

Jeffrey A. Frankel

L'UNITÀ MONETARIA EUROPEA:
UNA PROSPETTIVA AMERICANA

"EMU and the euro: An American Perspective," Lucchini Foundation, Brescia, June 22, 2000.
Forthcoming in Europe: What Future After the Euro?, Laterza & Figli SpA, Rome.

L'euro è stato un successo nei suoi primi due anni di vita? La risposta è semplice. È stato un successo in quanto nuova divisa internazionale; non è stata un successo come valuta in cui investire, dato che il suo valore è diminuito. Ci sono due aspetti di una valuta che vanno tenuti distinti: la misura in cui viene usata come moneta a livello internazionale e il suo valore sul mercato dei cambi. Sarebbe sbagliato dire che non esistono connessioni di alcun tipo fra l'uso internazionale e il valore di cambio. In realtà ci sono legami causali in entrambe le direzioni. Se c'è un declino nell'uso di una divisa in quanto riserva di valore, se per esempio le banche centrali nel mondo cambiano le loro riserve in altre valute, ciò può causare un deprezzamento. E di conseguenza, una divisa sulla cui reputazione pesa la perdita di valore non sarà un buon candidato per l'uso internazionale. Ma la correlazione è minore di quanto non si possa pensare. In particolare, nell'uso internazionale i livelli delle valute – euro, dollaro, sterlina, yen, marco tedesco, franco svizzero, SDR [Diritti speciali di prelievo] – hanno la tendenza a cambiare piuttosto lentamente nel tempo – nell'ordine di decenni – quando invece le variazioni di cambio variano rapidamente fra di loro – grandi movimenti nell'ordine di mesi o addirittura giorni. La stampa finanziaria, con ricorrenza periodica, confonde la questione delle divise internazionali con la questione del tasso di cambio, e credo che stia succedendo la stessa cosa con l'euro.

Un aumento nell'uso internazionale non è da confondere con un aumento nella domanda

Non è solo la stampa finanziaria a presumere che una nuova valuta di successo internazionale sperimenterà necessariamente un aumento di domanda e quindi un aumento di valore. Due anni fa, alcuni eminenti economisti prevedero che a partire dal 1° gennaio 1999 ci sarebbe stato a livello mondiale uno spostamento delle riserve dal dollaro alla nuova divisa alternativa e l'aumento della domanda di euro avrebbe potuto causarne un consistente aumento di valore. Immaginarono che il nuovo euro avrebbe grosso modo avuto i requisiti per meritare lo status di divisa internazionale quanto il dollaro. Grazie all'uso internazionale, l'euro avrebbe fatto un balzo deciso, superando la somma precedentemente raggiunta dal marco tedesco, dal franco, dalla lira, ecc. Dopo tutto, l'area dell'economia euro è vasta quanto l'economia statunitense: perché quindi l'euro non dovrebbe essere usato più diffusamente? L'effetto

predetto sulla domanda di riserva è ragionevole, almeno nel tempo. Ma il predetto effetto sul tasso di cambio non si è naturalmente concretizzato. Queste predizioni non hanno avuto seguito per il fatto che un aumento dell'uso internazionale non significa soltanto un aumento della domanda di euro ma anche un aumento dell'offerta. Non si può comprendere il deprezzamento che si è verificato dal gennaio 1999 senza tener conto che l'offerta di euro come riserva è aumentata più della domanda.

Ci sono diversi indicatori dell'uso internazionale delle divise. Uno degli indicatori più appropriati è la valuta nominale [currency of denomination] delle transazioni finanziarie estere. L'euro è già ampiamente utilizzato nell'emissione di obbligazioni. In Europa c'è stato un incredibile aumento nell'emissione di obbligazioni industriali in euro, insieme a una rapida integrazione dei mercati dei titoli di stato, dei mercati azionari e delle operazioni bancarie. Mentre l'attività frenetica sembra essere collegata al debutto dell'euro, ciò non può essere definito "uso valutario internazionale di una divisa", perché si sta verificando all'interno dell'area domestica della valuta.

Fuori dall'Europa, l'euro è pure un successo, considerando che è ancora una valuta decisamente nuova. Detken e Hartmann (2000) hanno studiato i dati dell'euro dal primo anno di attività, conducendo un lavoro molto attento finalizzato a tracciare la rete delle attività finanziarie dell'area euro per riuscire a risalire all'attività delle divise che hanno preceduto l'euro nei cinque anni precedenti il 1999 e confrontarla con i numeri post 1999. Essi hanno individuato, più che un aumento di domanda, un aumento nell'offerta di riserve in euro al di fuori dell'Europa. Per la verità, se questo eccesso di offerta di euro non viene accumulato come scorta di magazzino, allora è aritmetico che esso debba essere combinato a un aumento della domanda da parte dei cittadini Europei. (Questo modello di uscita di capitale si riflette più generalmente nelle statistiche della bilancia dei pagamenti europea, benché lasci in disparte la valuta nominale). Non necessariamente segue una svalutazione dell'euro. Dipende da ciò che accade prima, cioè l'aumento dell'offerta di scorte in euro da parte dei non-residenti in Europa o l'aumento della domanda da parte degli europei. Nondimeno le conclusioni sono significative. Per lo meno illustrano bene il punto che un aumento nell'uso internazionale di una divisa non significa necessariamente un aumento della domanda totale di quella divisa o di un suo apprezzamento.

I dati disponibili dal debutto dell'euro a oggi sono limitati al valore delle transazioni finanziarie. L'unico vero indicatore dell'uso internazionale sono le quantità delle riserve detenute dalle banche centrali, sebbene per fare una comparazione fra il "prima" e il "dopo", considerando il valore dell'ecu, del marco, del franco e del fiorino olandese, devono essere adattati tenendo conto della detenzione incrociata di ciascuno paese membro di tutte le monete dell'Unione. Dopo un anno, i dati del Fondo Monetario Internazionale, aggiustati in questo modo, non hanno mostrato variazioni. "La quota combinata di queste valute legate all'euro tenuta al di fuori degli 11 paesi dell'area euro nel 1998 era praticamente identica alla quota dell'euro alla fine del

1999” (*Annual Report 2000*, IMF, p. 111). I dati sul volume del cambio con l'estero non sarà disponibile fino alla fine del 2001, il denaro contante tenuto fuori dal paese d'origine non sarà un dato pertinente fino a che le banconote e le monete in euro non verranno coniate nel 2002 e i dati sulle fatturazioni commerciali sono sempre difficili da ottenere.

È una bella scommessa sapere se nei prossimi anni verranno confermate le statistiche iniziali sui mercati dei capitali, che vedono l'euro seconda valuta internazionale, prima dello yen e in progressiva crescita di fiducia, ma non ancora pronto per il sorpasso del dollaro. Veniamo ora a considerare gli elementi che determinano lo status delle valute internazionali.

Che cosa rende internazionale una divisa?

Ci sono quattro motivi principali che determinano se una valuta sia una valuta internazionale.

1) *I modelli di produzione e commercio*. La divisa di un paese che ha una larga quota nella produzione, nel commercio e nella finanza ha un vantaggio naturale. L'economia statunitense è tuttora la più estesa a livello mondiale in termini di produzione e commercio, più estesa delle 11 economie di eurolandia messe insieme. Se il Regno Unito e gli altri tre stati non membri si unissero all'Unione Monetaria europea, tuttavia, l'area sarebbe virtualmente uguale come dimensione economica agli Stati Uniti.

2) *La Storia*. C'è una forte tendenza all'inerzia, a favore dell'uso di qualsiasi valuta sia già stata utilizzata in passato. Chiunque (esportatori, importatori, finanziatori, o trader di valuta) è più propenso ad utilizzare una data valuta nelle sue transazioni se tutti gli altri la stanno già utilizzando. Per questo motivo, la scelta della divisa internazionale è caratterizzata da equilibri stabili molteplici. La sterlina è rimasta un'importante divisa internazionale anche dopo che il Regno Unito perse la sua posizione di superpotenza economica all'inizio del secolo scorso. Nell'attuale contesto, la tendenza all'inerzia favorisce la continuazione del ruolo centrale del dollaro.

3) *I mercati finanziari*. I mercati dei capitali e del denaro non devono essere soltanto aperti e liberi da controlli, ma anche ben sviluppati, forti e liquidi. I grandi mercati finanziari di New York e di Londra beneficiano del dollaro e della sterlina rispetto all'euro e allo yen. Francoforte o altri centri finanziari sul continente possono eventualmente accelerare, ma ciò richiederà molto tempo.

4) *Fiducia nel valore della divisa*. Anche se una divisa fondamentale fosse usata solo come unità di conto, una sua necessaria qualifica sarebbe quella di non avere un valore che fluttua in modo erratico. Per questo una valuta fondamentale è usata anche come riserva di capitali (le società tengono saldi operativi delle divise utilizzate nella fatturazione, gli investitori tengono obbligazioni internazionali e le banche centrali tengono riserve di valuta). Da questo punto di vista, la fiducia che il valore della divisa rimanga stabile, e in particolare che non venga inflazionata nel futuro, è una condizione critica. Sia la

Fed che la BCE hanno correntemente una forte reputazione non-inflazionistica. Il record che gli Stati Uniti detenevano negli anni '70 di alta inflazione unita al deprezzamento è stato quasi del tutto oscurato, ed è stato cancellato da parte europea con l'aggiunta di altri paesi che hanno in qualche modo indebolito l'esistente reputazione di rettitudine monetaria nell'area del marco tedesco. Secondo recenti statistiche, c'è poco da scegliere fra un ampio deficit di conto corrente ed un tasso di inflazione leggermente più alto negli Stati Uniti da una parte e il molto discusso deprezzamento dell'euro sin dalla sua nascita dall'altra.

Così, due dei quattro elementi che determinano lo status della divisa di riserva – mercati finanziari molto sviluppati e inerzia storica – sostengono il dollaro sull'euro. Mentre sulla base degli altri due criteri, dimensione economica e reputazione di stabilità, il dollaro e l'euro sembrano essere grosso modo legati tra loro. Avvalendosi di un procedura econometrica, si potrebbero considerare i dati sulla quota delle riserve di valuta (1975-97) stimando un'equazione che includa la dimensione relativa del paese, dieci anni di medie inflazionistiche e 5 anni di medie della volatilità del tasso di cambio. (L'equazione non tiene in considerazione lo sviluppo del mercato finanziario). Si otterrebbe una previsione approssimativa secondo cui l'euro raggiungerà una quota del 32% del valore delle riserve delle banche centrali, una percentuale che rimane comunque al di sotto di quella degli Stati Uniti (previsto al 48%), a meno che ci sia una variazione significativa nei fondamentali macroeconomici relativi al 1997. La previsione statistica non dovrebbe essere presa troppo alla lettera. Ma salta agli occhi che l'euro sarà un solido numero due. L'assestamento è molto lento, così ci vorrà molto tempo prima che il valore di questa valuta raggiunga il livello previsto, se mai lo raggiungerà. Io non mi aspetto che l'euro sarà in grado di sfidare la posizione di preminenza del dollaro ancora per molti anni.

Perché l'euro è debole?

Se il deprezzamento dell'euro non significa una sua bocciatura come valuta internazionale, allora che cosa significa? A mio avviso, l'oscillazione generale del dollaro verso l'alto (specialmente a sfavore dell'euro) negli ultimi cinque anni (1995-2000) può facilmente essere spiegata facendo riferimento ai fondamentali. In primo luogo, a metà dell'anno 1995 il dollaro venne sottovalutato, come dimostrerò fra breve. In secondo luogo, la performance economica del dollaro negli ultimi cinque anni ha sorpreso tutti. Senza indugiare sul problema se il termine "new economy" sia stato più o meno abusato, la performance sembra essere in parte basata su tendenze strutturali che a lungo termine appaiono favorevoli¹. Non desidero insistere troppo su ciò

¹ Ma quali sono i motivi della superiore performance del dollaro USA? In aggiunta ai fattori di breve-termini e a quelli di medio-termini dovuti a una buona politica fiscale e monetaria, c'è un elenco di fattori a lungo-termini: 1) deregolamentazione (trasporti su strada, per via aerea, gas naturale, e sistema bancario negli ultimi anni '70); 2) globalizzazione; e 3) innovazione in senso tecnologico, così come nella forma di mercati delle merci e del lavoro più competitivi

che è già stato definito trionfalismo americano. Ma gli americani trovano sorprendente, dopo tutto ciò che abbiamo imparato sulle virtù del libero mercato, che in Germania, per esempio, i grandi magazzini abbiano ancora orari di apertura limitati e che siano vietati omaggi promozionali, sconti e garanzie illimitate delle merci. Tali regole non tendono certo ad aiutare la crescita economica quanto piuttosto a soffocarla.

Cosa significa tutto questo per il tasso di cambio? La forte crescita americana trainata dall'offerta ha fatto crescere la domanda di denaro in dollari USA. È vero che il deficit del commercio USA implica che il dollaro debba alla fine subire un sostanziale e reale deprezzamento; ma non è detto che questo necessariamente accadrà presto. Di fatto, dato il rapido tasso di espansione del consumo e degli investimenti che abbiamo sperimentato negli Stati Uniti, il dollaro forte, il deficit commerciale e l'afflusso di capitali sono state utili valvole di sicurezza. Mi aspetterei un deprezzamento del dollaro nel momento in cui l'economia USA rallentasse e non necessariamente prima. Questo può accadere nei prossimi anni, ma in passato abbiamo sbagliato le nostre previsioni.

Tuttavia, alla luce di una solida crescita e di una bassa inflazione in Europa esistono buone possibilità che l'euro sia stato in qualche modo sottovalutato nell'ultimo anno, soprattutto rispetto allo yen. Definirei un tasso dollaro/euro al di sotto di 0,89 un eccessivo deprezzamento [overshoot]. Con questo non mi riferisco solo al caso dell'eccessivo deprezzamento [overshooting] alla Dornbusch (che corrisponde per intero all'efficienza dei mercati finanziari) ma a un caso di eccessivo deprezzamento della valuta più forte come quello che accadde al dollaro nel 1985 e allo yen nel 1995. Chiamo questi episodi "*overshooting of the overshooting equilibrium*". Il fenomeno nasce inizialmente come risposta a una variazione dei fondamentali macroeconomici, come ad esempio una variazione nell'interesse reale, ma successivamente – contrariamente alla teoria – viene portato avanti anche dopo che la variazione dei fondamentali cessa. Sembra che accadano questi episodi quando la variazione iniziale prosegue per alcuni anni, stabilendo una tendenza che gli analisti tecnici possono cogliere al volo.

“Ciò che è stato detto in tempi recenti del dollaro”

Nella primavera del 1995, il dollaro era caduto a 80 yen. Questo abbassamento aveva tratto origine, nel 1990, dal rafforzamento della politica monetaria della Banca del Giappone, ed era andato molto oltre. Questo episodio merita di essere considerato, perché comporta alcuni paralleli con la recente esperienza del dollaro. Il deprezzamento del dollaro nel 1994 e all'inizio

(ristrutturazioni aziendali, iniziative di assistenza sanitaria gestita, mercato del lavoro flessibile) e riforme del settore pubblico. Ma come Paul Krugman ha osservato, l'attuale "evidenza" della superiorità del capitalismo American-style può provarne l'esagerazione nei decenni a venire così come la precedente evidente superiorità del capitalismo stile giapponese negli anni '90, o come, prima ancora, il modello di prezzi sempre in ascesa delle risorse naturali negli anni '80.

del 1995 ha pochi agganci, se non addirittura nessuno, ai fondamentali. Dal mio punto di vista può essere soltanto attribuito a una dialettica circolare in cui gli operatori vendettero dollari nella convinzione sbagliata che l'Amministrazione USA voleva deprezzare questa valuta e a conferma di ciò avrebbero citato quanto riportato dai giornali. I giornalisti che scrissero della politica di indebolimento del dollaro ignorarono le dichiarazioni dell'Amministrazione USA e gli interventi a sostegno del dollaro effettuati in quel periodo, e tesero invece semplicemente ad addurre come prova evidente il fatto che il dollaro si stava svalutando. Infine il ciclo si ruppe quando l'intervento della banca centrale – portato avanti in modo coordinato e degno di nota per i giornalisti – fu in grado di convincere gli osservatori sulle intenzioni dell'Amministrazione e aiutò a riportare il mercato alla realtà nella metà del 1995. Una delle ragioni del successo dell'intervento fu che il rapporto yen/dollaro aveva raggiunto un livello estremo. (Io non credo che la sottovalutazione dell'euro nella primavera del 2000 avesse raggiunto il limite estremo. La Banca Centrale Europea fu probabilmente saggia in quel momento a trattenersi, ma per implicite minacce verbali).

Un aspetto di questa “vendita rapida” del dollaro da parte dei commentatori pubblici nel 1994-95 fu una vendita rapida del suo ruolo come valuta internazionale. Il 25 febbraio 1995, l'edizione dell'*Economist* pubblicò un articolo di fondo influente che sosteneva che “il dominio del dollaro si sta indebolendo”, in particolare a spese del marco tedesco. Altri stavano ancora propagando lo yen come lo sfidante. Tipico di questi articoli che lamentavano il declino della divisa statunitense era sostenere che “l'Amministrazione è indifferente allo scivolone del dollaro come prima riserva e valuta commerciale” (Kunz 1995, p. 22), e altri che concludevano dicendo che il dollaro stava “seguendo la strada della sterlina, dello scellino olandese, del ducato e del bezant” (Kindleberger (1995, p. 6). Ciò che era straordinario in questi articoli era che nel pronunciare un verdetto sugli allineamenti della valuta, tendevano a ignorare le statistiche reali sull'uso della valuta internazionale. Mentre il dollaro come valuta di riserva aveva perso molto terreno rispetto allo yen e al marco negli anni '70 e '80, ora questa tendenza negli anni '90 era effettivamente cambiata. Inoltre, un'incredibile richiesta di banconote in dollari in America Latina e nei paesi dell'Est europeo aveva succhiato metà dell'offerta della moneta statunitense fuori dal Paese.

Eppure la maggior parte dei commentatori ragionavano in termini di generale umore anti-dollaro e più specificamente dell'osservato deprezzamento, per concludere che c'era un marcato declino nello status del dollaro come divisa internazionale più importante.

Nel 1995 i commenti sulle tendenze della valuta internazionale possono o non possono rientrare in un più ampio schema del comportamento di chi si schiera dalla parte del più forte.

Ma penso che sia chiaro che i commentatori erano incapaci di resistere alla tentazione di mischiare la questione della divisa internazionale con la questione del valore di cambio, e su questo punto giunsero a conclusioni ingannevoli. In

questo senso io vedo un parallelo cinque anni più tardi con l'euro. Il deprezzamento del dollaro nel 1999-2000 può essere attribuito ai fondamentali o allo schierarsi dalla parte dei vincitori. Ma, in entrambi i casi, vedo un pericolo nella tentazione di saltare da un mercato di cambio con sviluppi a breve termine a conclusioni circa le prospettive di una divisa di uso internazionale.

Esprimo una previsione. In futuro ci sarà un maggiore apprezzamento dell'euro a sfavore del dollaro. Non è in realtà una predizione perché non vi sto dicendo quando accadrà. La mia predizione è che dopo qualche anno di apprezzamento dell'euro, vedremo una nuova esplosione di commenti sostenere che l'euro è lo sfidante del dollaro quale valuta internazionale numero uno nel mondo. Le attuali statistiche sull'uso dell'euro non eccederanno neanche allora la tendenza corrente. Ma la tentazione di creare una connessione fra il tasso di cambio e lo status della divisa internazionale sarà di nuovo irresistibile. E i commenti di stampa, così come i commenti antieuro del 2000 e quelli anti-dollaro del 1995, non dureranno probabilmente più a lungo del prossimo capovolgimento nel tasso di cambio.

Le opinioni degli economisti americani sul dollaro

Ho discusso le questioni relative alle performance dell'euro sul mercato dei cambi e del suo successo come valuta internazionale, sottolineando la tendenza a confondere i due ambiti. Un terzo tipo di successo è ugualmente importante. È la grande questione dell'esperimento storico dell'Unione Monetaria Europea – che tuttavia è un argomento ben distinto. (Di nuovo sono questioni connesse l'una all'altra. L'idea che L'Unione Monetaria Europea possa un giorno, in teoria, collassare eserciterebbe una pressione irresistibile per una forte espansione monetaria, derivante, per esempio, da un debito esplosivo di qualche regione particolare; in questo caso il fallimento dell'Unione sarebbe correlato al deprezzamento dell'euro e alla perdita di competitività come valuta internazionale. Ma non c'è motivo di aspettarsi che questo accada, e nessuna altra ragione per aspettarsi necessariamente che gli sviluppi in queste due distinte aree siano strettamente collegati. Quindi, considererò la questione della desiderabilità dell'Unione Monetaria Europea indipendentemente dalle altre due questioni.)

Da molto tempo noto la tendenza fra gli europei – tassisti di Parigi, piuttosto che operatori finanziari di Francoforte e Milano – a pensare che gli americani vogliano il fallimento dell'Unione Monetaria Europea. Noi, stando alle supposizioni, vedremmo l'Unione come una minaccia per gli Stati Uniti. È innegabile che la maggioranza degli economisti americani sia stata storicamente scettica sull'Unione Monetaria Europea. Ma il nostro modo di pensare si è evoluto nel tempo, diventando, per certi aspetti, più ricettivo. Non è soltanto per il fatto che adesso l'Unione sia un fatto compiuto, ma per i cambiamenti nelle mode intellettuali circa la teoria monetaria in generale, in aggiunta agli sviluppi del sistema monetario internazionale.

Ci sono diverse fasi nel modo di pensare degli economisti monetari internazionali. La sequenza inizia con la tradizionale teoria dell'*area valutaria ottimale* introdotta negli anni sessanta, basata sempre sullo scetticismo. Adesso abbiamo “progredito” verso l'ipotesi delle soluzioni estreme [corners], che derivano dall'esperienza degli ultimi anni novanta.

Robert Mundell lamenta che l'idea della *area valutaria ottimale*, un concetto da lui originalmente introdotto, sia regolarmente usato come argomento contro l'Unione Monetaria Europea e contro altre unioni monetarie. L'ironia, naturalmente, è che per trent'anni è stata utilizzata sul versante dei pro. Ma credo che una lettura giudiziosa della letteratura sulla *area valutaria ottimale* non sia né contro e nemmeno a favore delle unioni monetarie, ma sia piuttosto utile precisamente perché riconosce che la scelta del regime del tasso di cambio dovrebbe dipendere dalle particolari circostanze che un dato paese si trova ad affrontare e perché offre una cornice tuttora utile per un giudizio.

L'area valutaria ottimale

I paesi fortemente integrati fra loro, relativamente al commercio e ad altre relazioni economiche, sono i più adatti per costituire un'*area valutaria ottimale*. Un'*area valutaria ottimale* è una regione per cui è ottimale avere una propria divisa e una propria politica monetaria. Questa definizione, benché di uso comune, può essere troppo generale per essere utilizzata in modo ottimale. Essa può essere meglio precisata con la generalizzazione secondo cui le unità più piccole tendono ad essere più aperte e integrate con i loro vicini che non le grandi (Stime gravitazionali suggeriscono che per ogni 1% di crescita della dimensione economica di un paese, la proporzione del commercio internazionale rispetto al PIL cade di circa un 2%). Quindi una *area valutaria ottimale* può essere definita come *una regione che non è così piccola e aperta da assumere la divisa del proprio vicino e nemmeno così grande da essere suddivisa in sottoregioni con valute diverse*. Perfino nella misura in cui per certi paesi le soluzioni estreme [corners] sono appropriate, la copertura geografica ottimale per una divisa comune sta probabilmente nel mezzo: più grande di una città e più piccola dell'intero pianeta.

Perché il criterio dell'*area valutaria ottimale* dipende dal grado di apertura? I vantaggi dei tassi di cambio fissi aumentano con il grado di integrazione economica, mentre i vantaggi dei tassi di cambio flessibili diminuiscono. I due grandi vantaggi dei tassi di cambio fissi sono (1) ridurre i costi delle transazioni e il rischio del tasso di cambio che può scoraggiare il commercio e gli investimenti, e (2) fornire un'ancora nominale credibile per la politica monetaria. Se le merci trattate costituiscono una larga proporzione dell'economia, allora l'incertezza è una questione più seria per il paese preso globalmente. Una tale economia può essere troppo piccola e troppo aperta per avere una valuta indipendentemente a tasso di cambio fluttuante. Nello stesso tempo, poiché fissare il tasso di cambio in un tale paese vuol dire procedere ulteriormente verso la fissazione dell'intero livello dei prezzi, un sostegno al

tasso di cambio è probabilmente più credibile, e così molto probabilmente riuscirà a ridurre le aspettative inflazionistiche. Inoltre, il vantaggio principale di un tasso di cambio fluttuante, l'abilità a perseguire una politica monetaria indipendente, è in molti casi più debole per un'economia che è altamente integrata con i paesi vicini. Questo perché ci sono situazioni in cui il paese o la regione possono far fronte a un'avversità anche in assenza di cambi discrezionali nella politica macroeconomica.

Si consideri in primo luogo, come criterio di apertura, la propensione marginale all'importazione. La variabilità della produzione al di sotto di un tasso di cambio fisso è relativamente bassa quando la propensione marginale all'importazione è alta; l'apertura agisce come uno stabilizzatore automatico.

Si consideri quindi come criterio di apertura la facilità di circolazione della manodopera fra i due paesi in questione e i loro vicini. Se l'economia è altamente integrata con i paesi vicini secondo questo criterio, allora i lavoratori possono essere in grado di rispondere a una recessione locale trasferendosi al di là dei confini per trovare lavoro: in questo modo c'è meno necessità di un'espansione monetaria locale o di svalutazione. Naturalmente il paese vicino può attraversare a sua volta un periodo di recessione. *Nella misura in cui degli shocks per le due economie sono correlati, nondimeno, l'indipendenza economica non è in ogni caso necessaria: i due paesi possono condividere un'espansione monetaria in tandem.* C'è meno necessità di un tasso di cambio flessibile fra di loro per equilibrare le differenze. Così la correlazione o la simmetria degli shocks è un criterio chiave.

Si consideri infine uno speciale tipo di integrazione: l'esistenza di un sistema fiscale federale per trasferire i fondi alle regioni che soffrono di avversità. L'esistenza di un tale sistema, come l'esistenza di un alta mobilità dei lavoratori o alta correlazione di avversità, rende l'indipendenza monetaria meno necessaria.

Ampliando ulteriormente la definizione di integrazione, un altro tipo di integrazione, di natura più politica, può aiutare a riprodurre la necessità di indipendenza economica: nella misura in cui i cittadini residenti hanno priorità economiche, specialmente nella lotta all'inflazione contro la disoccupazione, che sono simili a quelle dei loro vicini ci sarà meno necessità di una risposta differenziata ad avversità comuni.

Infine, nella misura in cui gli individui pensano a se stessi come a cittadini d'Europa più che come cittadini del loro stesso paese, possono essere disposti a precedere sul terreno politico risposte monetarie discrezionali fino a creare turbolenze di così ampia portata che una risposta politica nazionale sarebbe loro vantaggio economico. Per contro, nella misura in cui essi hanno considerazione per la sovranità del loro paese, non vorranno rinunciare alla loro valuta nazionale anche se è economicamente svantaggioso.

Abbiamo già visto che le unità regionali sono più adatte a formare un'unità monetaria e a trarre benefici netti unendosi fra di loro se: (1) commerciano molto l'una con l'altra, (2) c'è un alto grado di mobilità della manodopera fra di loro, le avversità economiche che affrontano sono altamente correlate, o (4) se esiste un sistema fiscale federale per il trasferimento dei fondi alle regioni che

subiscono le avversità. Come appare l'Unione Europea rispetto a questi quattro criteri?

Ognuno di questi criteri può essere quantificato, ma è molto difficile sapere quale è il livello critico di integrazione in cui i vantaggi dell'appartenenza ad un'area valutaria sorpassano gli svantaggi. I paesi degli Stati Uniti d'America costituiscono un possibile standard di comparazione. Sembra abbastanza chiaro che il grado di apertura degli stati, e il grado di integrazione economica fra di loro, siano sufficientemente alti da giustificare l'uso di una valuta comune. Come si confrontano i membri dell'Unione Europea con questi stati? Gli Stati Uniti sembrano più aperti dei paesi europei, sia per i criteri commerciali che di mobilità della manodopera. Sembra che quando un'avversità colpisce una regione degli Stati Uniti, come ad esempio New England o gli stati petroliferi del Sud, la migrazione dei lavoratori è il meccanismo più importante attraverso il quale i tassi di disoccupazione e i salari vengono alla fine riequilibrati fra le regioni.

La mobilità dei lavoratori all'interno dei paesi europei è molto più bassa che negli Stati Uniti. In alcune zone, il raggio geografico in cui molte persone vivono tutta la loro vita è una distanza inferiore a quella che percorrono quotidianamente per i loro spostamenti di lavoro i cittadini di Los Angeles. Gli americani si muovono tre volte fra gli stati di quanto i tedeschi si muovano nei loro Länder. Gli europei sono probabilmente meno inclini a superare i confini nazionali all'interno dell'Unione Europea di quanto non lo siano all'interno dei loro paesi, specialmente alla luce delle differenze linguistiche. Così, secondo il criterio di mobilità della manodopera, i paesi europei sono meno adatti ad avere una valuta comune di quanto non lo siano gli stati americani. Gli altri due criteri sono pure meglio soddisfatti negli Stati Uniti che in Europa. Turbolenze nelle regioni statunitensi hanno relativamente un'alta correlazione, in confronto agli stati membri dell'Unione Europea.

Quando le disparità nei redditi aumentano negli Stati Uniti, la politica fiscale federale aiuta a ridurle. Una stima suggerisce che quando il reddito pro capite in una regione si abbassa di un dollaro, la riduzione finale nel reddito disponibile è di soli 70 cents. La differenza, un 30 per cento di effetto cuscinetto federale, include sia un'automatica riduzione delle tasse federali più un automatico aumento nella compensazione di disoccupazione ed altri sostegni. L'effetto cuscinetto è stato stimato al 17% nel caso del Canada. I paesi europei hanno possibilità più grandi rispetto agli stati americani per quel che riguarda la stabilizzazione fiscale domestica (e manterranno almeno alcune di queste possibilità nonostante le imposizioni fiscali che il processo dell'UME sta loro imponendo). Inoltre ci sono alcuni meccanismi di trasferimento fiscale fra i paesi. Nondimeno, né il meccanismo del trasferimento fiscale già in essere all'interno dell'Unione Europea né quelle contemplati dall'Unione Monetaria Europea – così chiamati “fondi strutturali” – sono ampi quanto i sistemi federali fiscali statunitensi o canadesi.

Comers

Mentre la tradizionale letteratura ispirata all'*area valutaria ottimale* enfatizza le dinamiche commerciali e produttive, le moderne analisi sul tasso di cambio sono pesantemente dominate dai mercati finanziari e da questioni di credibilità. Il pensiero più recente è in qualche modo più indulgente con le unioni monetarie in generale, e con l'Unione Monetaria Europea in particolare. Ricordo degli scritti sull'assenza di credibilità dei regimi a tasso di cambio intermedio, come le aree obiettivo o i sistemi a parità aggiustabili [*adjustable pegs*].

Il fallimento del meccanismo del tasso di cambio europeo nel 1992-93 sembrava all'inizio giustificare lo scetticismo verso l'Unione, proprio sulla base dei principi dell'*area valutaria ottimale*, dato che la Germania aveva sperimentato uno shock reale (la riunificazione) non condiviso dal resto dell'Europa. Ma un'interpretazione alternativa era che le crisi non erano giustificate dai principi macroeconomici, mentre erano un cosiddetto caso di "modelli di attacco speculativo della seconda generazione", basati su equilibri multipli.

L'episodio aveva suggerito ad alcuni che una graduale transizione verso l'Unione Monetaria Europea, dove l'ampiezza dell'area obiettivo veniva ridotta passo a passo, poteva, dopo tutto, non essere la strada migliore per procedere (Crockett, 1994). Obstfeld e Rogoff (1995) conclusero che "un attento esame della genesi degli attacchi speculativi suggerisce che perfino i sistemi con ampi margini di oscillazione sul modello dell'attuale sistema monetario europeo pongono serie difficoltà, e che c'è poca, se non nessuna, possibilità di un tranquillo passaggio intermedio fra i tassi fluttuanti e l'adozione da parte dei paesi di una valuta comune". La lezione che "il modo migliore di attraversare un abisso è con un singolo salto" fu all'apparenza confermata dal successo del passaggio repentino, nel 1998-99, da un sistema di fluttuazioni ad ampi margini all'Unione Monetaria Europea.

Nacque così l'ipotesi che le due soluzioni estreme [corners] della libera fluttuazione e della fissazione stabile siano attuabili, mentre non lo sono i regimi intermedi. Dopo le crisi valutarie dell'Asia orientale, nel 1997-98, le ipotesi di soluzioni estreme divennero molto presto convenzionalmente accettate. Sfortunatamente, i suoi molti sostenitori non riuscirono a offrire un fondamento teorico razionale.

Benché il contesto di riferimento per l'ipotesi delle soluzioni estreme sia il nuovo mondo delle crisi finanziarie, un fondamento teorico può essere disponibile in una versione aggiornata della letteratura sull'*area valutaria ottimale*. Alcuni dei criteri chiave dell'*area valutaria ottimale*, che sono solitamente supposti come parametri, cambiano in realtà nel tempo, in particolare il grado di integrazione commerciale e la correlazione degli shocks. Inoltre, possono cambiare in risposta alla decisione stessa di formare un'unione monetaria.

Una recente ricerca ha applicato il modello di gravità del commercio bilaterale a un'ampia gamma di dati commerciali fra coppie di paesi o altre piccoli unità politiche, e ne sono emerse alcune sorprendenti conclusioni. La prima è che, a parità di condizioni, una coppia di unità politiche con una valuta

comune possono avere scambi commerciali triplicati fra di loro rispetto a una coppia che utilizza valute diverse. Evidentemente c'è un ampio e distinto beneficio che può essere raggiunto andando oltre la riduzione della variabilità del tasso di cambio a zero. La totale eliminazione della differenza di valute evita anche i costi delle transazioni così come ciò che sarebbe altrimenti un timore residuo di abbandono del tasso di cambio fisso. La seconda scoperta è che il più alto livello di commercio bilaterale promuova anche il commercio nel suo complesso. Una terza sorpresa è che l'aumento dei commerci sia positivo per la crescita. Una stima illustrativa è che l'aumentata apertura che la Polonia ha sperimentato adottando l'euro possa innalzare il reddito pro-capite del 20%, in un periodo ventennale o anche più lungo. La quarta sorpresa è che, nonostante un aumento di specializzazione, il più alto livello di commercio fra i membri dell'unione valutaria aumenti anziché abbassare la correlazione delle avversità fra i paesi membri.

La più alta integrazione commerciale e la più alta simmetria di fatti traumatici significano che due dei criteri per un'area valutaria ottimale sono probabilmente soddisfatti ex-post, dopo che i paesi hanno proceduto con l'unione monetaria, piuttosto che ex-ante. Un paese che appare soddisfare al margine i criteri dell'area valutaria ottimale potrebbe inabissarsi, sulla base della teoria che la situazione si manifesta più forte dopo che un tempo sufficiente sia trascorso. Mi sembra che se l'euro si affermerà nelle prossime due decadi senza un maggior shock asimmetrico, i paesi membri saranno per allora diventati sufficientemente integrati e l'Unione Monetaria Europea potrà dirsi un successo – non tanto nel senso del tenersi uniti o dell'avere una valuta di successo, ma nel senso di ciò che è veramente di fondamentale importanza, cioè portare benefici reali alla popolazione.

Riferimenti bibliografici

- Bergsten, C.F. (1997), *The Dollar and the Euro* "Foreign Affairs", July-August, pp. 83-95.
- Crockett, A. (1994), *Monetary Policy Implications of Increased Capital Flows*, in *Changing Capital Markets: Implications for Monetary Policy*, Symposium sponsored by Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, August 1993
- Detken, C., Hartmann, P. (2000), *The Euro and International Capital Markets*, European Central Bank, Working Paper, n. 19, April.
- Frankel, J. (2000), *Impacts on Members and Non-Members* in R. Mundell, A. Clesse (eds.), *The Euro as a Stabilizer in the International Economic System*, Kluwer Academic Publishers, Norwell MA, pp. 93-109.
- Frankel, J., Rose A. (1998), *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criterion*, "The Economic Journal", n. 449, July, pp. 1009-1025.

- Frankel, J., Rose A. (2000), *An Estimate of the Effect of Currency Unions on Trade and Output*, NBER Working Paper, n. 7857; revised as Centre for Economic Policy Research Working Paper, n. 2631.
- Kindleberger, C. (1995), *Dollar Darkness*, "The International Economy", May-June.
- Krugman, P. (1984), *The International Role of the Dollar: Theory and Prospect*, in J. Bilson, R. Marston (eds.), *Exchange Rate Theory and Practice*, University of Chicago Press, Chicago, pp. 261-278.
- Kunz, D. (1995), *The Fall of the Dollar Order*, "Foreign Affairs", July-August, pp. 22-27.
- Mundell, R. (1961), *A Theory of Optimum Currency Areas*, "American Economic Review", November, pp. 509-517.
- Obstfeld, M., Rogoff, K. (1995), *The Mirage of Fixed Exchange Rates*, NBER Working Paper, n. 5191.