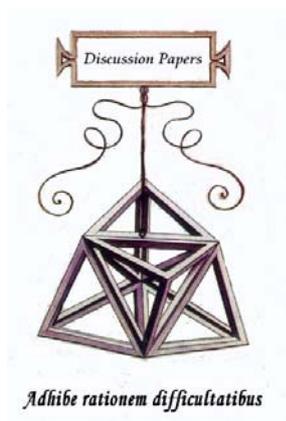




Discussion Papers

Collana di

E-papers del Dipartimento di Scienze Economiche – Università di Pisa



Pompeo Della Posta

**Vecchie e nuove teorie delle
aree *monetarie* ottimali**

Discussion Paper n. 5

2003

Discussion Paper n. 5, presentato: **giugno 2003**

Indirizzo dell'Autore:

Dipartimento di scienze economiche, via Ridolfi 10, 56100 PISA – Italy

tel. (39 +) 050 2216 211

fax: (39 +) 050 598040

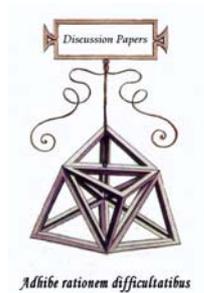
Email: peoposta@ec.unipi.it

© **Pompeo Della Posta**

La presente pubblicazione ottempera agli obblighi previsti dall'art. 1 del decreto legislativo luogotenenziale 31 agosto 1945, n. 660.

Si prega di citare così:

Pompeo Della Posta (2003), “Vecchie e nuove teorie delle aree *monetarie* ottimali ”, Discussion Papers del Dipartimento di Scienze Economiche – Università di Pisa, n. 5 (<http://www-dse.ec.unipi.it/ricerca/discussion-papers.htm>).



Pompeo Della Posta

Vecchie e nuove teorie delle aree *monetarie* ottimali

Abstract

Vecchie e nuove teorie delle aree *monetarie* ottimali

The paper surveys old and new theories of optimum currency areas by following a unifying ‘logical’ rather than ‘chronological’ approach. The fall of credibility theory as the ‘new’ theory of optimum currency areas obliged to go back to the ‘old’ criteria while focusing, however, also on supply shocks. Moreover, the conclusions reached by the theory of self-fulfilling speculative attacks stress the difference between irrevocably fixed exchange rates and monetary union. As a consequence, I suggest referring to the theory of optimum *monetary* rather than *currency* areas. Finally, the difficulty of these criteria to explain the desire of peripheral countries to adhere to a monetary union (as in the case of the EMU), obliges to abandon the static framework. By considering a dynamic approach, it is also possible to interpret political reasons, often deemed to be crucial and considered separately from the economic ones, as referring to the economic, long term, benefits resulting from monetary unification.

Classificazione JEL: F330, F360

Keywords: Aree valutarie ottimali

Indice

Introduzione

1. La ‘nuova’ teoria delle aree valutarie ottimali
 - 1.1 L’unione monetaria come regola da preferire alla discrezionalità: non è costoso rinunciare all’indipendenza monetaria o valutaria quando tale indipendenza è inefficace
 - 1.2 Ragioni strutturali dei differenziali inflazionistici e obiezioni alla conclusione della superiorità della regola rispetto alla discrezionalità: la rinuncia all’indipendenza monetaria o valutaria può essere costosa
 2. La letteratura tradizionale delle aree valutarie ottimali
 - 2.1 Quanto sono probabili gli shock asimmetrici?
 - 2.2 Esistono meccanismi automatici di riequilibrio alternativi allo strumento monetario o del tasso di cambio?
 - 2.3 Quanto è efficace lo strumento del tasso di cambio?
 3. Le integrazioni alla teoria tradizionale delle aree valutarie ottimali
 - 3.1 Un approccio più generale
 - 3.2 Shock asimmetrici dal lato della domanda e dal lato dell’offerta
 - 3.3 Una ‘nuova’ teoria delle aree *monetarie* ottimali? Il beneficio derivante dal rimuovere la discrezionalità nell’uso dello strumento del tasso di cambio
 - 3.4 Aspetti dinamici, endogenità e limitatezza dei criteri economici
- Osservazioni conclusive

Introduzione

Agli inizi degli anni Sessanta del XX secolo ebbe inizio con Robert Mundell la ‘teoria delle aree valutarie ottimali’ (Mundell, 1961). Egli si domandò quali condizioni dovessero essere soddisfatte affinché per un paese non fosse costoso rinunciare all’indipendenza monetaria e valutaria quali mezzi per stimolare la domanda aggregata e la produzione. Il soddisfacimento di tali condizioni avrebbe permesso di individuare l’ambito territoriale ottimale per l’adozione di una moneta unica (unione monetaria), o

per la fissazione irrevocabile dei tassi di cambio (unione valutaria),¹ Altri importanti contributi seguirono negli anni Sessanta e Settanta.

Negli anni Ottanta (e all'inizio degli anni Novanta), tuttavia, la teoria tradizionale cedette il posto alla teoria della credibilità, che sembrava rappresentare la 'nuova' teoria delle aree valutarie ottimali. Ignorando i criteri individuati da Mundell e dagli autori che seguirono, la teoria della credibilità sosteneva l'ottimalità della rinuncia alla discrezionalità monetaria (e quindi valutaria) in favore di regole fisse, quali appunto l'adesione ad un'unione valutaria o monetaria.

Gli sviluppi teorici e l'evidenza empirica successivi mostrarono, con i limiti di tale conclusione, la necessità di un ritorno ai criteri tradizionali, integrati però da valutazioni relative al lato dell'offerta, su cui proprio la teoria della credibilità si soffermava.

Vista l'instabilità intrinseca dei sistemi a cambi fissi, che emerge sia dall'evidenza storica che dagli sviluppi della teoria degli

¹ Tali opzioni erano ritenute, infatti, equivalenti (vedi ad esempio Mundell, 1961 o Masson e Taylor, 1993), vista la sostanziale uguaglianza, in un caso e nell'altro, delle implicazioni per la conduzione della politica monetaria e per l'impossibilità di utilizzo dello strumento del tasso di cambio. Vedremo in seguito le ragioni per le quali tale posizione non sia oggi condivisibile. E' da notare la presenza di confusione e ambiguità nella definizione di unione valutaria e di unione monetaria. Masson e Taylor (1993), infatti, con l'espressione 'unione valutaria' (*currency union*) si riferiscono alla presenza di una valuta (cioè moneta) unica (*single currency*), mentre con 'unione monetaria' (*monetary union*) o 'unione dei tassi di cambio' (*exchange rate union*) si riferiscono al caso di cambi irrevocabilmente fissi. Tavlas (1993), invece, distingue fra:

- unione dei tassi di cambio (*exchange-rate union*), che non implica necessariamente il coordinamento della politica monetaria fra i paesi partecipanti;

- integrazione monetaria (*monetary integration*), sinonimo di area valutaria (*currency area*), che implica cambi irrevocabilmente fissi, assenza di margini di fluttuazione, convertibilità valutaria piena e completa, integrazione finanziaria, piena libertà nel movimento dei capitali e conduzione di una politica monetaria comune;

- unificazione monetaria (*monetary unification*), caratterizzata dalla presenza di una moneta unica (*single currency*) e da una banca centrale comune.

La nostra classificazione segue dunque quella adottata da Tavlas. In Krugman e Obstfeld (1999) ci si riferisce invece indifferentemente all'espressione area *monetaria* ottimale e area *valutaria* ottimale, ignorando inspiegabilmente qualunque differenza fra i due concetti.

attacchi speculativi, inoltre, riteniamo che la teoria delle aree *valutarie* ottimali, dovrebbe essere più correttamente definita teoria delle aree *monetarie* ottimali.

Anche considerando tali integrazioni, tuttavia, non è possibile spiegare l'aspirazione all'unificazione monetaria da parte di molti paesi, inclusi quelli europei. Per fare ciò è necessario abbandonare il contesto statico, per considerare gli aspetti dinamici e endogeni che potranno condurre *ex-post* al soddisfacimento dei requisiti previsti.

Analizzeremo la teoria delle aree *monetarie* ottimali seguendo un approccio logico piuttosto che cronologico. Anziché esaminare i singoli contributi così come si sono succeduti nel tempo (vedi ad es. l'ampia rassegna proposta da Mongelli, 2002), o presentandoli come un elenco di criteri apparentemente privi di alcun collegamento fra loro, come fanno ad esempio Masson e Taylor (1993), Tavlas (1993), Gandolfo (1994), De Grauwe (2001a),² infatti, seguiremo un percorso logico attraverso le condizioni che devono essere soddisfatte affinché non sia costoso rinunciare all'indipendenza monetaria e all'uso dello strumento del cambio.³ In particolare, nell'analizzare sia la 'nuova' che la tradizionale teoria delle aree valutarie ottimali, risponderemo alla domanda: "E' costosa la rinuncia all'indipendenza monetaria e valutaria?" Nel par. 1.1 descriviamo la teoria della credibilità quale 'nuova' teoria delle aree valutarie ottimali, e osserviamo che non è costoso rinunciare all'indipendenza monetaria se tale indipendenza è inefficace, come mostrato appunto dalla teoria della credibilità; nel par. 1.2 mostriamo i limiti teorici ed empirici di tale conclusione, cosicché se il mantenimento della discrezionalità monetaria è opportuno sotto determinate condizioni, allora la sua perdita non potrà essere senza costi. Nel par. 2 analizziamo la teoria tradizionale; nel par. 2.1 osserviamo che la rinuncia all'uso di strumenti contro-ciclici sarà tanto più costosa quanto più è probabile il verificarsi di shock asimmetrici; seguendo Kenen concludiamo che la probabilità di tali shock sarà tanto più elevata quanto più specializzati sono i paesi che aderiscono a un'unione valutaria o monetaria; nel par. 2.2, seguendo Mundell, osserviamo che la

² Per una trattazione particolarmente dettagliata e approfondita dell'argomento, vedi anche il capitolo 3, dedicato alla teoria delle aree valutarie ottimali, in Jossa (1999).

³ Mongelli (2002) accenna implicitamente, in una nota, a una possibile classificazione simile alla nostra.

rinuncia allo strumento monetario o valutario non sarà costosa se, una volta che si sia verificato uno shock asimmetrico, esistono meccanismi automatici di aggiustamento quali, ad esempio, la flessibilità e mobilità del mercato del lavoro; nel par. 2.3 ci domandiamo se, in assenza di meccanismi automatici di aggiustamento, lo strumento valutario sia davvero efficace nel rispondere a shock asimmetrici; nel caso in cui la svalutazione del tasso di cambio non sia capace di assorbire gli shock asimmetrici, ad esempio perché l'economia è molto aperta e condurrebbe a un aumento del tasso di inflazione, come osservato da McKinnon, infatti, è evidente che la perdita di tale strumento non sarebbe affatto costosa. Nel par. 3 analizziamo le diverse integrazioni apportate (o che proponiamo di apportare) alla teoria tradizionale delle aree valutarie ottimali al fine di spiegare le scelte compiute da molti paesi; nel par. 3.1 presentiamo il più generale approccio costi-benefici, rilevando come la domanda che si pone implicitamente la letteratura tradizionale sulle aree valutarie ottimali permetta solo di concludere, in caso di risposta affermativa, che non sia opportuno abbandonare l'indipendenza monetaria o valutaria; in caso di risposta negativa, infatti, non è possibile concludere nulla circa l'opportunità del passaggio all'unione monetaria o valutaria: è necessario introdurre i benefici se si vuole comprendere le ragioni dei processi di unificazione monetaria. Ci porremo allora la domanda: "E' opportuna la rinuncia all'indipendenza monetaria e valutaria?", a cui si potrà rispondere affermativamente solo se i benefici superano i costi; nel par. 3.2. rileviamo come la letteratura tradizionale si sia concentrata soprattutto su shock asimmetrici dal lato della domanda e come solo recentemente l'attenzione sia stata rivolta verso gli shock dal lato dell'offerta, che non possono essere ignorati vista la loro rilevanza nell'ambito della teoria della credibilità; nel par. 3.3 osserviamo che la disponibilità dello strumento valutario possa essere non solo inefficace, ma addirittura dannosa, a causa della possibilità che si verifichino attacchi speculativi autorealizzanti; l'instabilità dei sistemi a cambi fissi ci porta a sostenere che si dovrebbe parlare di teoria delle aree *monetarie* (anziché *valutarie*) ottimali; nel par. 3.4 evidenziamo come, abbandonando il contesto statico, si possa spiegare il fatto che molti paesi aspirino a far parte di un'unione monetaria anche se i criteri suddescritti non sono inizialmente soddisfatti: mentre i costi sono inizialmente alti, e solo successivamente potranno ridursi, i benefici sono inizialmente bassi e solo successivamente potranno

aumentare per ragioni dinamiche e endogene. Le stesse ragioni politiche, spesso invocate per spiegare l'aspirazione all'unificazione monetaria da parte di paesi apparentemente non idonei, possono essere interpretate quali ragioni economiche relative ai benefici di lungo periodo. L'adesione ad un'unione monetaria o valutaria sarà dunque opportuna quando il flusso scontato dei benefici supera il flusso scontato dei costi attesi in futuro. Alcune considerazioni conclusive chiudono questo lavoro.

1. La 'nuova' teoria delle aree valutarie ottimali

1.1 L'unione monetaria come regola da preferire alla discrezionalità: non è costoso rinunciare all'indipendenza monetaria o valutaria quando tale indipendenza è inefficace

Nell'individuare le condizioni che devono essere soddisfatte affinché sia ottimale il passaggio a un'unione valutaria o monetaria, la teoria delle aree valutarie ottimali si concentra sui costi, piuttosto che sui benefici dell'adesione, domandandosi quali siano le condizioni da soddisfare affinché non sia costosa la rinuncia all'indipendenza valutaria o monetaria. Seguendo tale approccio, osserviamo in primo luogo che la rinuncia all'indipendenza monetaria non è costosa quando la discrezionalità nella conduzione della politica monetaria è inefficace o addirittura dannosa. E' questa, in effetti, la conclusione raggiunta da quella che era stata definita come la 'nuova' teoria delle aree valutarie ottimali (Tavlas, 1993), cioè la teoria della credibilità. Secondo questa teoria, il tasso di inflazione che si manifesta in un dato paese è il risultato dello stato delle aspettative del settore privato. Tali aspettative sono determinate all'interno del modello e dipendono dall'assetto istituzionale del paese in questione. In particolare, se l'autorità monetaria gode di discrezionalità, le aspettative si formeranno tenendo conto del suo grado di avversione all'inflazione, cosicché se il settore privato ritiene che la banca centrale sia particolarmente sensibile al costo derivante da un'inflazione elevata, si attenderà una bassa inflazione, poiché è consapevole degli incentivi della stessa autorità monetaria. Il contrario, ovviamente, succederà nel caso opposto. Se la banca centrale non gode di un'elevata reputazione anti-inflazionistica, il mantenere la discrezionalità nella

conduzione della politica monetaria causerà soltanto un aumento del tasso di inflazione a parità di produzione di pieno impiego. Da qui la prescrizione che deriverebbe da tale modello: è preferibile abbandonare ogni discrezionalità nella conduzione della politica monetaria, adottando invece regole fisse quali quelle suggerite già negli anni Cinquanta da Friedman. Solo in tal modo i mercati potranno adeguare le proprie aspettative inflazionistiche e potrà aversi dunque un basso tasso d'inflazione di equilibrio.

Questa lunga digressione implica che la rinuncia alla conduzione autonoma della politica monetaria (e allo strumento del tasso di cambio) basata sulle preferenze inflazionistiche proprie di un determinato paese, sarebbe tutt'altro che costosa. Sarebbe costoso, anzi, esattamente il contrario, poiché mantenere la discrezionalità causerebbe un aumento del tasso d'inflazione d'equilibrio senza per questo modificare il livello della produzione reale, dipendente appunto da fattori reali piuttosto che monetari. L'adozione di una moneta unica caratterizzata dalla stabilità, dunque, implicando la rinuncia alla discrezionalità monetaria a livello nazionale, rimuoverebbe il problema dell'incoerenza temporale e permetterebbe di ridurre il tasso d'inflazione di equilibrio. In effetti, durante gli anni Ottanta del secolo scorso, nei quali la teoria delle aspettative razionali e il suo corollario, la teoria della credibilità legata all'idea dell'incoerenza temporale della politica monetaria, hanno dominato la scena economica, la teoria tradizionale delle aree valutarie ottimali è rimasta silente. L'argomento della distorsione inflazionistica sembrava vincente, fino a condurre Tavlas a definire appunto la teoria della credibilità come la "nuova" teoria delle aree *valutarie* ottimali.

1.2 Ragioni strutturali dei differenziali inflazionistici e obiezioni alla conclusione della superiorità della regola rispetto alla discrezionalità: la rinuncia all'indipendenza monetaria o valutaria può essere costosa

Se è vero, come sostiene la teoria della credibilità, che mantenere preferenze anti-inflazionistiche diverse da paese a paese può non essere ottimale, possono esistere tuttavia ragioni istituzionali e strutturali per cui il tasso di inflazione di un paese risulta superiore a quello di un altro paese. Tale conclusione può essere raggiunta considerando da un lato il funzionamento del

mercato del lavoro e dall'altro gli aspetti legati alla finanza pubblica.

Per quanto riguarda il primo aspetto, si deve osservare che shock uguali possono produrre effetti diversi da un'economia all'altra nel caso in cui il mercato del lavoro sia caratterizzato in un paese da contrattazione centralizzata o decentralizzata e nell'altro da forme di contrattazione intermedia. In particolare, con forme di contrattazione molto centralizzata o decentralizzata, i lavoratori non risponderanno a shock subiti dall'economia avanzando rivendicazioni salariali elevate. Nel primo caso, infatti, le organizzazioni sindacali saranno in grado di valutare gli effetti negativi e i pericoli di spirali prezzi-salari derivanti dalla richiesta di compensare pienamente la perdita di potere d'acquisto subita dai lavoratori a causa dello shock. Nel secondo caso, i singoli lavoratori, oltre ad avere uno scarso potere contrattuale, temeranno che le proprie rivendicazioni salariali possano condurre fuori mercato l'impresa presso cui lavorano. Di tale situazione risentirebbero essi stessi, rischiando ad esempio di perdere il posto di lavoro. Forme di contrattazione intermedia, invece, rendono possibili fenomeni di *free riding* per cui sindacati che difendono interessi particolari, e che mancano quindi di una visione d'insieme dell'economia, potrebbero richiedere adeguamenti salariali 'eccessivi', che ignorano appunto il più ampio contesto economico e soprattutto le conseguenze di tali rivendicazioni. (Calmfors e Driffil, 1988)

Per quanto riguarda la finanza pubblica, la teoria della tassazione ottima (iniziata con Phelps, 1973) giunge alla conclusione che, dato un certo ammontare di spesa pubblica, le modalità di finanziamento dovranno essere tali da uguagliare i rispettivi costi marginali: se la raccolta di imposte è molto costosa, ad esempio, si dovrà ridurre tale fonte e aumentare il finanziamento attraverso il signoraggio (cioè attraverso l'emissione di moneta), o attraverso l'indebitamento. Nel caso di paesi arretrati che non possono contare su una sufficiente capacità impositiva, la tassa da inflazione è un mezzo di finanziamento della spesa pubblica particolarmente efficiente. Paesi con una forte economia sommersa necessitano di un elevato signoraggio, a differenza di paesi che non hanno tali caratteristiche.⁴

⁴ Canzoneri e Rogers (1990) considerano la teoria delle aree valutarie ottimali da questo punto di vista.

Anche la presenza di un elevato debito pubblico, secondo Cohen (1989), aumenta l'incentivo a usare la tassa da inflazione, sebbene empiricamente si sia dimostrato come negli anni precedenti l'unificazione monetaria il signoraggio sia stato molto basso per tutti i paesi europei.

Nei due casi esaminati, quindi, la consapevolezza che una blanda avversione all'inflazione produca una distorsione inflazionistica non è sufficiente a indurre una modifica del tasso di inflazione di equilibrio. Perché ciò avvenga, infatti, sarebbero necessari mutamenti istituzionali e strutturali sia nel mercato del lavoro che nella finanza pubblica.

La conclusione relativa alla superiorità della regola fissa rispetto alla discrezionalità, inoltre, non mancò di mostrare presto i propri limiti. E' sufficiente aggiungere al modello deterministico utilizzato da Barro e Gordon, infatti, la possibilità che il sistema possa essere colpito da shock asimmetrici nella curva di offerta per osservare che, se da un lato la fissazione di regole permette di ridurre la distorsione inflazionistica, dall'altro il non poter agire in maniera discrezionale comporta di dover subire il costo derivante dalle oscillazioni del reddito. Considerando una curva di Phillips stocastica, caratterizzata da incertezza, dunque, non è possibile negare l'utilità di un comportamento discrezionale da parte della banca centrale (vedi ad es. Lohmann, 1992 e Blanchard, 2000).

L'evidenza empirica, inoltre, mostra con chiarezza che la riduzione del tasso d'inflazione in Europa negli anni Ottanta del secolo scorso non è avvenuta in maniera indolore, come previsto dalla teoria della credibilità, ma è stata accompagnata da un aumento del tasso di disoccupazione, come indicava la 'vecchia' curva di Phillips.⁵

Una volta dimostrati i limiti sia teorici che empirici della conclusione cui giunge la teoria della credibilità circa la superiorità

⁵ Un ulteriore argomento a sostegno della tesi che le regole non producono risultati necessariamente superiori rispetto alla discrezionalità, è fornito da Jossa, 1999, secondo il quale la teoria dell'isteresi avrebbe ampiamente dimostrato che il tasso di disoccupazione di equilibrio è di tipo sentiero-dipendente, cioè dipende dalle vicende passate dell'economia. Ciò fornirebbe nuove fondamenta teoriche all'adozione di politiche di tipo keynesiano e farebbe risultare costosa l'adesione a un'unione monetaria. Quest'ultimo caso, infatti, comporterebbe l'adozione di regole fisse che, impedendo di contrastare immediatamente gli shock negativi, causerebbe non solo il prodursi ma anche il perpetuarsi di equilibri di sottoccupazione.

di regole fisse rispetto alla discrezionalità nella conduzione della politica monetaria, si può concludere che non sia necessariamente ottimale, né privo di costi, l'abbandono dell'indipendenza monetaria e valutaria. Possiamo tornare a interrogarci, dunque, circa le conclusioni raggiunte dalla teoria 'tradizionale' delle aree valutarie ottimali.⁶

2. La letteratura tradizionale delle aree valutarie ottimali

2.1 Quanto sono probabili gli shock asimmetrici?

Dopo avere escluso che l'indipendenza monetaria sia necessariamente inefficace o dannosa, osserviamo che la rinuncia a tale indipendenza non sarà costosa quando è altamente improbabile che i paesi che aderiscono all'unione valutaria o monetaria subiscano shock asimmetrici che riguardano la domanda aggregata. In effetti, se uno shock negativo colpisce un solo paese, quest'ultimo avrà l'esigenza di adottare politiche monetarie di natura controciclica, mentre gli altri paesi, immuni dallo shock, non avranno tale esigenza e anzi temeranno le conseguenze inflazionistiche di politiche espansive. Nel caso di un'unione valutaria, le diverse banche centrali seguirebbero politiche divergenti, che renderebbero insostenibile il mantenimento della parità valutaria fra i rispettivi paesi. Nel caso di un'unione monetaria, invece, la banca centrale dell'Unione si troverebbe nel dilemma di dover scegliere fra una politica monetaria espansiva, auspicata dal paese colpito dallo shock e una politica monetaria restrittiva, desiderata invece dagli altri paesi. E' evidente dunque che se la possibilità di trovarsi in tale situazione fosse molto alta, l'adesione a un'unione valutaria o monetaria non sarebbe opportuna.⁷

⁶ Alesina e Barro (2002) considerano comunque rilevante il possibile vantaggio derivante dall'importazione di credibilità anti-inflazionistica in seguito all'adesione ad un'unione monetaria. Tale beneficio sarà tanto maggiore quanto più il paese in questione è caratterizzato da inflazione passata elevata e persistente.

⁷ Jossa (1999) sottolinea, tuttavia, come la disoccupazione possa avere natura strutturale piuttosto che congiunturale. In questo caso, il fatto che una determinata area geografica non sia soggetta a shock asimmetrici non permetterebbe di concludere che l'adesione a un'unione monetaria sarebbe priva di costi. Tale area, infatti, necessiterebbe di bassi tassi di interesse, cioè

La probabilità che paesi diversi vengano colpiti da shock simili è tanto maggiore quanto più simili sono le economie, cioè quanto più queste ultime sono diversificate e quanto meno sono specializzate al loro interno. Viceversa, tanto più diverse sono le economie fra loro, cioè tanto più sono specializzate, tanto maggiore sarà la probabilità che disturbi specifici, settoriali, colpiscano un paese ma non l'altro, sollevando dunque problemi e conflitti circa la politica monetaria da seguire (Kenen, 1969).⁸

Fleming (1971) individua la somiglianza nei tassi di inflazione quale condizione per l'adesione a un'area valutaria o monetaria. La ragione sta nel fatto che tassi di inflazione diversi implicano variazioni di competitività di un paese rispetto all'altro, che renderebbero insostenibile nel lungo periodo il mantenimento degli impegni assunti. Tassi di inflazione diversi possono derivare da politiche monetarie diverse, condotte da banche centrali autonome. Tale fonte di perturbazione asimmetrica verrebbe interrotta con certezza solo nel caso di un'unificazione monetaria, mentre nel caso di cambi fissi, sebbene irrevocabili, rimarrebbe una fonte di disturbo potenziale. Questo criterio può essere interpretato proprio come misura del grado di probabilità che paesi diversi possano subire disturbi diversi: la somiglianza dei tassi di inflazione indica non soltanto che le autorità monetarie dei due paesi hanno preferenze anti-inflazionistiche simili, ma anche che la struttura produttiva e istituzionale dei due paesi è simile, cosicché sarà improbabile che i due paesi abbiano in futuro esigenze monetarie divergenti.

di una politica monetaria relativamente espansiva rispetto a quella condotta in aree non interessate da disoccupazione strutturale.

⁸ La possibilità di shock asimmetrici emerge anche considerando gli effetti della presenza di stati autonomi con politiche di bilancio autonome. E' possibile, cioè, che l'autonomia fiscale nazionale, anziché svolgere, come vedremo, una funzione positiva di assorbimento di eventuali shock asimmetrici, sia essa stessa fonte di perturbazione. Al fine di individuare le caratteristiche di un'area valutaria ottimale, Kenen (1969) ritiene che il criterio da lui individuato sia migliore di quello proposto da Mundell (1961) relativo alla mobilità del lavoro e di cui parleremo nel prossimo paragrafo: “ *In my view, diversity in a nation's product mix, the number of single-product regions contained in a single country, may be more relevant than labour mobility*”, (p. 49).

2.2 Esistono meccanismi automatici di riequilibrio alternativi allo strumento monetario o del tasso di cambio?

Affrontiamo ora il terzo passaggio logico della teoria delle aree valutarie ottimali. Ammettendo che un paese venga colpito da uno shock asimmetrico, ci si può domandare se esistano modi che permettano di neutralizzare le conseguenze negative che da esso derivano, senza il bisogno di ricorrere ad una politica monetaria più espansiva e/o a una svalutazione del tasso di cambio. E' evidente che se tali possibilità esistono, la rinuncia all'indipendenza valutaria o monetaria sarà relativamente poco costosa. La risposta è che se i mercati del lavoro e dei beni sono flessibili, qualunque shock potrà essere assorbito in maniera automatica.

Ipotizziamo che un certo settore produttivo, particolarmente significativo all'interno dell'economia di un dato paese, venga colpito da una grave crisi, per cui i lavoratori di questo settore rischiano di perdere il lavoro o lo hanno già perduto (siamo dunque in presenza di un'economia non molto diversificata al proprio interno, ma dipendente da alcuni settori chiave preponderanti rispetto agli altri). In tal caso, se il mercato del lavoro è flessibile, nel senso che i salari reali si riducono, i prodotti di questo settore potranno recuperare la competitività perduta a causa dello shock negativo e ciò permetterebbe di far aumentare la domanda di lavoro da parte delle imprese, favorendo così il riassorbimento graduale dell'eccesso di offerta di lavoro. In caso contrario, con salari reali rigidi, ai *policymakers* di quel paese non resterà che allentare le condizioni monetarie al fine di sostenere l'economia (Friedman, 1953).

In alternativa a tale tipo di flessibilità, anche una elevata mobilità del lavoro potrebbe permettere l'assorbimento di shock asimmetrici. Riprendendo l'esempio precedente, se i lavoratori di quel dato settore che hanno perduto il lavoro accettano di spostarsi fisicamente dove c'è un eccesso di domanda di lavoro, i problemi derivanti dal verificarsi dello shock asimmetrico saranno assorbiti dai meccanismi automatici del mercato e si potrà fare a meno di ricorrere ad espansioni monetarie o a svalutazioni del tasso di cambio.⁹ (Mundell, 1961).

⁹ Una elevata mobilità occupazionale inter-settoriale, anziché geografica, sarebbe necessaria anche in presenza di economie diversificate, al fine di garantire che la stabilità interna venga raggiunta *automaticamente*, cioè senza

Accanto alla mobilità del lavoro è necessario segnalare un ulteriore possibile canale di aggiustamento automatico, rappresentato dalla mobilità dell'altro fattore della produzione, il capitale. Un'elevata mobilità di capitale favorisce il funzionamento efficiente del mercato del credito. Il posto di una politica monetaria espansiva potrebbe essere preso, dunque, dal corretto funzionamento dei mercati del credito e finanziari: in presenza di uno shock asimmetrico, la presenza di mercati finanziari ben sviluppati permetterebbe agli operatori in temporanea difficoltà di prendere a prestito i fondi di cui necessitano dagli operatori che non hanno subito tali shock. Ancora una volta è possibile immaginare come due regioni diverse colpite da shock asimmetrici (per cui, ad esempio, in una regione si ha una perturbazione positiva e nell'altra una perturbazione negativa) possano continuare a ritenere ottimale l'adozione di una moneta comune nel caso in cui l'eccesso di fondi disponibili presso la regione colpita dallo shock favorevole possa essere agevolmente convogliato presso la regione colpita da uno shock temporaneo sfavorevole.

Ingram (1969, 1973), fra gli altri, propone di utilizzare proprio il grado di integrazione finanziaria come criterio di definizione di un'area valutaria ottimale. A suo avviso, si deve guardare alle caratteristiche finanziarie, piuttosto che a quelle reali, di un'economia. Dal punto di vista operativo egli propone di utilizzare il differenziale delle strutture dei tassi di interesse, soprattutto con riferimento ai titoli a lunga scadenza. Tanto più un insieme di paesi è caratterizzato da integrazione finanziaria, tanto meno avrà bisogno di variazioni del tasso di cambio, poiché piccole variazioni dei tassi di interesse indurranno i necessari flussi di capitale necessari all'equilibrio delle bilance dei pagamenti.

Fleming (1971), tuttavia dubita che la mobilità del capitale sia sempre una soluzione agli eventuali squilibri. E' possibile infatti che il calo dell'attività in un determinato paese, anziché stimolare l'afflusso di capitali, contragga ulteriormente gli investimenti¹⁰. In questo caso, dunque, la mobilità dei capitali potrebbe essere destabilizzante piuttosto che stabilizzante. Empiricamente, tuttavia,

interventi contro ciclici della banca centrale. E' necessario, cioè, che i disoccupati provenienti dai settori colpiti da shock negativi siano disposti e capaci di spostarsi nei settori colpiti da shock positivi (McKinnon, 1963).

¹⁰ Se gli investimenti sono autofinanziati, come nell'ipotesi di Bernanke-Gertler, piuttosto che dipendenti dal finanziamento esterno attraverso il ricorso al credito, una diminuzione dei profitti ne riduce l'ammontare.

secondo Fleming si verifica molto di più il caso in cui un calo di attività in un paese richiami capitali e permetta l'assorbimento degli shock asimmetrici, che non il contrario.¹¹

Tra i meccanismi automatici di aggiustamento, si deve considerare anche la presenza di un bilancio fiscale centralizzato che permetta la redistribuzione dei costi subiti in conseguenza di shock asimmetrici. Ipotizziamo che una regione sia colpita da un disturbo negativo, mentre una seconda sia colpita da uno shock di segno opposto. Se fosse possibile una redistribuzione fiscale, nella regione in difficoltà si avrebbe una minore raccolta di imposte e si avrebbero maggiori sussidi (per esempio per i disoccupati), mentre nella regione colpita da shock positivo si avrebbe un aumento delle imposte raccolte che potrebbero essere convogliate verso la regione in difficoltà (Fleming, 1971). Come abbiamo osservato (vedi nota n. 5), dunque, l'autonomia fiscale dei singoli stati potrebbe risultare quale fonte di disturbo idiosincratico, mentre un bilancio comunitario accentrato e di dimensioni sufficientemente significative opererebbe proprio in senso contrario, consentendo appunto la ripartizione dei rischi fra le diverse regioni che compongono un'unione monetaria.¹²

Coerentemente con tali conclusioni, per Kenen (1969) dovrebbe aversi un'unificazione parallela, cioè il dominio dell'autorità fiscale dovrebbe coincidere con quello dell'autorità monetaria. Ingram (1969) non concorda tuttavia con tale posizione, ritenendo sufficiente che il dominio fiscale non sia maggiore dell'ampiezza dell'area valutaria.

Secondo De Grauwe (2001a), infine, sebbene permetta il buon funzionamento di un'area valutaria ottimale, la centralizzazione del

¹¹ Masson e Taylor (1993) distinguono tra capitale finanziario e capitale fisico. Per quanto riguarda il capitale finanziario essi concordano con Ingram: l'arbitraggio permette di eguagliare i tassi di rendimento. Per quanto riguarda il capitale fisico, tuttavia, ci sono maggiori problemi, dovuti essenzialmente alla non perfetta sostituibilità con il capitale proveniente da un'altra regione o paese. La mobilità del capitale fisico non è dunque un criterio idoneo a definire un'area valutaria ottimale.

¹² Anche Fratianni e von Hagen (1992) vedono nel ruolo del bilancio una condizione irrinunciabile per la definizione di un'area valutaria ottimale. In particolare, a loro avviso la centralizzazione del bilancio è da preferire ai movimenti dei fattori quale meccanismo riequilibratore, soprattutto di fronte a shock asimmetrici temporanei. La mobilità dei fattori, infatti, porterebbe a distorsioni allocative e potrebbe comportare elevati costi sociali, come vedremo anche in seguito.

bilancio ma non può essere considerata quale elemento determinante ai fini dell'individuazione della stessa. Egli ritiene, infatti, che il sistema di trasferimenti fiscali non sia un meccanismo di aggiustamento efficiente, in quanto non rimuoverebbe le cause di squilibrio. Se da un lato può essere utile per rendere più regolare il funzionamento di un'area valutaria ottimale, dall'altro non può essere elevato a criterio di identificazione dell'ottimalità dell'area stessa. L'argomentazione di De Grauwe, tuttavia, sembra implicare il verificarsi di uno shock permanente, piuttosto che di uno shock temporaneo. Va da sé, infatti, che trasferimenti fiscali da un paese all'altro sarebbero opportuni solo in presenza di shock temporanei e non anche in presenza di shock permanenti.

E' opportuno osservare che, contrariamente a quanto viene implicitamente ritenuto in questa letteratura, l'aggiustamento automatico in seguito al verificarsi di uno shock asimmetrico non può essere considerato equivalente all'alternativa di un intervento deliberato di politica economica: se è vero, infatti, che il meccanismo di mercato porterebbe automaticamente ad una situazione di equilibrio nel caso in cui i salari reali fossero flessibili e/o nel caso in cui il lavoro fosse mobile, è pur vero che ciò avverrebbe innanzitutto in un periodo di tempo lungo e in secondo luogo comporterebbe elevati costi sociali, facilmente intuibili. Compito della politica economica è proprio quello di evitare, se e quando possibile, che si sostengano tali costi sociali. Contrariamente a quanto è stato fin qui argomentato, dunque, la soluzione del ricorso ad una politica monetaria espansiva o alla svalutazione del tasso di cambio, potrebbe essere preferibile anche nel caso in cui i lavoratori accettino salari reali inferiori o nel caso in cui essi siano disposti ad emigrare in altri paesi.

Corden (1972), Ishiyama (1975) e Fleming (1971), del resto, criticano il meccanismo di aggiustamento automatico basato sulla mobilità dei fattori. Per Corden (1972) infatti, la mobilità del lavoro, se da un lato può essere un valido strumento per permettere l'aggiustamento delle bilance dei pagamenti, dall'altro si presenta come un movimento la cui dinamica dipende da fattori esogeni e indipendenti da tale esigenza. A suo avviso dunque, la mobilità geografica del lavoro non è sufficiente a definire un'area valutaria ottimale. Secondo Ishiyama (1975) l'utilizzo della mobilità del lavoro come strumento di aggiustamento è indesiderabile e in ogni caso non si dovrebbe prescindere dai costi connessi, in particolare quelli relativi all'abbandono da parte delle forze lavoro più giovani

e quindi potenzialmente più produttive e innovative, delle loro aree di origine. Tale abbandono rende infatti ancora più difficoltoso e improbabile lo sviluppo economico delle regioni colpite da shock.¹³

Tali critiche, tuttavia, non impediscono che il criterio della mobilità del lavoro sia fra i più analizzati empiricamente.

2.3 Quanto è efficace lo strumento del tasso di cambio?

Eccoci al quarto passaggio logico nella teoria delle aree valutarie ottimali. Ipotizziamo che un paese sia stato colpito da uno shock asimmetrico (perché la sua struttura economica non è diversificata, ma è anzi specializzata in produzioni diverse da quelle degli altri paesi aderenti all'unione valutaria o monetaria), che il mercato del lavoro e quello dei beni non siano flessibili, e che non esistano possibilità di riaggiustamento automatico né di tipo creditizio né di tipo fiscale. Questa è, da quanto abbiamo fino ad ora detto, la peggiore situazione possibile per un paese che abbia scelto di partecipare ad un'unione monetaria o ad un sistema di cambi irrevocabilmente fissi. Si dovrebbe concludere dunque che, non aderendo a tale accordo monetario, il paese in questione avrebbe potuto ricorrere alla svalutazione del tasso di cambio e stimolare per questa via le esportazioni nette e quindi la domanda aggregata. E' opportuno domandarsi, tuttavia, a quali condizioni una svalutazione del tasso di cambio riesca veramente a stimolare le esportazioni nette e la domanda aggregata.

In primo luogo lo strumento del tasso di cambio non può essere usato sistematicamente per contrastare gli effetti negativi di shock asimmetrici, poiché in tal caso il settore privato adeguerebbe le proprie aspettative fino a renderlo inefficace.

Inoltre, come rileva Tavlas (1993), variazioni del tasso di cambio saranno efficaci solo dopo un elevato *lag* temporale, per cui anche attraverso questa considerazione si può concludere che non sia così costosa la perdita di tale strumento.

Ipotizziamo poi che il paese in questione sia particolarmente aperto, cioè abbia un rapporto esportazioni/Pil o importazioni/Pil relativamente elevato. In tal caso una svalutazione del tasso di cambio renderebbe più costosi i beni importati. L'aumento del costo dei beni importati, a sua volta, si trasferirebbe sul livello dei prezzi

¹³ Anche Bini-Smaghi (2002) sottolinea i costi associati ad un'elevata mobilità del lavoro.

interni, (si pensi in particolare al caso delle materie prime, la cui presenza, com'è noto potrebbe impedire che la condizione di Marshall-Lerner sia soddisfatta) in maniera tale da ristabilire le condizioni competitive precedenti alla svalutazione: la svalutazione del tasso di cambio nominale verrebbe insomma neutralizzata, prima o poi, dall'aumento del livello dei prezzi cosicché il tasso di cambio reale risulterebbe invariato. Tanto più aperta è l'economia di un paese, dunque, tanto meno costoso sarà per quest'ultimo rinunciare allo strumento del tasso di cambio, vista la sua sostanziale inefficacia. (McKinnon, 1963).¹⁴

Piuttosto che il grado di apertura, tuttavia, riteniamo che dovrebbe essere esplicitamente considerata l'elasticità rispetto al prezzo delle importazioni dei rispettivi paesi. Solo una domanda di importazioni particolarmente rigida, infatti, causerebbe l'aumento del tasso di inflazione interno in seguito a una svalutazione del tasso di cambio.

Come nel caso della flessibilità e mobilità dei fattori, tuttavia, anche la valutazione dell'efficacia del tasso di cambio rischia di soffermarsi troppo sugli aspetti di lungo periodo e poco su quelli di breve. Se è innegabile che il meccanismo sopra descritto possa operare, infatti, è pur vero che il ristabilimento del livello iniziale del tasso di cambio reale avverrà soltanto in un periodo relativamente lungo. Nel frattempo, la svalutazione nominale del tasso di cambio avrà avuto modo di dispiegare i propri effetti controciclici. I responsabili della politica economica potranno utilizzare dunque lo strumento del cambio al fine di ridurre, almeno temporaneamente, i costi dello shock asimmetrico subito. Potranno in tal modo mettere in atto, contemporaneamente alla svalutazione, misure di aggiustamento strutturale di lungo periodo, capaci di minimizzare i costi sociali derivanti dall'aggiustamento.¹⁵

¹⁴ Il criterio dell'apertura dovrebbe essere valutato anche alla luce del fatto che i benefici derivanti dalla riduzione dei costi di transazione e dell'incertezza sui tassi di cambio aumentano proprio con l'aumentare del grado di integrazione commerciale. La teoria tradizionale tuttavia, ignora sostanzialmente il lato dei benefici.

¹⁵ In un contesto neoclassico-monetarista, invece, nel quale il prodotto reale di pieno impiego non può variare, è l'efficacia della stessa politica monetaria che viene posta in discussione. Come è noto, infatti, in tale contesto (ancora una volta relativo al lungo periodo), la politica monetaria è inefficace e qualunque tentativo di aumentare la domanda aggregata risulta inevitabilmente in un aumento del livello dei prezzi.

3. *Le integrazioni alla teoria tradizionale delle aree valutarie ottimali*

3.1 Un approccio più generale

Nel considerare i diversi criteri proposti dalla teoria tradizionale delle aree valutarie ottimali, Ishiyama (1975) osserva la mancanza di un quadro generale all'interno del quale tali criteri possano essere ricollocati: la teoria delle aree valutarie ottimali sarebbe stata caratterizzata, a suo avviso, da un insoddisfacente *single-criterion approach*.¹⁶ Al fine di superare tali limiti, egli propone un approccio più completo, che permetta di considerare i singoli criteri nel loro insieme, cioè in maniera multidimensionale. Ciò implica che ad ogni criterio venga assegnato un rispettivo peso, cosicché la conclusione cui si giunge dipenderà proprio dai pesi assegnati ai vari criteri.

Egli rileva anche la necessità di soffermarsi sui benefici derivanti dall'unificazione monetaria, in modo da confrontarli con i costi. La teoria tradizionale, infatti, ignora i benefici, probabilmente perché ritenuti poco significativi quantitativamente.

A sostegno della posizione di Ishiyama (1975) osserviamo l'implausibilità dell'ipotesi, seguita implicitamente dalla teoria tradizionale delle aree valutarie ottimali, che un paese decida di passare da un regime all'altro solo perché tale passaggio non risulta costoso. E' senz'altro più ragionevole, invece, che un tale cambiamento sia intrapreso perché apporta dei benefici. La teoria tradizionale delle aree valutarie ottimali, dunque, nel soffermarsi esclusivamente sui costi, e ritenendo pressoché irrilevanti i benefici di un'unione monetaria, è in grado soltanto di stabilire l'inopportunità dell'abbandono dell'indipendenza monetaria e valutaria, ma nulla può dire circa l'opportunità di aderire ad un'unione monetaria o valutaria.

Al fine di operare un confronto fra costi e benefici, Krugman e Obstfeld (1999) e De Grauwe (2001a), definiscono una curva della perdita di stabilità economica (decrescente, che rappresenta il costo in funzione del grado di integrazione economica), e una curva relativa al guadagno di efficienza monetaria (crescente, che

¹⁶ L'insoddisfazione verso la teoria tradizionale delle aree valutarie ottimali emerge anche da quanto sostengono Bini-Smaghi e Vori (1993), secondo i quali non esiste un test affidabile che permetta di comprendere se una determinata area geografica sia o meno un'area valutaria ottimale.

rappresenta i benefici derivanti dall'unione valutaria o monetaria come funzione del grado di integrazione economica).¹⁷

L'inclinazione della funzione di costo dipende dunque negativamente dalla sua sensibilità al grado di apertura, mentre la posizione è parametrizzata agli altri fattori considerati nella teoria tradizionale, cioè l'esistenza di meccanismi di aggiustamento e il grado di diversificazione dell'economia.¹⁸

E' necessario, tuttavia, ampliare le determinanti dei costi e dei benefici derivanti dall'adesione all'unione valutaria o monetaria. Oltre a considerare l'esistenza di meccanismi automatici di aggiustamento e il grado di diversificazione dell'economia, cioè, si dovrà tenere conto anche degli elementi messi in evidenza dalla letteratura successiva, in particolare la maggiore o minore probabilità che l'economia sia colpita da shock dal lato dell'offerta, il possibile beneficio derivante dalla riduzione del rischio di instabilità valutaria e gli aspetti dinamici e endogeni che potrebbero condurre ex-post al soddisfacimento dei criteri suindicati, come vedremo nei paragrafi che seguono.

3.2 Shock asimmetrici dal lato della domanda e dal lato dell'offerta

Data la sua impostazione sostanzialmente keynesiana, la teoria tradizionale delle aree valutarie ottimali si è concentrata sul lato

¹⁷ Sebbene, secondo Eichengreen e Ghironi (1995) sia impossibile verificare empiricamente i costi e i benefici di un'unione monetaria, la Commissione Europea (1990) stima una riduzione dei costi di transazione nell'ordine dello 0,4% del Pil comunitario. L'Ume consente poi di eliminare l'incertezza sui cambi, il che permetterebbe di incrementare il commercio e quindi il prodotto. Complessivamente, quindi, la Commissione Europea (1990) stima che i benefici dell'Ume ammontino all'1% del Pil europeo.

¹⁸ L'approccio costi-benefici non è tuttavia immune da critiche. Gandolfo (1994) osserva come, al fine di operare un confronto costi-benefici, sia necessario definire una funzione del benessere sociale, che è tuttavia difficilmente individuabile. Preferenze diverse, infatti implicano l'assegnazione di pesi diversi alle singole componenti di costo o di beneficio, producendo così risultati diversi. Inoltre, secondo Melitz (1995), se da un lato i benefici dell'Ume rappresentano un flusso continuo, dall'altra i costi seguono il verificarsi di specifici shock. Le due grandezze, dunque, possono essere confrontate solo convertendo i costi in un flusso continuo equivalente, domandandosi se quest'ultimo sia maggiore del flusso continuo dei benefici. Tale operazione, secondo Melitz, sarebbe tutt'altro che semplice.

della domanda, ignorando l'offerta.¹⁹ L'approccio di Kenen (1969), per esempio, implica che sarà ottimale rinunciare all'indipendenza valutaria o monetaria quando l'economia è sufficientemente diversificata, cosicché un eventuale shock nella domanda relativa a un particolare settore non potrà colpire l'intera economia.

La teoria della credibilità, invece, seguendo un approccio sostanzialmente neoclassico, ignora il lato della domanda. Come ricordiamo, se l'offerta aggregata è soggetta a shock asimmetrici non è più possibile affermare la superiorità della regola fissa rispetto alla discrezionalità, cosicché la rinuncia all'indipendenza monetaria e valutaria può risultare particolarmente costosa.

E' particolarmente opportuna, dunque, l'integrazione proposta da Bayoumi e Eichengreen (1993), i quali, confrontando Europa e Stati Uniti, testano non solo la presenza di shock asimmetrici (temporanei) che colpiscono la domanda, come fa la teoria tradizionale delle aree valutarie ottimali, ma anche la probabilità di shock asimmetrici (permanenti) che colpiscono l'offerta, sui quali si soffermano invece gli sviluppi della teoria della credibilità.²⁰ In un caso e nell'altro, un'elevata probabilità di shock asimmetrici renderebbe opportuna la discrezionalità monetaria a svantaggio dell'imposizione di regole fisse.²¹

¹⁹ Vedi, ad esempio, la trattazione della teoria delle aree valutarie ottimali fatta da Ishiyama (1975), De Grauwe (2001a), Gandolfo (1994) o Krugman e Obstfeld (1999). Mundell (1961) si riferisce esplicitamente a *shifts in demand*. Sebbene Kenen (1969) consideri shock nella tecnologia, relativi dunque all'offerta, accanto a shock che colpiscono la domanda, determinati da spostamenti nelle preferenze dei consumatori, egli si sofferma principalmente su questi ultimi.

²⁰ Frankel e Rose (1998), come vedremo, assumono che paesi colpiti da shock simmetrici siano caratterizzati da un'elevata correlazione del ciclo economico.

²¹ Masson e Taylor (1993) attribuiscono un ruolo generale, capace di rappresentare gli altri criteri individuati in letteratura, alla somiglianza degli shock che colpiscono i paesi che intendono partecipare a un'unione monetaria. A tale proposito Mongelli (2002) parla di criterio *'catch-all'*. Ruolo simile, di *proxi* dell'insieme dei criteri considerati dalla teoria, è svolto dalla variabilità dei tassi di cambio reale. L'evidenza empirica di un'elevata variabilità del tasso di cambio reale, suggerisce che il paese in questione è fortemente soggetto a shock asimmetrici e necessita di strumenti di aggiustamento: la rinuncia all'uso del tasso di cambio potrebbe essere, dunque, particolarmente costoso. Sia la verifica empirica relativa al verificarsi di shock asimmetrici, che la verifica empirica relativa alla variabilità del tasso di cambio reale, tuttavia, possono essere assolutamente irrilevanti per valutare l'ottimalità di un'area valutaria, in quanto non tengono conto degli effetti dinamici e endogeni prodotti

Al fine di valutare la probabilità che si verifichino shock dal lato dell'offerta, riteniamo che debba essere considerata la struttura produttiva dei paesi che intendono unirsi in un accordo monetario o valutario. In particolare, uno shock asimmetrico di tale natura sarà tanto più probabile quanto più è diversa la dotazione di materie prime dei paesi e la necessità di tali materie prime a fini produttivi. Un'economia fortemente terziarizzata, cioè basata soprattutto sulla produzione di servizi piuttosto che di beni, ad esempio, potrebbe essere sostanzialmente immune da shock negativi dal lato dell'offerta che colpiscono le materie prime.

Come abbiamo osservato nel paragrafo 1.2, inoltre, l'assetto istituzionale del mercato del lavoro è fondamentale per valutare la possibilità che la funzione d'offerta subisca spostamenti asimmetrici fra un paese e l'altro. A parità di disturbo, quindi, una diversa dotazione di materie prime, una diversa struttura produttiva o un diverso assetto istituzionale del mercato del lavoro possono produrre effetti diversi sui paesi che partecipano a un accordo monetario o valutario.²²

Restando al lato dell'offerta considerato dalla teoria della credibilità, è curioso osservare come, nel caso in cui la curva di Phillips sia colpita da shock esogeni, venga sostanzialmente ignorata la possibilità che esistano meccanismi automatici di riequilibrio. Si ricorderà dal paragrafo 1.2, infatti, che un'elevata probabilità di shock dal lato dell'offerta conduce immediatamente alla conclusione che la rinuncia all'indipendenza valutaria o monetaria sia costosa. In tale contesto si trascura, quindi, a differenza di quanto fa la teoria tradizionale delle aree valutarie ottimali, la possibilità che esistano meccanismi automatici di aggiustamento capaci di riportare l'economia in equilibrio. Coerentemente con quanto argomenta la teoria tradizionale, tali meccanismi potrebbero operare quali sostituti della discrezionalità monetaria, la cui perdita dunque non sarebbe necessariamente costosa. Il fatto che si ignori tale possibilità dipende probabilmente proprio dal fatto che si riconosca implicitamente che l'operare dei

dall'unificazione monetaria, come vedremo nel paragrafo 3.4 (vedi De Grauwe, 2001b).

²² Il criterio dell'inflazione proposto da Fleming (1971), di cui abbiamo parlato nel par. 2.1, può anche essere interpretato come relativo alle condizioni dell'offerta: se due paesi hanno tassi di inflazione simili, ciò implica che abbiano anche istituzioni del lavoro simili, cosicché il verificarsi di un uguale shock nei due paesi avrà le medesime ripercussioni inflazionistiche.

meccanismi automatici potrebbe essere particolarmente lento e costoso. Simmetricamente a quanto viene fatto dalla teoria tradizionale delle aree valutarie ottimali, dunque, potremmo domandarci non solo quanto sia probabile il verificarsi di uno shock dal lato dell'offerta, ma anche se, una volta che tale shock si sia verificato, esistono meccanismi automatici di aggiustamento e se, nell'assenza di tali meccanismi, gli interventi deliberati di politica economica siano efficaci nel contrastarne gli effetti negativi.

In alternativa, coerentemente con le conclusioni raggiunte dagli sviluppi della teoria della credibilità, potremmo immediatamente concludere che un'elevata probabilità di shock asimmetrici dal lato della domanda rende costosa e quindi non ottimale la rinuncia all'indipendenza valutaria o monetaria, indipendentemente dall'esistenza di meccanismi automatici di aggiustamento e dall'efficacia dello strumento valutario nell'assorbire gli shock.

3.3 Una 'nuova' teoria delle aree *monetarie* ottimali? Il beneficio derivante dal rimuovere la discrezionalità nell'uso dello strumento del tasso di cambio

Nel paragrafo 2.3 ci siamo domandati se lo strumento del tasso di cambio sia capace di contrastare gli effetti negativi di shock asimmetrici. Riteniamo tuttavia che ci si debba domandare anche se la disponibilità dello strumento del tasso di cambio non possa essere addirittura dannosa.

Accanto ai rischi inflazionistici derivanti dalla discrezionalità monetaria messi in evidenza dalla teoria della credibilità, infatti, è possibile individuare, alla luce della teoria degli attacchi speculativi autorealizzanti, dei rischi di instabilità valutaria derivanti dalla discrezionalità nell'uso del tasso di cambio.

Il sistema dei cambi fissi, cioè, se accompagnato dal libero movimento dei capitali, sarebbe intrinsecamente instabile anche alla presenza di politiche monetarie in linea con quelle seguite dai *partners*, in quanto soggetto a crisi di sfiducia, non necessariamente giustificate, da parte dei mercati valutari.²³ La mera possibilità di

²³ Ciò conduce alla conclusione che esisterebbe non tanto una *inconsistent trinity* fra politica monetaria autonoma, cambi fissi e libero movimento dei

esercitare la discrezionalità nell'uso del tasso di cambio, dunque, potrebbe essere causa di instabilità valutaria. In moltissime occasioni, in effetti, le aspettative del settore privato sembrano variare in maniera difficilmente riconducibile ai fondamentali sottostanti. E' sufficiente che gli *animal spirits* muovano le aspettative in direzione sfavorevole al mantenimento della parità perché effetti 'cumulativi' di contagio si autoalimentino, conducendo alla svalutazione del tasso di cambio stesso. Se risultasse con sufficiente evidenza che gli attacchi speculativi hanno natura autorealizzativa piuttosto che giustificata dai fondamentali, dunque, sarebbe possibile concludere che, una volta stabilito che non sarebbe costoso rinunciare all'indipendenza monetaria, non sarebbe neanche costoso, anzi sarebbe assolutamente conveniente, rinunciare all'indipendenza valutaria.²⁴

La teoria degli attacchi speculativi autorealizzanti, dunque, conduce verso la trasformazione della teoria delle aree *valutarie* ottimali in teoria delle aree *monetarie* ottimali.²⁵ Se, come abbiamo visto, la teoria della credibilità non può essere considerata quale 'nuova' teoria delle aree *valutarie* ottimali, è possibile quindi pensare alla teoria degli attacchi speculativi autorealizzanti, quale 'nuova' teoria delle aree *monetarie* ottimali, distinguendo, a differenza di quanto viene fatto nella teoria tradizionale, fra unione valutaria e unione monetaria.²⁶

capitali, come sosteneva Padoa Schioppa, ma piuttosto una *inconsistent couple*, rappresentata da cambi fissi e libero movimento dei capitali.

²⁴ Tale conclusione risulterebbe indebolita se ritenessimo, seguendo l'approccio '*escape clause*', che l'attacco speculativo autorealizzante possa avere successo solo in presenza di fondamentali 'deboli' e divergenti.

²⁵ Gandolfo (1994), nel discutere la differenza fra unione valutaria e unione monetaria, nota che "l'espressione 'tassi di cambio irrevocabilmente fissi' non ha alcun significato pratico" e che "la storia è piena di esempi di 'impegni irrevocabili' alla fissità dei cambi che sono stati disattesi" (p. 407). Anche Sohmen (1969), citato in Ishiyama (1975), riconosceva l'impossibilità di fissare irrevocabilmente i cambi e, al fine di raccogliere i benefici derivanti dall'integrazione monetaria, riteneva dunque necessaria l'adozione di una moneta unica.

²⁶ E' necessario osservare, tuttavia, che la teoria degli attacchi speculativi autorealizzanti non spiegherebbe in alcun modo la convenienza a rinunciare all'indipendenza valutaria, cioè alla fissazione irrevocabile del tasso di cambio. Prima ancora di poter concludere sull'opportunità di muovere dall'unione valutaria all'unione monetaria, è necessario cioè stabilire la convenienza a passare dall'indipendenza all'unione valutaria.

3.4 Aspetti dinamici, endogenità e limitatezza dei criteri economici

Considerando i criteri tradizionali descritti nei paragrafi precedenti, risulta che mentre i paesi solitamente indicati quale ‘nucleo’ europeo (Germania, Francia, Belgio, Lussemburgo, Olanda) sembrano rappresentare un’area *monetaria* ottimale, la stessa cosa non può dirsi per l’insieme dei paesi che compongono l’Unione europea (vedi ad esempio De Grauwe, 2001a). L’aggiunta delle considerazioni relative al lato dell’offerta e al possibile beneficio derivante dall’abolizione dei tassi di cambio, descritte rispettivamente nei paragrafi 3.2 e 3.3, non sembra modificare sostanzialmente tale conclusione. Nel confrontare Europa e Stati Uniti, infatti, Bayoumi e Eichengreen (1993), trovano che, nonostante che i paesi europei siano meno specializzati degli stati americani, il che implica che gli shock dal lato della domanda siano minori e più correlati fra i diversi stati europei, gli shock dal lato dell’offerta sono maggiori e meno correlati in Europa rispetto agli Stati Uniti. Ciò dipende probabilmente dal fatto che, nonostante la sostanziale somiglianza della struttura produttiva, i paesi europei hanno diversi assetti istituzionali del mercato del lavoro (vedi De Grauwe, 2001a).

C’è da chiedersi dunque, come fa Ingram (1973), per quale ragione i paesi appartenenti alla ‘periferia’ vogliano aderire all’Unione economica e monetaria europea. Ingram si chiede se ciò dipenda da un sostanziale errore di valutazione dei politici, o se la letteratura economica non sia riuscita a individuare i veri motivi che spingono verso l’unificazione monetaria.

Possiamo oggi provare a rispondere alla domanda posta da Ingram ricorrendo ad argomentazioni diverse, accomunate però dal fatto di abbandonare il contesto statico.

In primo luogo, l’approccio costi-benefici dovrebbe essere integrato da considerazioni dinamiche. E’ possibile, cioè che sia lo stesso processo di integrazione monetaria a far sì che i criteri individuati dalla teoria tradizionale delle aree valutarie ottimali siano soddisfatti. L’integrazione monetaria, ad esempio, potrebbe causare un aumento della mobilità dei fattori e del grado di apertura dei paesi aderenti o una riduzione del grado di concentrazione industriale. Ciò che non risultava ottimale ex-ante, dunque, lo

diverrebbe ex-post.²⁷ Tale concetto è espresso in maniera molto chiara da Frankel e Rose (1998):

“We argue that a naïve examination of historical data gives a misleading picture of a country’s suitability for entry into a currency union, since the optimum currency area criteria are endogenous” (p. 1010).

In particolare, secondo Frankel e Rose (1998), sarebbero endogeni il criterio dell’apertura commerciale e quello relativo alla similarità degli shock e alla sincronizzazione del ciclo economico.

Secondo la Commissione Europea (1990), in effetti, il procedere dell’integrazione economica in seguito all’unificazione monetaria condurrà verso una sempre maggiore diversificazione delle economie nazionali al loro interno. Di opinione contraria sono Kenen (1969), Eichengreen (1991), Bayoumi e Eichengreen (1993) e Krugman (1993), secondo i quali la maggiore integrazione economica permetterà l’eliminazione delle distorsioni che hanno fino ad ora incoraggiato il commercio di tipo intra-industriale e frenato quello inter-industriale, cosicché i paesi europei diverranno progressivamente più specializzati.²⁸

Secondo Bayoumi e Eichengreen (1993) tuttavia, se da un lato è probabile che gli shock dal lato della domanda diverranno più asimmetrici, avvicinando così la situazione europea a quella americana, dall’altro è probabile che gli shock dal lato dell’offerta divengano più simmetrici.

Complessivamente, secondo Jossa (1999), la progressiva integrazione economica, e quindi il grado crescente di apertura delle economie, comporterà una maggiore diffusione degli shock locali (e quindi una maggiore sincronizzazione del ciclo economico dei paesi europei). L’evidenza empirica (vedi fra gli altri Artis e Zhang, 1997) sembra andare in questa direzione.²⁹

²⁷ Per questa ragione anche il confronto con gli Usa, dunque, non risulterebbe appropriato, in quanto basato sulla situazione corrente piuttosto che su quelle che si determinerebbe in seguito all’integrazione monetaria.

²⁸ Artis (1991) giunge alla medesima conclusione, rilevando che la presenza di incertezza sul tasso di cambio induce le imprese a disperdere gli impianti di produzione in paesi diversi. Con la rimozione dell’incertezza valutaria, tale esigenza cade ed è probabile dunque che le imprese concentrino i propri impianti di produzione in un solo paese.

²⁹ Ricordiamo che una maggiore sincronizzazione del ciclo economico fra i paesi europei rende meno costosa la rinuncia all’indipendenza valutaria e monetaria.

Se risulta vero che la maggiore sincronizzazione del ciclo economico sia stata accompagnata da una maggiore integrazione commerciale europea, resta tuttavia difficile, secondo Firdmuc (2002) individuare il nesso causale e generalizzare tale conclusione. Basandosi sulle osservazioni di Helpman (1987) e Hummels e Levinsohn (1995), che notano come la specializzazione e il commercio inter-industriale non ricoprano un ruolo significativo fra i paesi sviluppati, caratterizzati appunto da commercio intra-industriale, egli mostra infatti che la sincronizzazione del ciclo economico è determinata proprio dal commercio intra-industriale, piuttosto che dal grado di apertura commerciale nel suo complesso. Il risultato di Frankel e Rose (1998), dunque, dipenderebbe dal fatto che il commercio bilaterale fra i paesi europei sia prevalentemente di tipo intra-industriale.³⁰

Accanto agli aspetti dinamici, che riguardano l'evoluzione temporale (spesso lenta) dei valori assunti dalle variabili significative ai fini della determinazione di un'area valutaria ottimale, possono aversi cambiamenti (più veloci) sia nell'assetto istituzionale, sia nello stato delle aspettative risultanti proprio dall'integrazione monetaria. Anche se un criterio non fosse soddisfatto prima dell'adesione, è possibile dunque che lo sia successivamente, grazie al diverso assetto istituzionale e al veloce adeguamento delle aspettative, oltre che grazie ad un lento aggiustamento dinamico.

Il criterio tradizionale della somiglianza dei tassi di inflazione (Fleming, 1971), ad esempio, diventa assolutamente inutile se si considera l'inflazione come il risultato delle aspettative del settore privato. Tali aspettative, in effetti, si adeguerebbero immediatamente, non appena la conduzione della politica monetaria venisse sottratta alle autorità nazionali scarsamente avverse all'inflazione per essere affidata all'autorità monetaria

³⁰ Fra le posizioni critiche nei confronti della conclusione di Frankel e Rose (1998) di una maggiore sincronizzazione del ciclo economico europeo in conseguenza della maggiore integrazione commerciale, troviamo quella di Kenen (2000), secondo il quale, sebbene la correlazione del ciclo economico possa aumentare con l'intensificazione degli scambi commerciali, ciò non garantisce che gli shock asimmetrici diminuiscano. Hughes Hallet e Piscitelli (2001) dal canto loro mostrano che un'unione valutaria può aumentare la convergenza del ciclo solo se esiste già una sufficiente simmetria negli shock e nella struttura istituzionale dei diversi paesi. Corsetti e Pesenti (2002), infine, mostrano che anche nell'assenza di endogenità del grado di integrazione commerciale e della correlazione del ciclo economico, si possa avere il soddisfacimento endogeno dei criteri richiesti da un'area *monetaria* ottimale, in particolare quando il settore privato adotti endogenamente una strategia di rinuncia al *pass-through*.

sovrnazionale fortemente avversa a tassi di inflazione elevati (Gandolfo, 1994).³¹

Le aspettative, tuttavia, non sempre si comportano come la teoria della credibilità nella sua versione iniziale predice. E' più probabile invece che modifiche nei risultati economici derivino da modifiche dell'assetto istituzionale. Ad esempio, nel caso in cui la conduzione della politica monetaria sia sottratta alle banche centrali nazionali per essere assegnata ad una banca centrale sovranazionale che segue politiche monetarie più restrittive, si avrebbe una riduzione del tasso d'inflazione (sia pure di minore entità) indipendentemente dall'adeguamento delle aspettative verso il basso.

Bofinger (1994), nel sottolineare come i criteri tradizionali si siano soffermati sugli aspetti reali (ignorando quelli monetari), rilevava come l'Ume avrebbe diminuito endogenamente la probabilità di shock monetari, poiché spostamenti di portafoglio a livello intra-regionale avrebbero influenzato la domanda di moneta a livello regionale ma non a livello di unione, rendendo dunque la domanda di moneta più stabile. L'unione monetaria, inoltre, elimina la possibilità di shock monetari asimmetrici dal lato dell'offerta, visto che un'unica banca centrale si sostituisce alle banche centrali nazionali.³²

E' possibile, infine, che l'errore di valutazione circa l'ottimalità dell'adesione ad un'unione valutaria o monetaria non sia dei politici (come si domandava Ingram, 1973), ma degli economisti, i quali non tengono conto delle motivazioni politiche che sono alla base del processo di aggregazione monetaria. Eichengreen e Ghironi (1995), ad esempio, dubitano dell'utilità della teoria tradizionale e sostengono esplicitamente che un'unione

³¹ Tale concetto viene ripreso da De Grauwe (2001a) per sostenere la non necessità del criterio relativo alla convergenza dei tassi di inflazione, contenuto nel trattato di Maastricht. Visti i costi richiesti per la riduzione dell'inflazione nei singoli paesi, imporre questa condizione era anzi potenzialmente destabilizzante per i riflessi negativi che poteva avere sul consenso da parte della pubblica opinione al processo di unificazione economica e monetaria europea.

³² Ciò implicherebbe una situazione di tipo 'monetarista', caratterizzata da una maggiore probabilità di shock reali rispetto a shock monetari, che distinguono invece il caso 'keynesiano'. Ricordiamo infatti che la prescrizione keynesiana di stabilizzazione dei tassi di interesse, accompagnata da variazioni nell'offerta di moneta, permette di minimizzare la variabilità della produzione solo in presenza di shock monetari. In presenza di shock reali risulterebbe efficiente invece seguire la prescrizione monetarista di controllo dell'offerta di moneta, permettendo la variazione del tasso di interesse reale.

valutaria sarebbe principalmente il risultato della determinazione politica con cui la si persegue, mentre gli aspetti economici rivestirebbero un ruolo marginale. Fra le motivazioni politiche, ad esempio, vi sarebbe il ruolo dell'Europa nello scenario mondiale, soprattutto quale controparte degli Usa. Anche secondo Eichengreen (1993) la scienza economica non sarebbe in grado di valutare l'ottimalità dell'Ume. L'unica vera giustificazione dell'Ume sarebbe dunque a livello politico, e risiederebbe nella volontà di consolidare i vantaggi derivanti dalla presenza del mercato unico.³³

Proprio quest'ultima esemplificazione delle motivazioni politiche, tuttavia, ci induce a ritenere che la distinzione fra ragioni politiche e ragioni economiche necessiti di un qualche ripensamento. Visto che la politica (anche quella internazionale) ha la propria ragione d'essere proprio nella difesa di interessi economici, questa apparente contraddizione potrebbe probabilmente essere sanata distinguendo fra ragioni economiche di breve periodo e ragioni economiche di lungo periodo: le motivazioni politiche rappresenterebbero in realtà i benefici economici analizzati dinamicamente, in prospettiva di lungo periodo.

Dalle argomentazioni su riportate risulta dunque che anche nel caso in cui l'insieme dei criteri descritti nei paragrafi precedenti non fosse soddisfatto, non sarebbe possibile concludere in maniera definitiva che un dato ambito territoriale non rappresenti un'area *monetaria* ottimale. In altre parole, anche qualora emergesse che i dodici paesi europei che hanno dato vita all'unione economica e monetaria non hanno, nella situazione attuale, fondate ragioni economiche per operare tale scelta, non sarebbe lecito concludere che l'adozione dell'euro sia stata una decisione sbagliata, poiché da un lato possono esistere ragioni politiche (cioè relative ai benefici economici di lungo periodo) ignorate dagli economisti, e dall'altro potranno aversi mutamenti dinamici e/o endogeni capaci di rendere ottimale ex-post ciò che non lo era ex-ante. E' ben possibile, cioè, che tale scelta sia giustificata dal fatto che il flusso scontato dei benefici sia superiore al flusso scontato dei costi attesi in futuro.

³³ Secondo Bini-Smaghi e Vori (1993) l'asimmetria tra le ragioni economiche e quelle politiche, rappresenterebbe un vero e proprio paradosso, vista la forte contrapposizione fra di loro. Anche Mintz (1970) e Cohen (1993) sottolineano il ruolo dei fattori politici rispetto a quelli economici.

Osservazioni conclusive

Negli anni Ottanta (e all'inizio degli anni Novanta) del secolo scorso si era ritenuto che la teoria tradizionale delle aree valutarie ottimali potesse essere sostituita dalla teoria della credibilità (Tavlas parlò infatti della teoria della credibilità come della 'nuova' teoria delle aree valutarie ottimali). La superiorità delle regole rispetto alla discrezionalità che sembrava emergere da tale teoria conduceva, infatti, alla conclusione che fosse conveniente la rinuncia alla discrezionalità monetaria nazionale a favore delle regole imposte dall'adesione ad un'unione valutaria o monetaria, indipendentemente dal soddisfacimento dei criteri individuati dalla teoria tradizionale delle aree valutarie ottimali.

I limiti della teoria della credibilità emersi successivamente impongono però oggi di riconoscere che non esista una 'nuova' teoria delle aree valutarie ottimali

L'impostazione sostanzialmente keynesiana della teoria tradizionale delle aree valutarie ottimali aveva inizialmente impedito di considerare, oltre agli shock dal lato della domanda, gli shock dal lato dell'offerta, che devono invece trovare posto nella teoria delle aree valutarie ottimali. In effetti, è proprio la probabilità che si verifichino shock asimmetrici dal lato dell'offerta che contraddice la conclusione di superiorità delle regole rispetto alla discrezionalità raggiunta inizialmente dalla teoria della credibilità. Similmente a quanto fatto nella teoria tradizionale delle aree valutarie ottimali, dunque, si dovrebbe argomentare che tanto più probabile è il verificarsi di shock asimmetrici dal lato dell'offerta (oltre che dal lato della domanda), tanto più costosa sarà la rinuncia all'indipendenza monetaria o valutaria che permetterebbe di contrastare gli effetti negativi di tali shock.

Riteniamo inoltre che si debba parlare di teoria delle aree *monetarie* ottimali, piuttosto che di teoria delle aree *valutarie* ottimali. La teoria degli attacchi speculativi, in particolare quelli autorealizzanti, mostra come, a differenza di quanto risulta dalla teoria tradizionale, un'unione valutaria non sia equivalente a un'unione monetaria. L'esperienza storica, oltre che l'elaborazione teorica, porta infatti a concludere che i sistemi a cambi fissi, sebbene irrevocabili, siano intrinsecamente instabili e soggetti al rischio di attacchi speculativi che, sebbene ingiustificati dal punto di vista dei fondamentali dell'economia, possono condurre all'abbandono del sistema stesso. Una volta stabilita la convenienza

ad abbandonare l'indipendenza monetaria e valutaria, dunque, esisterebbe la sola alternativa di procedere verso l'unione monetaria.

Il fallimento della teoria della credibilità non dovrebbe comunque condurre alla conclusione che, dal momento che l'Europa non sembra soddisfare, nella situazione attuale, l'insieme dei criteri suddescritti, l'unificazione monetaria sia stata un errore. Come abbiamo rilevato, considerazioni di tipo dinamico e endogeno possono ben giustificare l'adozione della moneta unica in Europa.

Riferimenti bibliografici

- Alesina, A. e R. J. Barro, 'Currency Unions', *Quarterly Journal of Economics*, vol. 91, pp. 409-36
- Artis, M. J. (1991), 'One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union', *Open Economies Review*, vol. 2, pp. 315-321.
- Artis, M. J. e W. Zhang (1997), 'International Business Cycles and the Erm: Is there a European Business Cycle?', *International Journal of Finance and Economics*, vol. 2, pp. 1-16
- Bayoumi, T. and B. Eichengreen (1993), 'Shocking Aspects of European Monetary Integration' in F. Torres e F. Giavazzi (eds), *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, pp. 193-229, Cambridge, UK: Cambridge University Press e Cepr.
- Bini-Smaghi, L. (2002), *L'euro*, Bologna: Il Mulino.
- Bini-Smaghi, L. e S. Vori (1993), 'Rating the EC as an Optimal Currency Area: Is it Worse than the Us?', *Banca d'Italia Discussion Paper*, n. 187.
- Blanchard, O. (2000), *Macroeconomia*, Bologna: Il Mulino.
- Bofinger, P. (1994), 'Is Europe an Optimum Currency Area?', *Cepr Discussion Paper*, n. 915
- Canzoneri, M.B. e C.A. Rogers (1990), 'Is the European Community an Optimal Currency Area? Optimal Tax Smoothing versus the Costs of Multiple Currencies', *American Economic Review*, vol. 80, 419-33.

- Calmfors, L. e J. Driffil (1988), 'Bargaining Structure, Corporatism and Macroeconomic Performance', *Economic Policy*, vol. 6, 13-61.
- Cohen, D. (1989), 'The Costs and Benefits of a European Currency' in Cepr, *A European Central bank? Perspectives on Monetary Unification after Ten Years of the EMS*, London: Cepr.
- Cohen, D. (1993), 'Beyond EMU: The Problem of Sustainability', *Economics and Politics*, vol. 5, 187-202.
- Commissione Europea (1990), 'One Market, One Money', *European Economy*, vol. 44
- Corden, M. (1972), 'Monetary Integration', *Essays in International Finance*, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Corsetti, G. e P. Pesenti (2002), 'Self-validating Optimum Currency Areas', *mimeo*.
- De Grauwe, P. (2001a), *Economia dell'unione monetaria*, quarta edizione, Bologna: Il Mulino.
- De Grauwe, P. (2001b), 'Introduction', in *The Political Economy of Monetary Union*, P. De Grauwe (ed), The International Library of Critical Writings in Economics 134, Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- Eichengreen, B. (1991), 'Is Europe an Optimum Currency Area?', *Nber Working Paper*, n. 3579.
- Eichengreen, B. (1993), 'European Monetary Unification', *Journal of Economic Literature*, 31, 1321-57.
- Eichengreen, B. e F. Ghironi (1995), 'European Monetary Unification: the Challenge Ahead', *Cepr Discussion Paper*, n. 1247.
- Firdmuc, J. (2002), *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, Intra-Industry Trade and EMU Enlargement*, lavoro presentato alla 2001 Annual Royal Economic Society Conference, University of Durham, 9-11 Aprile 2001.
- Fleming, J.M. (1971), 'On Exchange Rate Unification', *Economic Journal*, vol. 81, 467-488.

- Frankel, J. e A. Rose (1998), 'The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria', *Economic Journal*, vol. 108, pp. 1009-1025.
- Fratianni, M. e J. von Hagen, (1992), 'European Monetary Union', in *The European Monetary System and European Monetary Union*, Boulder: Westview Press.
- Friedman, M. (1953), 'The Case for Flexible Exchange Rates' in *Essays in Positive Economics*, pp. 157-203, Chicago: Chicago University Press.
- Gandolfo, G. (1994), *Corso di economia internazionale*, Volume Secondo, Economia Internazionale Monetaria, Milano: Utet.
- Helpman, E. (1997), 'Imperfect Competition and International Trade: Evidence from Fourteen Industrial Countries', *Journal of Japanese and International Economies*, vol. 1, pp. 62-81.
- Hughes-Hallet, A. e L. Piscitelli (2001), *The Endogenous Optimal Currency Area Hypothesis: Will a Single Currency Induce Convergence in Europe?*, lavoro presentato alla 2001 Annual Royal Economic Society Conference, University of Durham, 9-11 Aprile 2001.
- Hummels, D. e J. Levinsohn, (1995), 'Monopolistic Competition and International Trade: Reconsidering the Evidence', *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, pp. 799-836.
- Ingram, J.C. (1969), 'Comment: the Currency Area Problem', in Mundell, R. e A. Swoboda (eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press.
- Ingram, J.C. (1973), *The case for European Monetary Integration*, Essays in International Finance, 98, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Ishiyama, Y. (1975), 'The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey', *International Monetary Fund Staff Papers*, vol. 22, 344-83.
- Jossa, B. (1999), *La moneta unica europea: argomenti pro e contro*, Roma: Carocci.
- Kenen, P.B. (1969), 'The Theory of Optimum Currency Areas: an Eclectic View', in *Monetary Problems of the International Economy*, R.A. Mundell e A.K. Swoboda (eds.), University of Chicago Press.

- Kenen, P. (2000), *Currency Areas, Policy Domains, and the Institutionalization of Fixed Exchange Rates*, mimeo, Princeton University.
- Krugman, P. (1991), *Geography and Trade*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Krugman, P. (1993), 'Lessons of Massachusetts for EMU', in F. Torres e F. Giavazzi (eds), *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, pp. 241-261, Cambridge, UK: Cambridge University Press e Cepr.
- Krugman, P.R. e M. Obstfeld (1999), *Economia internazionale: Teoria e politica economica*, seconda edizione, Milano: Hoepli
- Lohmann, S. (1992), 'Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility versus Flexibility', *American Economic Review*, vol. 82, pp. 273-286.
- Masson, P. e M. Taylor (1993), 'Currency Unions: a Survey of the Issues', in *Policy Issues in the Operation of Currency Unions*, P. Masson e M. Taylor (eds), pp. 3-51, Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Melitz, J. (1995), 'The Current Impasse in Research on Optimum Currency Areas', *European Economic Review*, vol. 39, 492-500.
- McKinnon, R.I. (1963), 'Optimum Currency Areas', *American Economic Review*, vol. 53, 717-25.
- Mintz, N. (1970), *Monetary Union and Economic Integration*, New York, NY: New York University Press.
- Mongelli, F.P. (2002), "'New' Views on the Optimum Currency Area: What is EMU Telling Us?", *European Central Bank, Working Paper Series*, no. 138.
- Mundell, R.A. (1961), 'Theory of Optimum Currency Areas', *American Economic Review*, vol. 51, 657-65.
- Phelps, E. (1973), 'Inflation in the Theory of Public Finance', *Swedish Journal of Economics*, pp.67-82.
- Sohmen (1969), 'The Assignment Problem', in *Monetary Problems of the International Economy*, R.A. Mundell e A. K. Swoboda (eds), pp. 183-97, Chicago: Chicago University Press

Tavlas, G.S. (1993), 'The 'New' Theory of Optimum Currency Areas', *The World Economy*, vol. 16, 663-85.

Discussion Papers – Collana del Dipartimento di Scienze Economiche – Università di Pisa

- 1 - Luca Spataro, Social Security And Retirement Decisions In Italy
- 2 - Andrea Mario Lavezzi, Complex Dynamics in a Simple Model of Economic Specialization
- 3 - Nicola Meccheri, Performance-related-pay nel pubblico impiego: un'analisi economica
- 4 - Paolo Mariti, The BC and AC Economics of the Firm
- 5 - Pompeo Della Posta, Vecchie e nuove teorie delle aree *monetarie* ottimali

Redazione:
Giuseppe Conti
Luciano Fanti – coordinatore
Davide Fiaschi
Paolo Scapparone

Email della redazione: Papers-SE@ec.unipi.it
