

# Le aree valutarie e l'Unione economica e monetaria europea

*Supponendo che procedano con il progetto di unione economica, i paesi del Mercato comune europeo dovrebbero lasciar fluttuare liberamente le proprie valute o sarebbe preferibile la creazione di un'area valutaria?*

Robert Mundell, 1961

<sup>1</sup> Robert A. Mundell, «A Theory of Optimum Currency Areas», *American Economic Review*, 1961, vol. 51, n. 4, pp. 657-665. Robert Mundell è lo stesso economista che ha dato il nome al modello di Mundell-Fleming, che abbiamo analizzato approfonditamente nel capitolo 12. Robert Mundell è stato insignito del premio Nobel per l'economia nel 1999, «per la sua analisi della politica monetaria e della politica fiscale in diversi regimi di tassi di cambio, e per la sua analisi delle aree valutarie ottimali».

<sup>2</sup> Per l'esattezza, un'unione monetaria è un gruppo di paesi che ha adottato permanentemente e irrevocabilmente un regime di tassi di cambio fissi tra le rispettive valute. Comunque, nella prassi corrente e in questo testo, i termini «unione monetaria», «unione valutaria» e «area valutaria» sono considerati e utilizzati come sinonimi.

<sup>3</sup> Osservate che l'acronimo UEM sta per Unione economica e monetaria europea e non per Unione monetaria europea.

<sup>4</sup> La Slovenia è entrata a far par-

Alla fine degli anni 1990 alcuni paesi europei decisero di abbandonare le rispettive monete nazionali per adottarne una nuova, comune, denominata euro, formando l'Unione economica e monetaria europea (UEM). Si è trattato di uno dei passi più importanti mai intrapresi nel campo della politica economica nell'era moderna. Quasi tutte le valute coinvolte erano state moneta legale nel proprio paese per centinaia – se non un migliaio – di anni, e hanno cessato di esistere allo scoccare della mezzanotte del 31 dicembre 2001. Inoltre, nell'adottare una moneta comune, ciascun paese ha rinunciato al controllo sulla propria politica monetaria (dal momento che un gruppo di paesi con la stessa moneta deve necessariamente avere la stessa politica monetaria). Perché questi paesi hanno aderito alla UEM? La risposta a questa domanda è in parte politica e in parte economica. In questo capitolo ci concentreremo sulle ragioni economiche della UEM.

Dal punto di vista economico, le ragioni per cui un gruppo di paesi potrebbe voler adottare un'unica moneta comune è stata analizzata in dettaglio più di quarant'anni fa da Robert Mundell, nella sua teoria delle «aree valutarie ottimali», alla quale dedicheremo un'analisi approfondita.<sup>1</sup> Altrettanto faremo con i costi e i benefici più generali di una moneta comune a diverse nazioni, e con alcune questioni correlate attinenti la politica fiscale. Anziché analizzare tali questioni astrattamente, in tutta la trattazione faremo riferimento all'Unione economica e monetaria europea, in modo da arricchire l'analisi con esempi pratici e verificare se la UEM sia un'area valutaria ottimale.

## 16.1 Le aree valutarie

Un'area valutaria è un'area geografica nell'ambito della quale circola ed è accettata come mezzo di scambio un'unica moneta. Un'area valutaria è detta anche **unione valutaria** o **unione monetaria**.<sup>2</sup>

L'area valutaria formata dai paesi europei che hanno adottato l'euro come propria moneta è l'**Unione economica e monetaria europea (UEM)**.<sup>3</sup> I 15 paesi membri della UEM sono: Austria, Belgio, Cipro, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Malta, Olanda, Portogallo, Slovenia e Spagna. Questi paesi compongono l'**area dell'euro**.<sup>4</sup> La figura 16.1 riporta una mappa dell'area dell'euro.

■ L'UE di oggi  
Area dell'euro

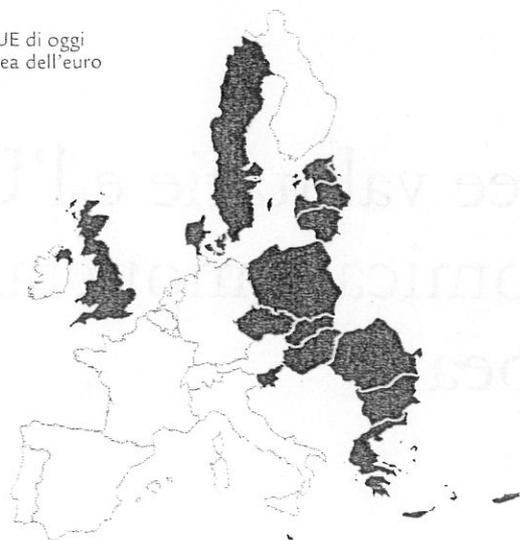


FIGURA 16.1

La mappa dell'area dell'euro  
Fonte: Banca centrale europea (BCE).

La moneta unica europea – l'euro – è ufficialmente entrata in uso il 1° gennaio 1999.<sup>5</sup> In quella data, i tassi di cambio tra le valute dei paesi aderenti all'area dell'euro sono stati irrevocabilmente fissati e, pochi giorni dopo, nei mercati finanziari sono iniziate le transazioni di cambio tra l'euro e le altre valute, come il dollaro, e gli scambi di attività finanziarie denominate in euro.

Da quando hanno una moneta unica, i paesi aderenti all'UEM hanno anche un'unica politica monetaria. La politica monetaria dell'area dell'euro è decisa e messa in atto dalla Banca centrale europea (BCE), che ha sede a Francoforte e che insieme alle banche centrali dei paesi membri costituisce il Sistema europeo delle banche centrali (SEBC).

Dal punto di vista economico, un'unione monetaria implica costi e benefici, che possono avere grandezza diversa a seconda delle caratteristiche dei paesi coinvolti. Prendiamo in esame questi costi e benefici.

## 16.2 I benefici della moneta unica

### LA RIDUZIONE DEI COSTI DI TRANSAZIONE NEGLI SCAMBI COMMERCIALI

Uno dei benefici diretti della moneta unica è la riduzione dei costi di transazione associati agli scambi commerciali tra i paesi membri dell'area valutaria. Per esempio, se un'impresa belga importa vino francese, non deve più pagare una commissione a una banca per acquistare i franchi francesi con i quali pagare i produttori del vino, ma può pagare in euro. Naturalmente, il settore bancario perde le commissioni sui cambi, ma questo non significa che la diminuzione dei costi di transazione non rappresenti un beneficio netto. Infatti, le commissioni sulle transazioni valutarie costituiscono una *perdita secca*, nel senso che le imprese pagano le commissioni senza riceverne alcunché di tangibile in cambio. Se le risorse destinate al pagamento delle commissioni bancarie vengono riallocate ad altri usi, il risultato è un aumento netto del benessere.

A quanto ammontano i benefici dell'eliminazione dei costi di transazione in conseguenza dell'adozione dell'euro? La Commissione europea stima che tali benefici siano in un ordine compreso tra lo 0,25% e lo 0,50% del PIL dell'area dell'euro. Per quanto questa misura possa sembrare risibile, bisogna ricordare che non si tratta di un guadagno realizzato in un singolo anno, ma di un beneficio che si accumula anno dopo anno.

Ma si deve notare anche che questo beneficio potrebbe essere ancora maggiore se i sistemi interbancari dei diversi paesi fossero maggiormente integrati: tuttora, quando vie-

te della UEM il 1° gennaio 2007, Cipro e Malta il 1° gennaio 2008. Si tratta tuttavia di paesi molto piccoli, il cui PIL ammonta complessivamente a meno dell'1% del PIL dell'area dell'euro; l'impatto di questi paesi sulle dinamiche della UEM è dunque modesto. Di conseguenza, nel paragrafo 16.5 e seguenti condurremo l'analisi dell'Unione economica e monetaria europea con riferimento alle 12 maggiori economie della UEM.

<sup>5</sup> La Grecia è entrata a far parte della UEM solo il 1° gennaio 2001.

ne eseguito un pagamento tra due paesi dell'area dell'euro, la banca trattaria esige una commissione per l'incasso di un pagamento proveniente da un altro paese, anche se è denominato in euro. Questa commissione è generalmente inferiore a quella che sarebbe stata applicata prima della istituzione dell'UEM, ma è pur sempre una commissione che non viene esatta sulle transazioni bancarie interne ai singoli paesi.

#### LA RIDUZIONE DELLA DISCRIMINAZIONE DI PREZZO

Secondo alcuni, un altro beneficio per i paesi aderenti a un'area valutaria deriva dalla riduzione della discriminazione di prezzo che consegue all'adozione della moneta unica. Se i beni hanno prezzi espressi nella stessa moneta, è più difficile praticare prezzi diversi in paesi diversi. Questa argomentazione ipotizza implicitamente che la trasparenza dei prezzi risultante dall'adozione della moneta unica faciliti l'arbitraggio sui beni all'interno dell'area valutaria: in altre parole, gli individui acquisterebbero i beni dove sono meno costosi (facendo aumentare i prezzi in quelle località) e ridurrebbero la domanda di beni dove sono più costosi (facendo diminuire i prezzi in quelle località).

In generale, però, non sembra che la UEM sia riuscita a porre fine alla discriminazione di prezzo tra i paesi dell'area dell'euro; anzi, le differenze di prezzo sono tuttora più marcate tra i paesi dell'area dell'euro che tra le regioni di ogni dato paese. E questo è particolarmente vero per i beni di consumo primario, come le verdure, ma anche (seppure in misura minore) per i beni di consumo durevoli, come gli apparecchi televisivi.

A pensarci bene, questo non è poi così sorprendente. Per quanto riguarda i generi alimentari deperibili, come le verdure, è difficile che l'adozione della moneta unica possa favorire una convergenza dei prezzi, dal momento che i costi di transazione (principalmente i costi di trasporto) insiti nell'arbitraggio sono relativamente alti rispetto al prezzo dei beni stessi: a meno di non abitare nelle zone di confine, chiaramente non è plausibile andare a fare la spesa di verdure in un'altra nazione, anche se usa la medesima valuta. I beni con un più alto prezzo unitario, come gli elettrodomestici e l'elettronica di consumo, per i quali i costi di transazione possono essere più contenuti in rapporto al prezzo del bene, difficilmente possono essere oggetto di arbitraggio transfrontaliero in misura massiccia da parte dei consumatori, a causa della loro natura durevole e della conseguente necessità di poter contare sull'assistenza post-vendita.

#### LA RIDUZIONE DELLA VARIABILITÀ DEL TASSO DI CAMBIO

Una terza argomentazione a favore delle aree valutarie è legata alla riduzione della variabilità del tasso di cambio, e alla conseguente diminuzione dell'incertezza, che deriva dall'adozione della moneta unica. I tassi di cambio possono fluttuare anche sensibilmente da un giorno all'altro. Prima dell'avvento dell'UEM, un supermercato olandese che importava vino dalla Francia si doveva preoccupare del valore che il franco francese avrebbe avuto, in termini di fiorini olandesi, al momento del pagamento della fattura (diciamo, un mese dopo l'acquisto). Questa incertezza poteva essere tale da suggerire al supermercato di non importare il vino francese, perdendo così l'opportunità di realizzare i vantaggi impliciti nello scambio e riducendo il benessere economico. Il supermercato avrebbe potuto eliminare l'incertezza incaricando una banca di vendergli un determinato ammontare di franchi francesi a una data futura e a un prezzo predeterminato (un esempio di contratto di cambio a termine); ma la banca, per questo servizio, avrebbe richiesto una commissione, la quale sarebbe stata equivalente a un dazio sull'importazione del vino francese, con la conseguente perdita secca per la società nel suo complesso.

La riduzione dell'incertezza provocata dall'eliminazione delle fluttuazioni dei tassi di cambio può avere ripercussioni positive anche sull'investimento, soprattutto nel caso delle imprese che esportano una parte consistente della propria produzione in altri paesi dell'area dell'euro; infatti, la minore incertezza relativa agli incassi permette a queste imprese di pianificare il proprio futuro con minore incertezza, facendo apparire meno rischioso l'investimento, per esempio, in un nuovo impianto produttivo. Un aumento dell'investimento apporta beneficio a tutto il sistema economico, perché stimola un aumento della crescita economica.

### 16.3 I costi della moneta unica

Quando un paese aderisce a un'unione monetaria rinuncia alla propria moneta nazionale e, perciò, alla possibilità di determinare la propria politica monetaria e di sfruttare le variazioni del valore esterno della moneta per gli aggiustamenti macroeconomici. Questo è il costo più rilevante che un sistema economico deve affrontare nell'aderire a un'unione monetaria. Quali potenziali problemi comporta?

Supponiamo, per esempio, che si verifichi un cambiamento delle preferenze dei consumatori nell'area valutaria: i beni prodotti da un paese (per esempio, la Germania) diventano meno appetibili e desiderati di quelli prodotti in un altro paese (per esempio, la Francia). Questa situazione è descritta nella figura 16.2, che mostra uno spostamento verso destra della curva di domanda aggregata della Francia nella parte (a) e uno spostamento verso sinistra della curva di domanda aggregata della Germania nella parte (b). In Francia il sistema economico era inizialmente in equilibrio al livello naturale di prodotto aggregato,  $\bar{Y}_1^F$ , in corrispondenza del punto A della figura 16.2(a). Lo spostamento verso destra della curva di domanda aggregata, da  $DA_1^F$  a  $DA_2^F$ , porta l'economia in un equilibrio di breve periodo corrispondente al punto B, nel quale la curva di domanda aggregata  $DA_2^F$  interseca la curva di offerta aggregata di breve periodo  $OA_1^F$  e il prodotto aggregato  $Y_1^F$  è superiore al livello naturale.

In Germania si verifica l'opposto: nella figura 16.2(b) lo spostamento verso sinistra della curva di domanda aggregata, da  $DA_1^G$  a  $DA_2^G$ , porta l'economia in un equilibrio di breve periodo corrispondente al punto E, nel quale la curva di domanda aggregata  $DA_2^G$  interseca la curva di offerta aggregata di breve periodo  $OA_1^G$  e il prodotto aggregato  $Y_1^G$  è inferiore al suo livello naturale  $\bar{Y}_1^G$ .

Quindi, la Germania entra in una fase recessiva e la Francia in una fase espansiva. Che cosa dovrebbero fare in proposito i responsabili della politica economica francese e tedesca? Nel capitolo 13 abbiamo analizzato tre modelli di offerta aggregata: il modello dei salari vischiosi, il modello dell'informazione imperfetta e il modello dei prezzi vischiosi. Sebbene i tre modelli differiscano per ipotesi e focalizzazione, le rispettive implicazioni per quanto riguarda il comportamento dell'offerta aggregata sono simili, e possono essere sintetizzate dall'equazione che segue.

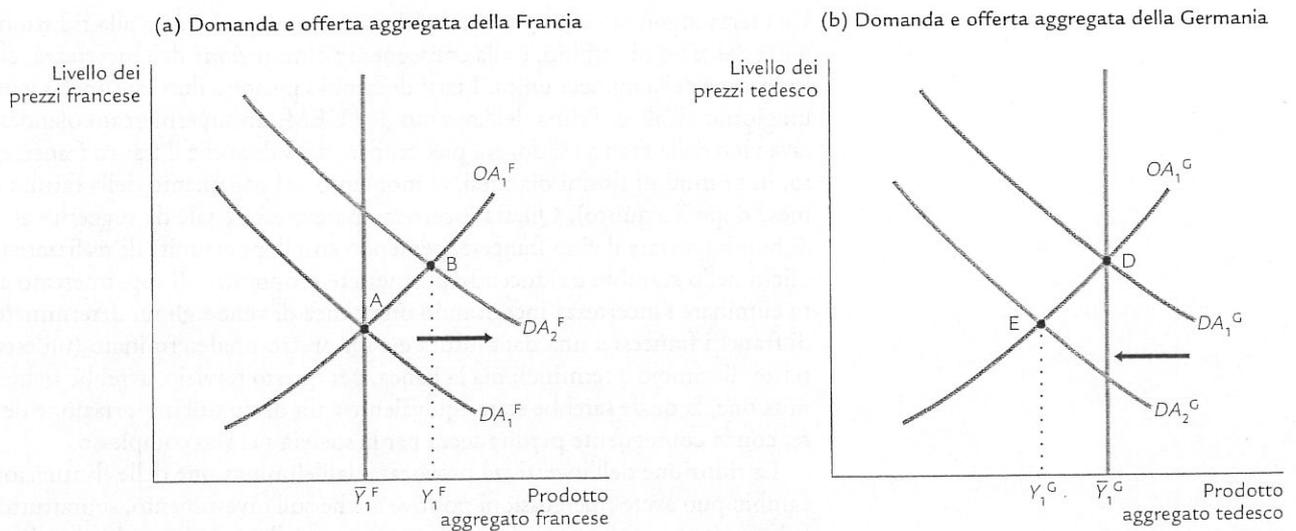


FIGURA 16.2 Uno shock asimmetrico della domanda in un'unione monetaria

Uno shock asimmetrico della domanda che faccia aumentare la domanda aggregata in Francia e la faccia contrarre in Germania fa spostare la curva di domanda aggregata francese verso destra – come mostrato nella parte (a) – e la curva di domanda aggregata tedesca verso sinistra, come mostrato nella parte (b). Il prodotto aggregato scende al di sotto del suo livello naturale in Germania e sale al di sopra del suo livello naturale in Francia.

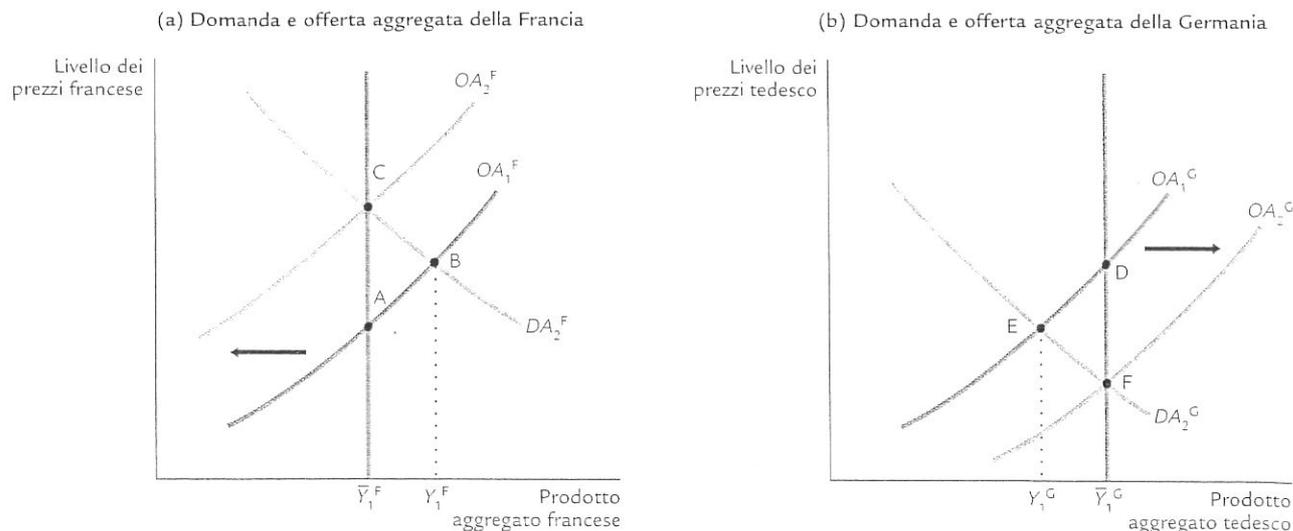


FIGURA 16.3 La reazione di lungo periodo dell'offerta a uno shock asimmetrico della domanda in un'unione monetaria

Lo shock espansivo della domanda in Francia porta a un aumento dei prezzi e, con il progressivo adeguarsi dei prezzi attesi ai prezzi effettivi, la curva di offerta aggregata di breve periodo si sposta verso sinistra e il prodotto aggregato francese torna al livello naturale, come mostrato nella parte (a). In Germania, come descritto nella parte (b), accade il contrario: lo shock restrittivo della domanda porta a una diminuzione dei prezzi e, con il progressivo adeguarsi delle aspettative, a uno spostamento verso destra della curva di offerta aggregata di breve periodo, che riporta il prodotto aggregato tedesco al livello naturale.

$$Y = \bar{Y} + \alpha(P - P^e)$$

dove  $\bar{Y}$  è il livello naturale del prodotto aggregato e  $P^e$  il livello atteso dei prezzi. In altri termini, la curva di offerta aggregata di breve periodo ci dice che il prodotto aggregato può essere superiore al livello naturale soltanto se il livello dei prezzi è superiore al livello atteso dei prezzi e, analogamente, può essere inferiore al livello naturale soltanto se il livello dei prezzi è inferiore al livello atteso dei prezzi.

Nel punto B della figura 16.2, l'aumento della domanda aggregata fa aumentare i prezzi in Francia e l'economia rimane nel punto B fintanto che gli attori economici non percepiscono l'aumento dei prezzi e il livello atteso dei prezzi rimane più basso del livello effettivo. Ma questa situazione non può persistere indefinitamente: appena gli individui si accorgono dell'aumento dei prezzi, il differenziale tra il livello effettivo e il livello atteso dei prezzi si colma e la curva di offerta aggregata di breve periodo si sposta verso sinistra, portando l'economia verso un nuovo equilibrio, individuato in corrispondenza del punto C della figura 16.3(a), dove il prodotto aggregato francese è di nuovo al suo livello naturale, ma il livello dei prezzi è più elevato.

In Germania accade l'opposto. In corrispondenza del punto E della figura 16.2 i prezzi sono diminuiti a causa della contrazione della domanda aggregata, ma le aspettative sul livello dei prezzi non si sono ancora adeguate. Appena i cittadini tedeschi percepiscono la diminuzione dei prezzi, la curva di offerta aggregata di breve periodo si sposta verso destra, portando l'economia verso un nuovo equilibrio, individuato in corrispondenza del punto F della figura 16.3(b), dove il prodotto aggregato tedesco è di nuovo al suo livello naturale, ma il livello dei prezzi è più basso.

Dato che entrambi i sistemi economici in esame hanno una curva di offerta aggregata di lungo periodo verticale, a seguito di uno shock della domanda il prodotto aggregato torna sempre al suo livello naturale. Il solo costo per le due economie è dato quindi dalle fluttuazioni di breve periodo del prodotto aggregato. Per quanto in teoria questo possa non sembrare problematico, nella realtà le fluttuazioni del prodotto aggregato e della disoccupazione nei due paesi tenderebbero a creare tensioni all'interno dell'unione monetaria, perché in Germania aumenterebbe la disoccupazione e in Francia aumenterebbe l'inflazione. I responsabili della politica economica tedeschi, preoccupati per l'aumento

della disoccupazione, favorirebbero una diminuzione del tasso di interesse al fine di sostenere la domanda aggregata nel proprio paese; quelli francesi, per parte loro, preoccupati dell'aumento dell'inflazione, tenderebbero a privilegiare un aumento del tasso di interesse, al fine di raffreddare la domanda aggregata francese. La Banca centrale europea, che fissa il tasso di interesse per l'intera area dell'euro, non sarebbe in grado di soddisfare le esigenze di entrambi i paesi: molto probabilmente, stabilirebbe un livello del tasso di interesse più elevato di quello gradito alla Germania e più basso di quello che la Francia avrebbe preferito. L'unica possibilità è una politica monetaria di compromesso.

Osservate, tuttavia, che se la Germania e la Francia avessero mantenuto la propria moneta e un regime di tassi di cambio fluttuanti, le fluttuazioni di breve periodo della domanda aggregata sarebbero state attenuate dalle variazioni del tasso di cambio. Come abbiamo appreso nei capitoli precedenti, le esportazioni nette sono una componente della domanda aggregata e una funzione del tasso di cambio reale:

$$Y = C + I + G + NX(\varepsilon)$$

Se la domanda di beni di produzione francese aumenta e la domanda di beni di produzione tedesca diminuisce, aumenta la domanda di franchi francesi e diminuisce la domanda di marchi tedeschi; questo provoca un aumento del valore del franco francese in termini di marchi tedeschi nel mercato dei cambi. Ipotizzando che i prezzi dei beni e dei servizi siano vischiosi, questo aumento del tasso di cambio nominale influenza anche il tasso di cambio reale, rendendo i beni di produzione francese più costosi per i cittadini tedeschi e i beni di produzione tedesca meno costosi per i cittadini francesi. Di conseguenza, le esportazioni nette francesi diminuiscono, portando a una contrazione della domanda aggregata francese. Al limite, se la reazione delle esportazioni nette è sufficientemente rapida, la curva di domanda aggregata francese non si sposta affatto: l'apprezzamento del tasso di cambio reale in Francia porta a una contrazione delle esportazioni nette che compensa esattamente l'iniziale shock della domanda che aveva provocato l'espansione della domanda aggregata francese. Nei termini della figura 16.2, l'implicazione dei tassi di cambio fluttuanti è che il sistema economico francese non si sposta dal punto A. Analogamente, il deprezzamento del tasso di cambio reale in Germania stimola le esportazioni nette, in modo tale da compensare completamente l'iniziale shock della domanda, lasciando la Germania stabile nel punto D della figura 16.2, con il prodotto al suo livello naturale. Naturalmente, nella realtà l'effetto dell'apprezzamento/deprezzamento del tasso di cambio sulle esportazioni nette non si manifesta in maniera così rapida, ma il principio rimane intatto: un regime di tassi di cambio fluttuanti può isolare un'economia aperta da uno shock asimmetrico della domanda aggregata.

(Nei termini del modello di Mundell-Fleming che abbiamo sviluppato nel capitolo 12, l'effetto dello shock della domanda aggregata è formalmente simile all'effetto della politica fiscale: nessuna conseguenza per il prodotto aggregato in una piccola economia aperta caratterizzata da prezzi vischiosi e regime di tassi di cambio fluttuanti.)

In un'unione monetaria, invece, questo meccanismo di aggiustamento automatico non è disponibile, dal momento che, naturalmente, Francia e Germania hanno la stessa moneta: l'euro. Il meglio che si può fare è aspettare che salari e prezzi in Francia e in Germania si adeguino completamente allo shock asimmetrico della domanda, in modo che la curva di offerta aggregata di ciascuno dei due paesi si sposti come descritto nella figura 16.3.

#### 16.4 La teoria delle aree valutarie ottimali

La teoria delle aree valutarie ottimali cerca di definire un insieme di criteri che, se rispettati, possono rendere in un certo senso «ottimale» l'adozione di una moneta unica all'interno di un gruppo di paesi. L'aggettivo «ottimale» si riferisce in questo caso alla capacità di ciascuno dei paesi del gruppo di limitare i costi dell'unione monetaria e di massimizzarne i benefici. In genere tale aggettivo viene usato in un'accezione ampia, dal momento che non c'è modo di garantire che la costituzione di un'unione monetaria sia ef-

fettivamente una scelta ottimale; inoltre, nella maggior parte dei casi, i singoli paesi soddisfano alcuni criteri dell'area valutaria ottimale, ma non tutti. Perciò, un'area valutaria ottimale va interpretata come un gruppo di paesi per i quali i benefici dell'unione monetaria superano di gran lunga i costi.

#### LE CARATTERISTICHE CHE RIDUCONO I COSTI DELLA MONETA UNICA

Consideriamo dapprima le caratteristiche di un gruppo di paesi che ridurrebbero il costo dell'adozione di una moneta unica. Come abbiamo già stabilito, i principali costi connessi con la partecipazione a un'unione monetaria sono la perdita di autonomia nella determinazione della politica monetaria e il venir meno della possibilità di aggiustamenti macroeconomici attraverso le fluttuazioni del tasso di cambio. Un modo per attenuare le tensioni economiche (e politiche) che derivano dalla rinuncia allo strumento del tasso di cambio e dall'adozione di una politica monetaria di compromesso è che tutti i paesi partecipanti all'unione monetaria, in seguito a uno shock, tentino di tornare quanto più rapidamente possibile all'equilibrio economico di lungo periodo. Sappiamo che il trade-off tra inflazione e disoccupazione esiste esclusivamente nel breve periodo; di conseguenza, quanto più rapidamente un sistema economico perviene a un equilibrio di lungo periodo – in altre parole, quanto più rapidamente torna al livello naturale di prodotto aggregato e al tasso naturale di disoccupazione – tanto meglio è. La velocità di aggiustamento verso l'equilibrio di lungo periodo è tanto più elevata quanto maggiore è la flessibilità dei salari nell'area valutaria e/o quanto maggiore è la mobilità del lavoro.

Le tensioni nell'area che adotta la moneta comune sarebbero più lievi anche qualora tutte le economie che vi partecipano fossero esposte al medesimo tipo di shock della domanda (per esempio, se la domanda aggregata tendesse a diminuire in tutti i paesi simultaneamente), dal momento che, in tal caso, ogni paese avrebbe un interesse a premere per l'adozione di decisioni di politica monetaria simili (per esempio, la riduzione dei tassi di interesse).

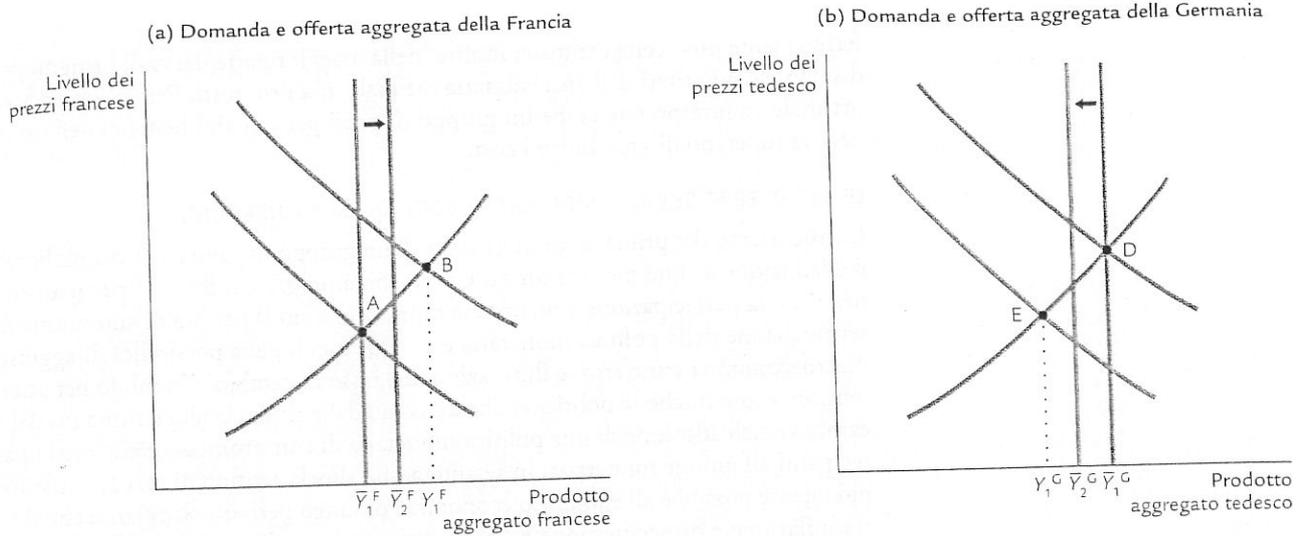
Esaminiamo una alla volta queste caratteristiche.

**LA FLESSIBILITÀ DEI SALARI REALI** Supponiamo che tutti i paesi membri abbiano un elevato grado di flessibilità dei salari, cosicché i salari reagiscano con decisione alle variazioni del tasso di disoccupazione. Questo significa che l'aggiustamento verso l'equilibrio di lungo periodo, mostrato nella figura 16.3, si completa molto rapidamente. Nel nostro esempio, lo spostamento della curva di domanda aggregata della Germania porta a una diminuzione dei salari: per ogni dato livello dei prezzi, le imprese realizzano più profitti e la curva di offerta aggregata si sposta rapidamente verso destra, e la Germania torna al proprio livello naturale di prodotto aggregato. Analogamente, in Francia, lo spostamento verso destra della curva di domanda aggregata porta a un rapido aumento dei salari, con la conseguente diminuzione dei profitti delle imprese: la curva di offerta aggregata si sposta rapidamente verso sinistra, e la Francia si assesta in un nuovo equilibrio di lungo periodo in corrispondenza del livello naturale di prodotto aggregato. Quindi, riducendo la durata del breve periodo, le tensioni all'interno dell'unione monetaria si sciolgono molto rapidamente.

Osservate che, in questa analisi, la variabile rilevante è il salario reale: è il salario reale a doversi aggiustare per influenzare la curva di offerta aggregata, rendendo più (o meno) redditizio per le imprese produrre un dato livello di prodotto aggregato per ogni dato livello dei prezzi.

Vale anche la pena notare che, nei termini dell'analisi della determinazione della curva di offerta aggregata di breve periodo condotta nel capitolo 13, in questa discussione abbiamo implicitamente adottato il *modello dei salari vischiosi*. Se i salari sono più flessibili sono anche meno vischiosi e, se il modello dei salari vischiosi dell'offerta aggregata di breve periodo è corretto, il processo di aggiustamento dell'economia verso l'equilibrio di lungo periodo diventa molto più rapido.

**LA MOBILITÀ DEL LAVORO** In alternativa, supponiamo che il lavoro sia molto mobile tra i paesi dell'unione monetaria: per trovare un'occupazione, i disoccupati tedeschi si limita-



**FIGURA 16.4** Gli effetti della migrazione del lavoro a seguito di uno shock asimmetrico della domanda in un'unione monetaria

Se, a seguito di uno shock, la domanda aggregata aumenta in Francia e diminuisce in Germania, il lavoro migra dalla Germania verso la Francia, provocando un aumento del livello naturale del prodotto aggregato in Francia, da  $\bar{Y}_1^F$  a  $\bar{Y}_2^F$ , come mostra la parte (a), e una riduzione del livello naturale del prodotto aggregato in Germania, da  $\bar{Y}_1^G$  a  $\bar{Y}_2^G$ , come mostra la parte (b). In tal modo, l'asprezza della recessione tedesca (misurata dal differenziale del prodotto aggregato) si riduce da  $(\bar{Y}_1^G - Y_1^G)$  a  $(\bar{Y}_2^G - Y_1^G)$  e l'ampiezza dell'espansione francese si riduce da  $(Y_1^F - \bar{Y}_1^F)$  a  $(Y_2^F - \bar{Y}_1^F)$ .

no a emigrare in Francia. Anche in questo caso, lo squilibrio macroeconomico è contenuto, perché la disoccupazione in Germania diminuisce, dato che molti disoccupati tedeschi lasciano il paese, e le pressioni inflazionistiche in Francia diminuiscono grazie all'espansione della forza lavoro dovuta all'afflusso di immigrati dalla Germania. È quindi evidente che la mobilità del lavoro può, in una certa misura, ammortizzare uno shock asimmetrico in un'unione monetaria.

Notate che la mobilità del lavoro non influisce sulla velocità di aggiustamento della curva di offerta aggregata di breve periodo, come accade, invece, con la flessibilità dei salari reali, ma agisce sul livello naturale di prodotto aggregato e sul tasso naturale di disoccupazione. Supponiamo, per esempio, che la forza lavoro in Francia sia di 28 milioni di individui e che il tasso naturale di disoccupazione sia il 10%: nel lungo periodo, ci saranno 2,8 milioni di disoccupati (pari al 10% di 28 milioni) e 25,2 milioni di occupati. Supponiamo ora che la recessione in Germania induca 2 milioni di lavoratori a emigrare verso la Francia per trovare lavoro (questo è, in tutta evidenza, un esempio estremo). La forza lavoro in Francia aumenta a 30 milioni di individui e, nell'equilibrio di lungo periodo, con un tasso naturale di disoccupazione invariato al 10%, ci saranno 27 milioni di occupati. Ma sappiamo che il prodotto aggregato è determinato dalla funzione di produzione:

$$Y = F(L)$$

la quale stabilisce che quanto più lavoro viene impiegato, tanto più aumenta il prodotto aggregato. Dunque, aumentando l'occupazione di equilibrio di lungo periodo da 25,2 a 27 milioni di lavoratori, aumenta anche il livello naturale di prodotto aggregato (se si mantiene inalterato il tasso di disoccupazione). Il contrario accade in Germania, dove l'esodo di 2 milioni di lavoratori riduce la forza lavoro, il numero degli occupati e, di conseguenza, il prodotto aggregato di equilibrio di lungo periodo.

In termini grafici, lo spostamento del livello naturale di prodotto aggregato, verso destra in Francia e verso sinistra in Germania, come mostrato nella figura 16.4, riduce il divario tra il livello del prodotto aggregato di breve periodo e il suo livello naturale. La migrazione del lavoro dalla Germania in recessione alla Francia in espansione fa dimi-

nuire da  $\bar{Y}_1^G$  a  $\bar{Y}_2^G$  il livello naturale del prodotto aggregato in Germania e fa aumentare da  $\bar{Y}_1^F$  a  $\bar{Y}_2^F$  il livello naturale del prodotto aggregato in Francia. Così, le dimensioni assolute del differenziale di reddito (cioè del divario tra il livello naturale e il livello effettivo del prodotto aggregato) derivante dallo shock asimmetrico della domanda aggregata si riduce da  $(Y_1^G - \bar{Y}_1^G)$  a  $(Y_1^G - \bar{Y}_2^G)$  in Germania e da  $(Y_1^F - \bar{Y}_1^F)$  a  $(Y_1^F - \bar{Y}_2^F)$  in Francia. Dato che il differenziale di reddito nei due paesi diminuisce in termini assoluti, diminuisce anche la fluttuazione del prodotto aggregato e della disoccupazione, e il processo di aggiustamento verso un nuovo equilibrio di lungo periodo diventa più rapido.

**LA MOBILITÀ DEL CAPITALE** A volte, gli economisti affermano che anche la mobilità del capitale possa compensare la perdita di autonomia nella determinazione della politica monetaria e il venir meno degli aggiustamenti del tasso di cambio tra i paesi che aderiscono a un'unione monetaria. A questo proposito, è necessario fare una distinzione tra il capitale fisico (impianti e macchinari) e il capitale finanziario (titoli azionari e obbligazionari e prestiti bancari).

I movimenti del *capitale fisico* possono contribuire a proteggere un'unione monetaria da shock asimmetrici espandendo la capacità produttiva dei paesi in fase di espansione, attraverso la realizzazione, in questi paesi, di nuovi impianti produttivi da parte delle imprese degli altri paesi dell'unione. L'aumento dello stock di capitale renderebbe il lavoro più produttivo, facendo aumentare il livello naturale del prodotto aggregato. Ma dati i tempi necessari per la realizzazione di nuovi impianti produttivi, è probabile che la mobilità del capitale fisico contribuisca più ad attenuare le inevitabili disparità tra le diverse regioni che a compensare gli shock di breve periodo.

La mobilità del *capitale finanziario* potrebbe essere più efficace nel proteggere i sistemi economici aderenti a un'unione monetaria da shock asimmetrici. Per esempio, i cittadini di un paese che attraversa una fase recessiva possono decidere di indebitarsi con istituzioni o privati di paesi che attraversano una fase espansiva, al fine di superare la momentanea difficoltà. Nel nostro esempio a due soli paesi, i cittadini tedeschi potrebbero indebitarsi con i cittadini francesi al fine di compensare la temporanea riduzione del proprio reddito. Chiaramente, per far questo, i cittadini tedeschi devono poter indebitarsi facilmente con i cittadini francesi attraverso i meccanismi dei mercati finanziari; e la mobilità del capitale è tendenzialmente tanto maggiore quanto più integrati sono i mercati dei capitali dei paesi interessati. Per esempio, se una banca ha filiali in più paesi che partecipano a un'unione monetaria, il flusso di capitale tra i paesi in fase espansiva e i paesi in fase recessiva è più o meno automatico: infatti, i cittadini dei paesi in fase espansiva, all'aumentare del proprio reddito, aumentano i saldi dei propri depositi bancari, mentre i cittadini dei paesi in recessione, a causa della contrazione del proprio reddito, aumentano l'indebitamento (o riducono i depositi).

Naturalmente, anche se abbiamo parlato esclusivamente di prestiti bancari, ci sono anche altre forme di capitale finanziario, come i titoli azionari e obbligazionari; ma il principio secondo il quale i sistemi economici in recessione riescono a ottenere finanziamenti dai sistemi economici in espansione è comunque valido. In effetti, dunque, l'integrazione dei mercati dei capitali dei diversi paesi permette ai nuclei familiari di soccorrere a vicenda in caso di shock asimmetrici, in modo da ridurre la variabilità del consumo nelle diverse fasi del ciclo economico.

**GLI SHOCK MACROECONOMICI SIMMETRICI** Notate che, nel descrivere i costi connessi con l'adesione a un'unione monetaria, abbiamo formulato l'esempio di uno shock della domanda aggregata positivo in un paese e, simultaneamente, negativo in un altro. A risultati analoghi saremmo giunti anche se avessimo ipotizzato uno shock positivo o negativo in un paese, senza ripercussioni negli altri. Il punto centrale è l'asimmetria dello shock, cioè il diverso effetto che sortisce sui diversi membri dell'unione monetaria, creando la necessità di risposte diverse in termini di politica economica di breve periodo. Chiaramente, se gli shock fossero simmetrici (cioè, se avessero i medesimi effetti in tutti i paesi), non si presenterebbero problemi di politica economica nell'unione monetaria. Se, per

esempio, la domanda aggregata aumentasse simultaneamente in tutti i paesi, facendo aumentare le aspettative di inflazione futura, un provvedimento che spingesse al rialzo i tassi di interesse sarebbe gradito da tutti i paesi dell'unione. Questo è ciò che si verifica se il ciclo economico dei paesi membri è sincrono, nel senso che le diverse economie tendono a cadere in recessione nello stesso momento e a entrare nella fase di ripresa simultaneamente: in tale circostanza, è difficile che si abbiano disaccordi sulla politica del tasso di interesse più adeguata alla contingenza.

#### LE CARATTERISTICHE CHE AUMENTANO I VANTAGGI DELLA MONETA UNICA

**UN ELEVATO GRADO DI INTEGRAZIONE COMMERCIALE** Quanto maggiore è il volume degli scambi commerciali che si svolgono tra i paesi aderenti all'unione monetaria (cioè, quanto maggiore è il grado di integrazione commerciale), tanto maggiore è il beneficio che tali paesi traggono dall'adozione di una moneta comune. Uno dei principali (e più diretti) benefici dell'unione monetaria è la riduzione dei costi di transazione associati agli scambi commerciali tra paesi a causa della continua necessità di cambiare una valuta nazionale con l'altra nei mercati valutari. Di conseguenza, quanto maggiore è il volume degli scambi commerciali internazionali – e, quindi, il volume delle transazioni valutarie – che i paesi membri intrattengono tra loro, tanto maggiore è la riduzione dei costi di transazione implicita nell'adozione della moneta unica.

La riduzione della volatilità del tasso di cambio – un ulteriore beneficio dell'unione monetaria – sarà anch'essa tanto maggiore quanto più alto è il volume degli scambi all'interno dell'unione, dal momento che un numero maggiore di imprese trarrà vantaggio dal conoscere con certezza l'ammontare esatto dei ricavi delle vendite nei paesi membri dell'unione monetaria, invece di dover sopportare l'incertezza e i costi che derivano dalle fluttuazioni dei rapporti di cambio tra diverse valute.

### 16.5 L'Europa è un'area valutaria ottimale?

Avendo stabilito quali caratteristiche deve avere un gruppo di paesi affinché i vantaggi dell'adozione di una moneta comune siano elevati e i costi contenuti, possiamo analizzare più approfonditamente la situazione dell'Europa – e in particolare dei 12 maggiori paesi dell'area dell'euro – e stabilire se sia un'area valutaria ottimale, nel senso che i benefici della moneta unica superino i costi.

**INTEGRAZIONE COMMERCIALE** Per avere una misura di quanto i paesi dell'area dell'euro siano aperti agli scambi commerciali con il resto dell'Europa, adatteremo alla specifica situazione di questi paesi l'indice di apertura che abbiamo utilizzato nel capitolo 5. Rammentate (vedi figura 5.1, p. 102) che abbiamo misurato l'apertura dei sistemi economici come il valore medio delle esportazioni e delle importazioni (cioè la somma dei due valori divisa per due) espresso in percentuale del PIL. Per misurare il grado di integrazione commerciale con gli altri paesi della UE possiamo ricorrere a una misura analoga. La tabella 16.1 riporta la media degli scambi commerciali intracomunitari (la somma delle esportazioni verso altri paesi della UE e delle importazioni da altri paesi della UE, divisa per due), espressa in percentuale del PIL, per le nazioni dell'Europa a 15 (i 12 maggiori paesi membri della UEM a cui si aggiungono Danimarca, Regno Unito e Svezia) per ciascuno degli anni compresi tra il 1995 e il 2004. Il valore medio delle importazioni e delle esportazioni è una misura adeguata del grado di apertura negli scambi intracomunitari, perché i costi di transazione riguardano sia le une sia le altre. Possiamo quindi considerare questo valore tanto un indice del grado dell'integrazione commerciale di ciascun paese con gli altri membri della UE, quanto un indicatore del beneficio che ciascun paese trae (o trarrebbe) dalla riduzione dei costi di transazione negli scambi commerciali.

Consideriamo dapprima i paesi dell'area dell'euro. Nel 2004, il valore medio delle importazioni e delle esportazioni intracomunitarie del Belgio era superiore al 100% del PIL; anche Irlanda, Lussemburgo e Olanda traevano enormi benefici dalla riduzione dei costi

TABELLA 16.1 Il valore medio delle importazioni e delle esportazioni intracomunitarie di 15 paesi dell'Unione europea, in percentuale del PIL

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Area dell'euro</b>										
Belgio	73,7	73,8	81,4	88,0	86,5	87,3	90,9	90,8	105,3	105,3
Germania	21,1	18,9	20,9	22,9	22,6	23,5	24,7	25,6	29,2	29,5
Grecia	19,4	16,4	15,7	17,4	16,4	16,7	17,5	17,5	18,3	13,1
Spagna	18,7	16,3	18,7	21,0	21,8	20,3	23,1	21,5	25,6	24,9
Francia	21,8	19,5	21,8	22,5	22,5	23,0	24,3	25,1	28,9	27,8
Irlanda	57,8	52,3	49,9	53,1	50,4	52,1	55,0	55,6	64,8	65,3
Italia	21,0	16,3	17,4	18,5	19,0	19,7	20,2	20,3	22,4	22,1
Lussemburgo	–	–	–	–	–	–	–	66,5	74,0	79,0
Olanda	52,2	50,0	55,2	60,8	59,9	60,5	58,7	60,6	70,3	69,3
Austria	28,7	27,5	30,6	35,3	34,8	35,8	38,2	39,6	43,7	44,8
Portogallo	35,5	29,4	30,7	32,3	34,0	35,2	36,7	37,7	41,1	40,7
Finlandia	21,9	20,1	23,1	28,1	28,2	28,7	30,4	30,4	35,5	32,8
<b>Area non euro</b>										
Danimarca	29,0	27,6	29,8	33,2	32,1	33,0	32,9	33,9	37,8	37,3
Svezia	26,9	22,5	16,3	32,0	31,5	30,7	35,1	35,1	38,7	33,2
Regno Unito	20,8	19,5	17,6	17,1	17,5	18,1	18,4	18,8	22,7	21,1

Fonte: Eurostat.

di transazione associata all'adozione della moneta unica, con una media di importazioni ed esportazioni compresa tra il 65% e poco meno dell'80% del PIL. A seguire, nella classifica, l'Austria e il Portogallo, con un indice di apertura al commercio intracomunitario superiore al 40% del PIL, mentre Francia, Germania, Finlandia e Spagna si collocavano più o meno tra il 25% e il 30%. L'indice di integrazione intracomunitaria dell'Italia si fermava poco sopra il 20%, mentre la Grecia sembrava – sulla base di questo criterio – essere la nazione che meno ha beneficiato dell'unione monetaria, con una media di importazioni ed esportazioni pari soltanto al 13% del PIL nel 2004.

Fra i tre paesi che non appartengono all'area dell'euro per i quali disponiamo di dati confrontabili, la Danimarca e la Svezia hanno fatto registrare una media di importazioni ed esportazioni intracomunitarie intorno al 35% del PIL: un dato più elevato di 6 dei 12 paesi che hanno adottato la moneta unica e circa il triplo del dato corrispondente della Grecia. Diverso il caso del Regno Unito, il cui indice di integrazione commerciale con l'Europa nel 2004 era di poco superiore al 21%, e inferiore a quello rilevato per tutti gli altri paesi UE, con la sola eccezione della Grecia.

Che cosa ci rivelano questi dati? In primo luogo, che il grado di integrazione commerciale dei paesi UE è decisamente variabile ma, comunque, generalmente piuttosto elevato, con la sola eccezione della Grecia.

In secondo luogo, notiamo che il grado di integrazione commerciale tra i paesi UE ha manifestato una evidente tendenza ad aumentare nel tempo, in quasi tutti i paesi: confrontando i valori rilevati nel 1995 e nel 2004, si evidenzia un aumento del grado di apertura per tutti i paesi del campione; anche in questo caso, l'unica eccezione è la Grecia. Per alcuni paesi, come l'Austria, la crescita dell'integrazione commerciale con i paesi UE è stata molto marcata (circa 16 punti percentuali), mentre per altri – come l'Italia e il Regno Unito – è stata appena accennata.

Considerando l'andamento di questo indice nel corso dei dieci anni, si nota anche che la crescita è stata più accelerata negli ultimi cinque anni. Per esempio, in Germania il valore dell'indice è aumentato di soli 1,5 punti percentuali tra il 1995 e il 1999, per poi crescere di 6 punti percentuali dal 2000 al 2004. In Irlanda l'indice è diminuito di 7,5 punti percentuali nei primi cinque anni, per poi aumentare di 13 punti percentuali negli ultimi cinque anni. Questa tendenza ha indotto alcuni economisti ad affermare che alcuni dei criteri per la definizione di un'area valutaria ottimale – come l'elevato grado

di integrazione commerciale tra i paesi membri – possano in realtà essere endogeni: partecipare a un'unione monetaria favorisce un aumento del volume degli scambi commerciali con i paesi membri, proprio in virtù della diminuzione dei costi di transazione associati agli scambi.<sup>6</sup>

In generale, i dati riportati nella tabella 16.1 suggeriscono che molti paesi europei, se non tutti, hanno tratto notevoli benefici dalla riduzione dei costi di transazione degli scambi internazionali in conseguenza dell'adozione della moneta unica. In effetti, questi benefici sono stati stimati in una misura compresa tra lo 0,25% e lo 0,5% del PIL dell'area dell'euro. Questo dato potrebbe apparire modesto, ma bisogna comunque ricordare che i costi di transazione sono di fatto una perdita secca. Inoltre, questi benefici non sono occasionali, ma si accumulano nel tempo finché esiste la moneta unica, dal momento che i costi di transazione tornerebbero a manifestarsi nuovamente ove la moneta unica cessasse di esistere. Di conseguenza, si tratta di benefici cumulativi. Inoltre, se il grado di integrazione dei sistemi economici che appartengono all'area dell'euro confermasse la propria tendenza a crescere nel tempo grazie alla moneta unica, come ipotizzano alcuni economisti, anche il beneficio implicito di non dover sostenere i costi di transazione aumenterebbe nel tempo.

L'altro beneficio – indiretto – dell'adozione della moneta unica in presenza di una forte integrazione commerciale discende dalla riduzione dell'incertezza associata al venir meno della volatilità del tasso di cambio tra le valute dei paesi membri (poiché le valute nazionali sono state sostituite dalla moneta unica). Tali benefici sembrano difficili da quantificare, ma i dati presentati nella tabella 16.1 sembrano suggerire, ancora una volta, che nell'area dell'euro non siano affatto irrilevanti.

**LA FLESSIBILITÀ DEI SALARI REALI** Molti studi si sono occupati della flessibilità dei salari reali in Europa; la quasi totalità è giunta alla conclusione che i mercati del lavoro dell'Europa continentale siano tra i più rigidi al mondo, mentre quello del Regno Unito, almeno a partire dagli anni 1980, è diventato uno dei più flessibili. Abbiamo analizzato in un certo dettaglio i mercati del lavoro del Regno Unito e dell'Europa continentale nel capitolo 6, dove abbiamo stabilito che la rigidità dei mercati del lavoro dell'Europa continentale sia da attribuire principalmente all'elevata copertura sindacale e ai generosi sistemi di sussidio alla disoccupazione, in combinazione con un ordinamento giuridico che tende a ridurre la flessibilità del lavoro.

Inoltre, l'introduzione della moneta unica europea potrebbe aver avuto un effetto negativo sulla flessibilità dei salari, dal momento che molti accordi salariali collettivi tra un'impresa e i lavoratori si estendono anche alla forza lavoro occupata dalla stessa impresa in altri paesi europei, e la moneta unica ha l'effetto di aumentare la trasparenza di prezzi e salari. Per tornare ancora al nostro esempio di shock negativo asimmetrico della domanda, un'impresa che occupasse lavoratori sia in Francia sia in Germania avrebbe molta difficoltà a ridurre i salari reali in Germania, aumentandoli simultaneamente in Francia.

Inoltre, a causa degli elevati costi non salariali del lavoro in molti paesi europei, le imprese sarebbero comunque lente nell'espandere o contrarre la produzione in reazione a una variazione dei salari reali, e quindi gli spostamenti della curva di offerta aggregata sarebbero lenti a realizzarsi.

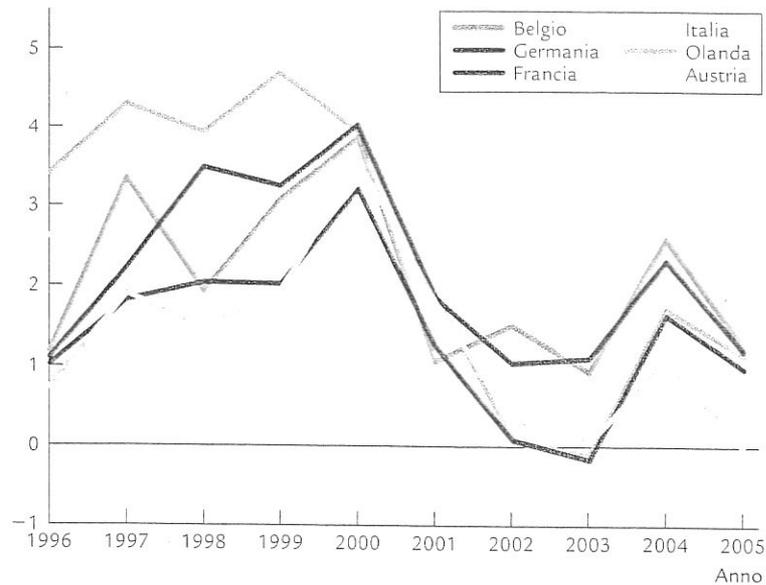
In generale, dunque, è improbabile che le variazioni dei salari reali diano un contributo significativo all'aggiustamento macroeconomico dei paesi dell'area dell'euro in risposta a uno shock asimmetrico.

**LA MOBILITÀ DEL LAVORO** Notoriamente il lavoro ha una scarsa mobilità all'interno della UE, soprattutto se si esclude la migrazione dei lavoratori provenienti dai paesi di nuova accessione dell'Europa orientale e centrale – come la Polonia – e ci si limita a considerare i 12 maggiori paesi dell'area dell'euro oppure la cosiddetta Europa a 15 (area dell'euro più Danimarca, Regno Unito e Svezia). La scarsa mobilità del lavoro può essere attribuita in parte alle differenze linguistiche e culturali e ad altre istituzioni sociali che rendono difficile al lavoratore emigrare dal proprio paese. Tuttavia, sembra che i lavoratori euro-

<sup>6</sup> Vedi Jeffrey A. Frankel e Andrew K. Rose, «The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria», *The Economic Journal*, 1998, vol. 108, pp. 1009-1025.

FIGURA 16.5

La crescita del PIL reale in un campione di paesi dell'area dell'euro: 1996-2005  
 Il ciclo economico sembra essere ben sincronizzato tra le economie dei paesi dell'area dell'euro inclusi nel campione.

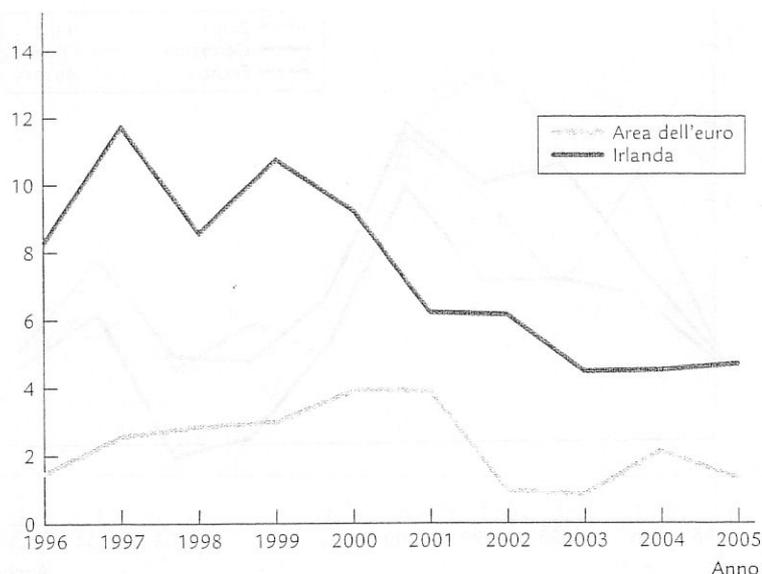


Fonte: Eurostat.

pei siano riluttanti anche a trasferirsi da una città all'altra all'interno della stessa nazione. Più precisamente, il grado di mobilità del lavoro, misurato dalla percentuale di forza lavoro che cambia luogo geografico in un dato periodo, è molto più bassa all'interno di qualsiasi paese europeo che all'interno degli Stati Uniti, ed è ancora più bassa all'interno dell'area dell'euro. L'Europa, quindi, non rispetta questo criterio per la definizione delle aree valutarie ottimali.

**LA MOBILITÀ DEL CAPITALE FINANZIARIO** Nel discutere la mobilità del capitale finanziario, dobbiamo operare una distinzione tra i mercati del capitale all'ingrosso e al dettaglio. I mercati del capitale all'ingrosso sono mercati del capitale ai quali hanno accesso esclusivamente istituzioni finanziarie, come le banche e la società finanziarie, o i grandi investitori istituzionali. I mercati del capitale al dettaglio (come le banche commerciali) sono quelli aperti ai singoli individui e alle piccole e medie imprese. Prima dell'introduzione dell'euro, l'integrazione finanziaria tra i paesi che avrebbero poi adottato la moneta unica era mediamente piuttosto bassa, nei mercati sia all'ingrosso sia al dettaglio. A seguito dell'introduzione della moneta unica, però, l'integrazione dei mercati finanziari all'ingrosso è aumentata significativamente. In particolare, si è formato un mercato monetario liquido con un unico tasso di interesse interbancario nel quale, per esempio, una banca lussemburghese può indebitarsi con una banca di Francoforte con la stessa facilità con cui potrebbe indebitarsi con un istituto che abbia la sede nel portone accanto. Il grado di integrazione è molto forte anche nel mercato dei titoli di Stato, come dimostra il fatto che i tassi di interesse riconosciuti sui titoli emessi dai diversi paesi aderenti alla UEM, a parità delle altre condizioni, tendono a essere molto simili e a muoversi in parallelo. L'integrazione dei mercati dei prodotti al dettaglio (come i mutui, i prestiti al consumo e alle piccole e medie imprese), invece, è ancora in ritardo rispetto ai mercati all'ingrosso, come si evince dal sopravvivere di sensibili differenze nei tassi applicati ai prestiti bancari nei diversi paesi e dalla relativa limitatezza dell'attività transfrontaliera delle banche commerciali. Di fatto i settori bancari nazionali sono rimasti in buona misura segregati e la penetrazione transfrontaliera rimane marginale: nel 2005 meno del 5% del totale dei prestiti erogati dalle banche era concesso oltre frontiera, a operatori di altri paesi dell'area dell'euro.

**LA SIMMETRIA DEGLI SHOCK DELLA DOMANDA** I cicli economici dei diversi paesi dell'area dell'euro appaiono positivamente correlati, nel senso che le fasi di espansione e di recessione sembrano avvicinarsi a poca distanza le une dalle altre. Nella figura 16.5 abbiamo



Fonte: Eurostat.

FIGURA 16.6

La crescita del PIL reale nell'area dell'euro e in Irlanda: 1996-2005

Il tasso di crescita del PIL reale dell'Irlanda è stato costantemente più elevato della media dell'area dell'euro. Questo significa che la politica monetaria della BCE è stata troppo espansiva per l'economia irlandese.

riportato graficamente i dati relativi alla crescita annua del PIL di Austria, Belgio, Francia, Germania, Italia e Olanda nel decennio 1996-2005. Dal grafico risulta evidente come le oscillazioni del tasso di crescita nei diversi paesi, nel periodo considerato, tendano a presentare punti di svolta simili: l'inversione negativa del 2000-2001, la ripresa del 2004 e la stagnazione del 2005 sono fenomeni condivisi da tutti i percorsi di crescita analizzati. Nella figura 16.6, invece, abbiamo messo a confronto i tassi di crescita del PIL dell'area dell'euro e del PIL dell'Irlanda nel medesimo periodo. In questo caso il problema non è tanto nella mancata corrispondenza dei punti di svolta, quanto nel fatto che la crescita del PIL in Irlanda è stata costantemente più forte; di conseguenza, la politica monetaria della Banca centrale europea è stata eccessivamente espansiva per l'economia irlandese, fin dalla costituzione della UEM. D'altra parte, in termini assoluti, l'economia irlandese non rappresenta che una piccola porzione del PIL complessivo dell'area dell'euro.

Nonostante siano in una certa misura ambigui, i dati empirici sembrano quindi suggerire che il problema degli shock asimmetrici della domanda non sia particolarmente acuto per gli attuali membri della UEM. Il fatto che non ci siano prove di shock asimmetrici della domanda a livello aggregato, però, non esclude la possibilità che si possano verificare shock asimmetrici ad altri livelli dell'economia. Anzi, i ricercatori hanno scoperto che molti degli shock che hanno effetti asimmetrici nei paesi europei tendono a colpire in maniera specifica una regione o un settore, più che un sistema economico nel suo complesso. Comunque, questo non è un problema che possa essere acuito dall'adesione a un'unione monetaria, dal momento che un paese che subisse, per esempio, uno shock in una delle sue regioni o in uno dei suoi settori produttivi non sarebbe in ogni caso in grado di gestirlo ricorrendo alla politica monetaria o alla politica del tasso di cambio, senza generare disequilibri in altre regioni o in altri settori.

#### RIASSUMENDO: L'EUROPA È UN'AREA VALUTARIA OTTIMALE?

Come in molti dibattiti economici, la risposta a questa domanda non può essere risolutiva. È certo che molti paesi europei hanno un elevato grado di apertura al commercio intracomunitario e cicli economici più o meno sincronizzati, ma la mobilità del lavoro e la flessibilità dei salari reali (e la flessibilità dei mercati del lavoro in generale) sono tendenzialmente basse; e per quanto l'adozione dell'euro abbia favorito l'integrazione dei mercati del capitale all'ingrosso nell'area dell'euro, i mercati finanziari al dettaglio rimangono fortemente segregati a livello nazionale.

In generale, perciò, se dovessero emergere forti divergenze del ciclo economico tra i paesi dell'area dell'euro, si avverterebbe fortemente la mancanza di una politica monetaria e di una politica di cambio indipendenti. Per questa ragione molti economisti affermano che l'Europa – intendendo con questa accezione l'attuale area dell'euro – non sia un'area valutaria ottimale. Ciò nonostante, come abbiamo notato nella nostra analisi, è possibile che alcuni criteri per la definizione dell'area valutaria ottimale siano endogeni: in particolare, è probabile che sia la stessa moneta unica a generare un incremento degli scambi tra i paesi membri dell'area dell'euro e che, in conseguenza di ciò, i cicli economici dei paesi della UEM diventino sempre più sincroni, dal momento che gli spostamenti della curva di domanda aggregata in un paese hanno effetti sempre più diffusi sugli altri paesi che partecipano all'area dell'euro. Inoltre, la moneta unica potrebbe anche aumentare la mobilità del lavoro in ambito UEM nel lungo periodo, dal momento che l'essere pagati nella stessa valuta elimina una delle difficoltà con le quali gli emigranti devono fare i conti quando decidono di cercare occupazione all'estero. Inoltre, ci si può aspettare che l'integrazione dei mercati finanziari si estenda nel tempo anche ai mercati al dettaglio.

### 16.6 La politica fiscale nelle aree valutarie

Fino a questo punto la nostra discussione è stata incentrata prevalentemente sulla perdita di autonomia della politica monetaria causata dall'adozione di una moneta comune in un gruppo di paesi. Ma non c'è nulla che imponga ai membri di una unione monetaria di rinunciare a una politica fiscale completamente indipendente. Per esempio, nell'esempio dello shock asimmetrico della domanda aggregata (espansivo in Francia e recessivo in Germania), il governo francese può ridurre la spesa pubblica in modo da compensare lo shock della domanda aggregata, mentre il governo tedesco può espanderla per contrastare la contrazione della domanda nel proprio sistema economico. In effetti, anche nel caso in cui Francia e Germania non costituiscono un'area valutaria ottimale – a causa dei salari vischiosi e della scarsa mobilità del lavoro – in linea di principio la politica fiscale nazionale può ancora essere utilizzata per far fronte alla perdita di indipendenza nella determinazione della politica monetaria.

#### IL FEDERALISMO FISCALE

Supponiamo che un'unione monetaria abbia una politica fiscale comune, nel senso che si doti di un unico bilancio fiscale complessivo a copertura delle decisioni di spesa e di tassazione in tutta l'area valutaria. In questo caso la politica fiscale nell'unione monetaria funzionerebbe come la politica fiscale di un sistema economico unico, con l'avanzo del gettito fiscale sulla spesa pubblica in una regione che servirebbe a finanziare il disavanzo in un'altra. Torniamo al nostro esempio dello shock asimmetrico che fa espandere la domanda aggregata in Francia e contrarre la domanda aggregata in Germania, come descritto nella figura 16.2. In genere, la politica fiscale di un sistema economico è dotata di stabilizzatori automatici che agiscono in modo da stimolare la domanda aggregata se l'economia entra in recessione, senza che sia necessaria un'esplicita decisione da parte dei responsabili della politica economica. Per esempio, dato che il gettito generato da quasi tutte le imposte è strettamente correlato al livello dell'attività economica, in seguito allo shock recessivo della domanda aggregata le entrate fiscali in Germania diminuiscono automaticamente, mentre i trasferimenti – sussidi di disoccupazione e altre prestazioni previdenziali – aumentano. In Francia accade l'opposto: gli stabilizzatori automatici agiscono all'inverso, facendo diminuire i trasferimenti e aumentare le entrate fiscali all'aumentare dell'attività economica.

Se i governi di Francia e Germania hanno un bilancio fiscale comune, l'aumento netto delle entrate fiscali in Francia può essere utilizzato per compensare la diminuzione netta delle entrate in Germania. Se i risultanti movimenti non bastano nel complesso a compensare lo shock della domanda, i governi francese e tedesco potrebbero decidere di comune accordo di prendere ulteriori iniziative e di incrementare la spesa pubblica in Ger-

