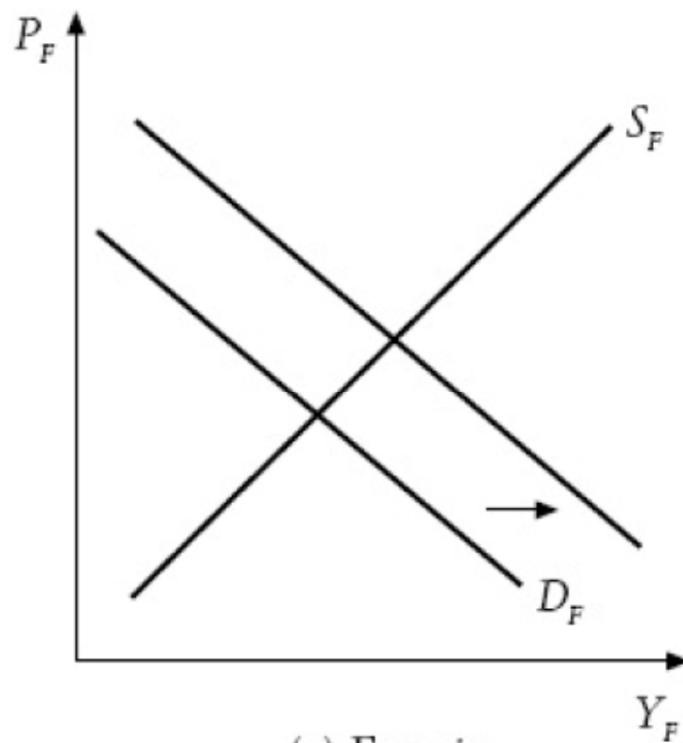


(a) Francia

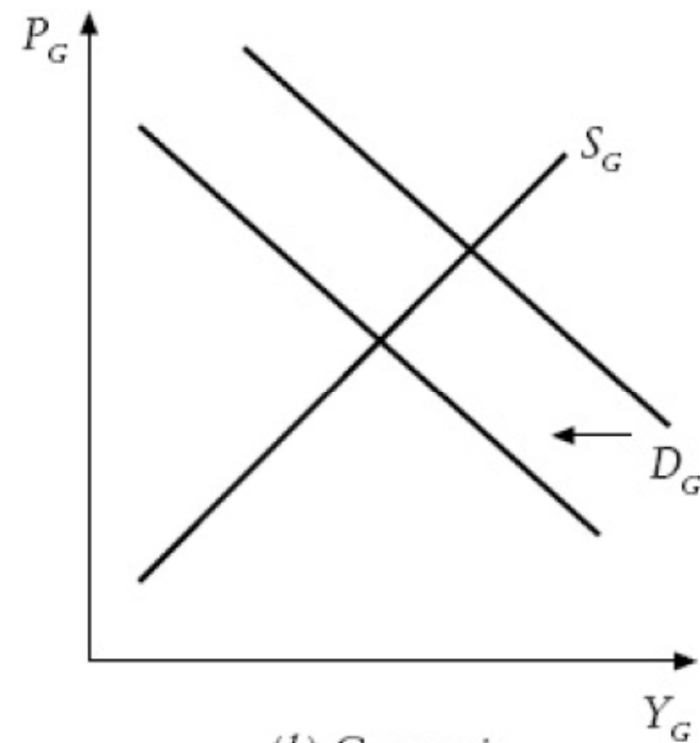


(b) Germania

### ③ L'aggiustamento attraverso la modifica del tasso di cambio



(a) Francia



(b) Germania

# Sistemi assicurativi contro shock asimmetrici

- I **sistemi assicurativi** aiutano l'aggiustamento. Quelli **pubblici** consistono nella **redistribuzione fiscale** operata dai bilanci pubblici (redistribuzione importante quando lo shock è temporaneo).
  - Un bilancio pubblico **centralizzato** a livello di UM attuerebbe una redistribuzione sovranazionale.
    - Nel nostro caso, dalla Germania ( $\uparrow T_G$  sfruttando il fatto che  $\uparrow Y_G$ ) alla Francia, consentendo di sostenere con i trasferimenti la sua domanda aggregata ( $\uparrow D_F$ ).
    - Ma **non è questo il caso dell'UME**: mentre i bilanci nazionali assorbono il 40-50% del pil dei singoli paesi, il bilancio dell'UE ammonta all'1% del pil solamente.
  - Anche nel caso in cui i bilanci sono **decentrati**, lo shock potrebbe essere ammortizzato grazie agli **stabilizzatori automatici** che operano a livello nazionale, oltre ad eventuali politiche fiscali espansive, nel paese colpito negativamente dallo shock. In questo paese vi è quindi un aumento di disavanzo e debito pubblico.
    - In un certo senso, la **redistribuzione intergenerazionale** si sostituisce a quella **internazionale** del bilancio centralizzato.
- Un sistema assicurativo **privato** opera in un'UM con mercati finanziari ben integrati. In questo caso, lo shock negativo si distribuisce su tutti i paesi ed i **flussi di capitale** facilitano l'aggiustamento.
  - In Francia lo shock causa perdite di produzione e fallimenti di imprese, le cui azioni ed obbligazioni emesse perdono valore, provocando peraltro un danno a tutti i detentori, inclusi quelli residenti in altri paesi (anche in Germania); e viceversa per le attività finanziarie emesse dai tedeschi (e possedute anche dai francesi).

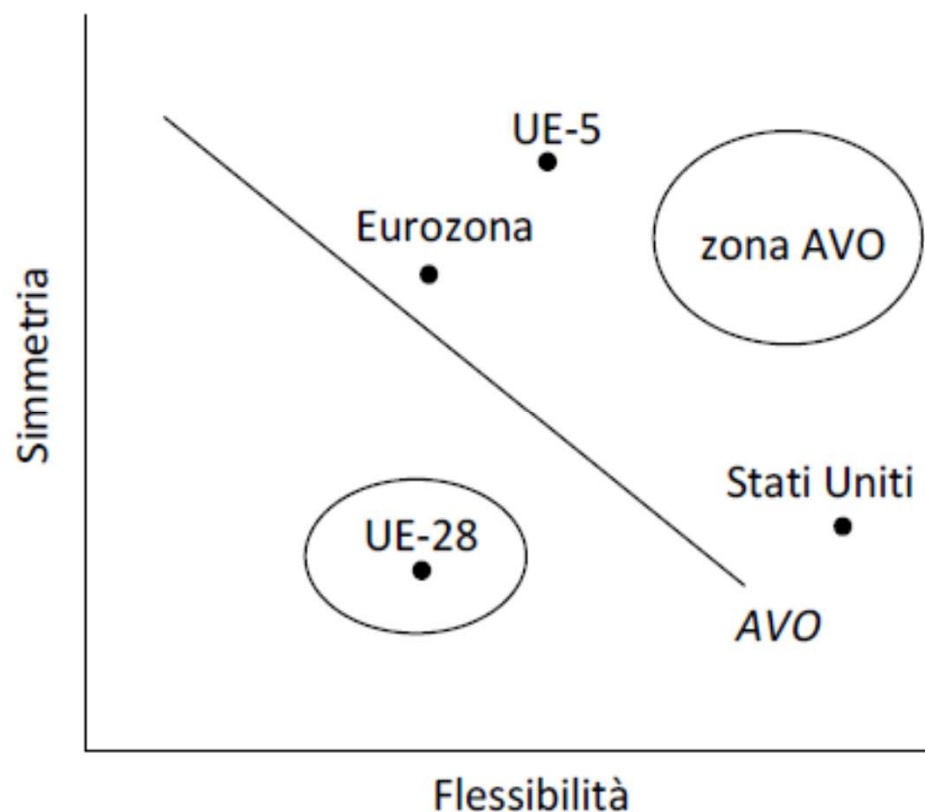
# Benefici e costi delle UM: una sintesi

- In conclusione, i **benefici** delle UM possono essere rilevanti per **paesi ben integrati** (ossia con elevato grado di apertura).
  - Il grado di apertura nell'UE è **aumentato** nel tempo, **ma** è molto **vario**: se espresso in termini di esportazioni intracomunitarie sul pil, varia dal 50-60% per Belgio, Olanda, alcuni paesi dell'Est, a poco più del 10% per Italia, Francia, Spagna, Regno Unito (ancor meno per Grecia e Cipro).
  - Anche i paesi con un basso grado di apertura, potrebbero però trovare vantaggioso partecipare, tenuto conto degli **altri benefici**, per esempio i benefici macroeconomici di una maggiore stabilità monetaria e finanziaria.
- Il **costo** delle UM – perdita dello strumento del cambio – può essere però notevole in presenza di **shock asimmetrici**. Elementi cruciali:
  1. La probabilità del verificarsi di questi shock aumenta se i paesi sono “diversi” ovvero se hanno un **basso grado di “simmetria”**.
    - Ci si riferisce alla **divergenza nelle strutture produttive**, oltre che **nei sistemi fiscali ed istituzionali**.
  2. Questo elemento può però essere compensato da un'elevata **flessibilità** (di prezzi e salari) e **mobilità** (del lavoro): anche al verificarsi di shock asimmetrici, l'aggiustamento di mercato potrebbe allora agire in modo efficace riportando verso l'equilibrio.
    - Conta anche il grado di competitività del paese.



# Simmetria e Flessibilità

- Possiamo quindi derivare una relazione tra **simmetria** e **flessibilità**: la **retta AVO**.
- E' il luogo dei punti che rappresentano combinazioni di simmetria e flessibilità che generano una **convenienza netta nulla a partecipare** all'UM.
- I paesi collocati al di sopra di tale retta hanno convenienza a partecipare all'UM, quelli situati al di sotto no.



# L'UE è un'AVO?

- Aree valutarie a confronto:
  - Tutta l'UE-25 (o anche **UE-28**) non è ancora un'AVO, in quanto la bassa simmetria si accompagna ad una tuttora limitata flessibilità,
  - lo sono alcuni sottoinsiemi, come l'**UE-5** (ossia il *core* dell'UE), grazie alla maggiore omogeneità interna (simmetria), nonostante una flessibilità simile,
  - lo sono, in confronto, gli **Usa**, grazie alla loro maggiore flessibilità e mobilità del lavoro, nonostante una simmetria paragonabile a quella dell'intera UE (diversità tra le strutture produttive dei singoli stati),
  - dubbi sull'**Eurozona** (a 18), per la posizione dei paesi periferici.
- In letteratura è stata discussa l'**endogeneità dei criteri AVO**, per cui la convenienza dell'UM tenderebbe ad autorealizzarsi nel tempo, anche se inizialmente non verificata.
  - Infatti, secondo una "visione **ottimistica**", gli scambi di beni intracomunitari sono in gran parte del tipo "**commercio intra-industriale**"; l'ulteriore crescita del commercio (derivante dal Mercato Unico e dalla stessa unione monetaria) **renderà più simili le strutture produttive** e quindi più simmetrici gli shock.
  - Ma secondo una "visione **pessimistica**" (di P. Krugman), il crescente commercio internazionale porterà, in presenza di economie di scala statiche e dinamiche, ad una concentrazione della produzione e ad una **crescente specializzazione** dei paesi, rendendo più probabili gli shock asimmetrici.
    - Le ipotesi di Krugman sono forse **più plausibili a livello di regione** (piuttosto che di paese) e per le sole **attività manifatturiere** (ma oggi i servizi pesano di più).

# L'euro: problemi e prospettive

## ■ Conclusioni circa l'approccio AVO:

- Né la teoria né l'evidenza empirica consentono di confermare o smentire che l'area **UE-28** (ma nemmeno l'**Eurozona**) siano un'**AVO**,
  - anche se si riteneva (fino alla crisi) che il numero di paesi che possono trarre vantaggio dalla UME fosse maggiore rispetto a quello stimato all'inizio (anni '90);
  - **non solo il "core" di paesi** dell'Europa centrale, ma anche paesi più periferici (come Italia e Spagna) e addirittura alcuni "nuovi membri" dell'Europa dell'est (secondo studi basati sulle analisi sulla **correlazione** dei cicli economici).

## ■ Considerazioni conclusive sull'euro:

1. **Difetti iniziali** nella costruzione dell'UEM: l'unione **economica** doveva accompagnarsi a quella **monetaria**. Occorre una **nuova governance** dell'UE.
  - Ma i benefici iniziali dell'UEM (↓ i, ecc.) non furono pienamente sfruttati.
2. Ora la **crisi dei debiti sovrani** ha mostrato che occorre prestare attenzione sia alle **situazioni finanziarie e dei conti pubblici** sia alle **diversità strutturali** (indicatori di competitività, saldi delle bilance dei pagamenti, tassi di crescita dell'economia, ecc.)
  - Occorre sostenere gli **aggiustamenti di mercato** perché le caratteristiche AVO emergano nel lungo andare, con **politiche di accompagnamento** (sostegno della competitività, trasferimenti fiscali, ecc.). **Bilancio dell'UE** ampliato.
3. Costi di un **euro-exit** superiori ai benefici:
  - Fuga di capitali, rischio *default*, impossibilità di prendere a prestito, fallimenti bancari. Benefici della svalutazione limitati nel tempo (↑inflazione, ecc.).
  - Diversa è la situazione dei paesi solidi che non hanno l'euro (UK, Svezia, ecc.).