

Il 2004, un punto di partenza, più che di arrivo, con importanti scelte e sfide aperte. L'ingresso nella UE rinnova il dibattito sul trade-off tra politiche per una convergenza reale e politiche per una convergenza nominale. Ma le due strade non sono necessariamente in controtendenza e oggi tutti i Paesi sono concordi nell'accelerare l'ingresso nell'UME, con il solo vincolo legato alla stabilizzazione fiscale. Resta invece aperto il dibattito sulla politica di cambio ottimale negli anni immediatamente antecedenti l'adozione dell'Euro.

La strada della convergenza? Impervia, ma percorribile

CANTIERE EUROPA

di Carmelina Carluzzo e Debora Revoltella

All'inizio di maggio, dopo più di un decennio di preparazione, il primo gruppo di Paesi ha avuto accesso all'Unione, iniziando a beneficiare a pieno del mercato unico integrato e della partecipazione a tutte le politiche comunitarie ed ai processi decisionali. In dicembre, poi, il Consiglio Europeo ha premiato gli sforzi dei rimanenti candidati, confermando gennaio 2007 come data di accesso all'Unione per Bulgaria e Romania e fissando rispettivamente il 17 marzo e il 3 ottobre 2005 come target per l'avvio dei negoziati con Croazia e Turchia.

Conseguita (o comunque vicina) l'adesione all'UE, l'attenzione si sposta ora sul processo di convergenza verso l'Unione monetaria. Si rinnova, dunque, il dibattito sul *trade-off* tra politiche per una convergenza reale e politiche per una convergenza nominale. Da un lato, l'obiettivo di adeguamento degli standard di vita della popolazione, spesso misurato in termini di Pil *pro capite* in parità dei poteri di acquisto, che è il fine ultimo del processo di integrazione regionale, destinato a realizzarsi nell'arco di qualche decennio. Dall'altro, il processo di convergenza ai parametri di Maastricht, che richiede politiche di stabilizzazione del quadro macroeconomico, spesso di natura restrittiva, che possono nel breve periodo portare ad un rallentamento della crescita economica, seppur garantendo indubbi ritorni nel medio-lungo periodo. Ma le due strade non sono necessariamente in controtendenza.

La strada verso l'UME

La *tabella 1* evidenzia lo stato di avanzamento di ciascun Paese in termini di convergenza nominale verso l'Unione Monetaria Europea, presentando il grado di adempimento dei criteri di Maastricht a fine 2004 per i Paesi della Nuova Europa. Ci soffermiamo da principio sui parametri in termini di sostenibilità fiscale, inflazione e tassi d'interesse, per poi valutare le strategie in termini di politiche di cambio. Per i nuovi membri dell'UE, il vincolo di

1. PARAMETRI DI MAASTRICHT SU SOSTENIBILITÀ FISCALE, INFLAZIONE E TASSI (2004A)

	Inflazione media	Tassi di interesse (dic)	Debito/Pil	Deficit/Pil
Maastricht	1.1 (+1.5)	3.6 (+2.0)	60	3.0
Polonia	3.5	6.5	48.7	5.9
Ungheria	6.8	7.6	59.9	5.3
Rep. Ceca	2.8	4.6	40.0	5.2
Slovenia	3.7	4.3	28.3	1.7
Slovacchia	7.6	4.9	43.7	3.8
Lituania	1.0	4.5	22.8	2.8
Lettonia	6.1	4.6	16.0	2.2
Estonia	2.9	4.15 Oct	5.4	-0.7
Bulgaria	6.2	5.4 10Y BGN	42.0	-0.3
Romania	11.9	17.4 reference rate	21.5	1.7
Croazia	2.1	6.7 1W	44.9	4.7
Turchia	11.1 WPI	20.3 Tbill	68.7	10.4

Nota: i numeri in **grassetto** indicano non soddisfacimento dei criteri di Maastricht
Fonte: Eurostat, BCE, UniCredit – New Europe Research Network

CRITERI DI MAASTRICHT

- *Deficit fiscale/Pil non superiore al 3%*
- *Debito pubblico/Pil non superiore al 60%*
- *Tasso di inflazione medio annuo non superiore di 1,5 punti percentuali alla media dei tassi di inflazione dei tre Stati membri a inflazione più bassa.*
- *Tasso di interesse nominale di lungo periodo non superiore di 2 punti percentuali alla media dei tassi di interesse dei tre Paesi più virtuosi in tema di stabilità dei prezzi.*
- *Partecipazione allo SME II per almeno due anni, prima dell'adesione alla UME: in questo periodo il tasso di cambio non deve oscillare più del 15% rispetto alla parità fissata contro euro*

sostenibilità fiscale è sicuramente il più stringente nell'area, seppur con profonde differenze tra Paesi. I Baltici e la Slovenia mostrano già un sostanziale allineamento sia in termini di rapporto debito su Pil, sia in termini di deficit su Pil. Più problematica è la situazione di Polonia, Ungheria, Repubblica Ceca e Slovacchia. Con la sola eccezione dell'Ungheria che riesce a soddisfare marginalmente il criterio debito/Pil, a oggi il parametro in termini di indebitamento appare sostanzialmente in linea con il target. Va notato però che in Paesi caratterizzati da forte fabbisogno di investimenti infrastrutturali e scarso sviluppo dei mercati finanziari, livelli di indebitamento sostanzialmente inferiori a quelli propri di economie più mature, quali possono essere i vecchi membri dell'UE, sarebbero auspicabili. Osserviamo invece nella regione un trend in crescita nel rapporto debito pubblico su Pil. Il problema della sostenibilità fiscale appare ancora più evidente considerando il rapporto tra deficit e Pil. Nessuno dei quattro Paesi, infatti, a oggi raggiunge il target, nonostante le politiche di stabilizzazione attuate negli ultimi anni. I piani di convergenza indicano per la Slovacchia e la Polonia un possibile raggiungimento del target nel 2007, mentre per la Repubblica Ceca nel 2008. Nonostante tutti e tre i Paesi siano stati oggetto di una notifica per eccessivo disavanzo fiscale da parte del Consiglio europeo, i piani di rientro sembrano a oggi credibili. Diverso il caso dell'Ungheria, che ha oggi un disavanzo

fiscale del 5,3% del Pil e ha presentato un piano di rientro graduale, ma poco credibile. Il controllo dell'inflazione rimane un obiettivo chiave di politica monetaria in molti dei Paesi, con pressioni legate al processo di convergenza reale dell'economia e alla liberalizzazione dei prezzi in atto, oltre che a fenomeni di natura congiunturale, quali l'impatto dello shock petrolifero nel 2004. Il parametro sui tassi di interesse a lungo termine indica problemi di convergenza solo per la Polonia e l'Ungheria. Si evidenzia anche un *trade-off* tra il fabbisogno di finanziamento estero di Paesi con forti esigenze di investimenti infrastrutturali e il livello dei tassi di interesse reali.

Per i Paesi non ancora membri dell'UE, la convergenza nominale, anche se ancora non prioritaria, rappresenta comunque un target di rilievo. In Bulgaria e Romania il vincolo fiscale non sembra significativo, mentre squilibri sono ravvisabili sia in termini di inflazione che di costo del denaro (tassi a lungo termine). La necessità di una piena stabilizzazione macroeconomica si ravvisa anche in termini di squilibri del deficit di parte corrente, che pur non rappresenta uno dei vincoli per l'ingresso nell'UE. La situazione della Croazia sembra invece più vicina a quella dei Paesi dell'Europa centrale, con uno squilibrio del deficit pubblico a rappresentare il principale ostacolo per l'UE. La Turchia risulta ancora lontana dalla UME, in termini di convergenza di politica fiscale, inflazione e tassi.

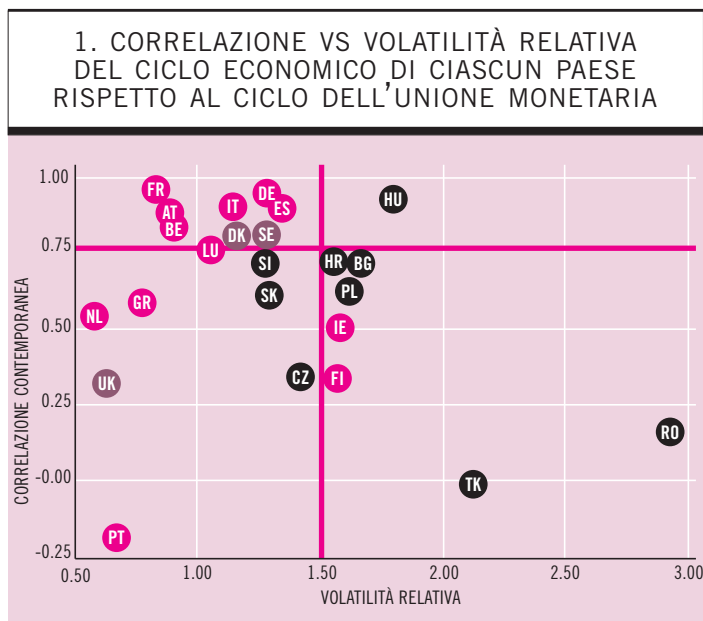
Fino a ora ci siamo focalizzati su quattro dei cinque parametri di Maastricht. Un ultimo elemento da considerare, è legato alla politica di cambio da adottare in vista dell'ingresso nell'UE, tenendo presente che, secondo quanto richiesto da Maastricht, prima dell'ingresso i Paesi devono partecipare per almeno due anni allo SME II, senza eccessivi squilibri.

La scelta in merito alla politica di cambio ottimale nella fase della convergenza è stata al centro di lunghi dibattiti. Lo SME II, infatti, sembra essere un regime troppo poco vincolante, che rende la valuta dei diversi paesi maggiormente soggetta ad attacchi speculativi o comunque squilibri, senza portare i benefici di una crescente credibilità e riduzione del rischio. Con la Banca Centrale Europea che ha sostanzialmente escluso l'opzione di adozione unilaterale dell'Euro, la

scelta per i nuovi membri è dunque tra un ingresso anticipato nell'accordo di cambio o una minimizzazione della permanenza nello schema (dunque un ingresso esattamente due anni prima del rispetto di tutti gli altri parametri). La scelta della strategia ottimale dipende anche dal grado di integrazione e di sincronizzazione del ciclo economico di ciascun Paese con quello della zona euro. A fronte di una forte integrazione, infatti, il costo in termini di volatilità legato all'ingresso nella SME II tende a ridursi.

I Paesi baltici e la Slovenia hanno richiesto ed ottenuto¹, subito dopo l'ingresso nell'UE, l'accesso al sistema di cambio europeo. Sostanzialmente allineati per quanto concerne gli altri parametri, per questi Paesi i due anni nello SME II rappresentano infatti il vincolo temporale maggiore alla convergenza all'UME. Gli altri Paesi stanno invece ritardando l'accesso nello SME II, con l'obiettivo di minimizzare la permanenza, entrando solo ad uno stadio avanzato del processo di convergenza nominale. L'analisi del ciclo economico nei diversi Paesi e della correlazione con il ciclo dell'UE aiuta a comprendere la razionalità di dette scelte.

1. La Lettonia è in procinto di ottenere



EU 15: FR Francia, DE Germania, IT Italia, ES Spagna, AT Austria, BE Belgio, DK Danimarca, SE Svezia, LU Lussemburgo, GR Grecia, NL Paesi Bassi, IE Irlanda, FI Finlandia, UK Regno Unito, PT Portogallo. Nuova Europa: HU Ungheria, HR Croazia, SI Slovenia, BG Bulgaria, PL Polonia, SK Slovacchia, CZ Repubblica Ceca, RO Romania, TK Turchia.

Fonte: UniCredit – New Europe Research Network

Integrazione economica tra vecchi e nuovi Paesi membri e politiche di cambio verso l'UME

Consideriamo due misure del livello di integrazione economica tra vecchi membri dell'UE e nuovi o futuri membri: la correlazione tra il ciclo economico di ciascun Paese con quello della UME e la volatilità della performance economica di un Paese. Secondo la teoria dell'Optimal Currency Area, Paesi maggiormente integrati, dunque con una correlazione elevata del ciclo economico e con bassa volatilità delle performance, possono godere a pieno i benefici di una integrazione monetaria, minimizzando i rischi di effetti anti-ciclici delle politiche.

In generale (grafico 1), i Paesi della Nuova Europa sono in media meno sincronizzati con l'Unione monetaria rispetto ai vecchi membri dell'Unione e mostrano fluttuazioni cicliche più ampie. Distinguendo tra Paesi si osservano però importanti differenze. L'Ungheria, la Polonia, la Slovacchia e la Slovenia (con una correlazione superiore a 0,6) hanno già conseguito una certa integrazione con il ciclo economico europeo. La Slovacchia e la Slovenia, inoltre, mostrano una volatilità relativa del ciclo paragonabile a quella dei membri *core* della UME, dimostrandosi maggiormente in grado di contrastare le pressioni derivanti dal partecipare all'accordo di cambio dell'UE. Non a caso, la Slovenia ha aderito immediatamente dopo l'ingresso nell'UE allo SME II, mentre la Slovacchia sta mostrando un piano di convergenza credibile, volto a garantire l'ingresso nello SME II nel 2007 e nell'UME nel 2009. La Polonia e l'Ungheria, invece, mostrano una elevata volatilità del ciclo economico, per cui i costi di una partecipazione prolungata nello SME II potrebbero risultare elevati. Dovendo ancora fronteggiare la sfida della convergenza fiscale, possiamo attenderci un ingresso nell'accordo di cambio solo a partire rispettivamente dal 2007 e 2010. La Repubblica Ceca sembra essere un'eccezione tra i nuovi membri. Nonostante sia a un simile livello di sviluppo e geograficamente ed economicamente vicina alla zona euro, il Paese mostra una bassa correlazione con l'Unione monetaria (correlazione = 0,35). Questo, tuttavia, è dovuto al fatto che la Repubblica Ceca ha sofferto una profonda crisi economica e bancaria nel 1997-1999, paragonata a un più mite rallentamento

nella UME. Per quanto riguarda l'ampiezza delle fluttuazioni, il Paese mostra una volatilità piuttosto contenuta e può essere assimilato alla Finlandia e all'Irlanda. La decisione politica, più volte espressa, di minimizzare la permanenza nello SME II sembrerebbe dunque economicamente corretta.

Tra i futuri candidati, i risultati concernenti la Bulgaria e la Croazia sono particolarmente interessanti. I due Paesi mostrano infatti delle forti similarità con la dinamica dell'Unione monetaria, conseguenza del fatto che entrambi i Paesi hanno già agganciato le loro valute all'euro (la Bulgaria tramite un Currency Board e la Croazia attraverso un *peg* informale all'euro). Il *peg* del tasso di cambio, istituito in un periodo di crisi economica, ha causato una perdita in termini di libertà di politica monetaria di breve periodo, ma ha favorito il veloce riallineamento della crescita economica. Entrambi i Paesi mostrano una volatilità relativa in linea con alcuni Paesi periferici della UME. Ci attendiamo dunque che subito dopo l'ingresso nell'UE, i due Paesi seguiranno rispettivamente l'esperienza dell'Estonia e della Slovenia. La Bulgaria continuerà a mantenere la stabilità del tasso di cambio tramite il Currency Board, annullando nel regime dello SME II la banda di oscillazione intorno alla parità centrale. La Croazia, tramite il sistema di *managed float* volto a mantenere una sostanziale stabilità del cambio, pur con oscillazioni stagionali, tenderà a restare vicino alla parità centrale.

La Romania e la Turchia rivelano notevoli asimmetrie rispetto alla zona euro, poiché sono stati influenzati negli ultimi anni da considerevoli shock idiosincratici. In particolare, la Romania, è stata colpita dalla crisi russa nel 1998/1999 mentre la Turchia è stata influenzata da una crisi finanziaria sia nel 1998/1999 che nel 2000/2001. In entrambi i Paesi il processo di stabilizzazione prosegue e le fluttuazioni cicliche sono da questo determinate e mostrano una volatilità elevata (più che doppia rispetto a quella della UME). Non crediamo che la Romania e la Turchia possano trarre beneficio da un eventuale Currency Board, come è stato precedentemente per la Bulgaria e la Croazia. Con il processo di convergenza che va avanti in modo tranquillo e senza maggiori minacce all'orizzonte, non trarrebbero vantaggio dalla perdita di uno stabilizzatore di breve termine (il tasso di cambio). È ragionevole aspettarsi, invece, che

il loro processo di convergenza verso gli standard dell'Europa occidentale proceda secondo il trend positivo già avviato.

UE, SME, UME: i prossimi passi

La *tabella 2* presenta le nostre stime in merito alla convergenza dei diversi Paesi verso l'UME.

Un primo gruppo, che comprende i Paesi baltici e la Slovenia, già membri dell'UE e entrati nello SME II, potrebbe aver accesso all'UME dal 2007.

Polonia, Repubblica Ceca, Slovacchia e Ungheria sono ancora impegnati nel processo di convergenza e riallineamento fiscale. Tra questi, la performance migliore è associata alla Slovacchia, che potrebbe riallinearsi agli standard già nel 2006/2007, per un ingresso nel 2009 (con un'adesione allo SME nel 2007). Un percorso simile, anche se slittato di uno o due anni, è atteso per la Polonia e la Repubblica Ceca, mentre per l'Ungheria rimangono ancora delle incertezze, legate alla scarsa credibilità dei piani di stabilizzazione fiscale a oggi presentati. Tra i Paesi candidati, possiamo ipotizzare una convergenza nominale accelerata per Bulgaria e Croazia, che potrebbero addirittura superare i tempi di Paesi già membri. Per la Romania e la Turchia i piani di stabilizzazione macroeconomica attuati negli ultimi anni hanno portato risultati di rilievo. La piena convergenza nominale è però ancora lontana.

2. LE DATE DELLA CONVERGENZA

	Ingresso UE	Ingresso SME II	Ingresso UME
Polonia	maggio 2004	2007	2009/2010
Ungheria	maggio 2004	2010	2012
Rep. Ceca	maggio 2004	2008	2010
Slovacchia	maggio 2004	2007	2009
Estonia	maggio 2004	giugno 2004	2007
Lettonia	maggio 2004	2005 (atteso)	2007
Lituania	maggio 2004	giugno 2004	2007
Slovenia	maggio 2004	giugno 2004	2007
Bulgaria	gennaio 2007	2007	2009/2010
Romania	gennaio 2007		
Croazia	Negoziati da marzo 2005, ingresso nel 2009	2009	2011/2012
Turchia	Negoziati da ottobre 2005, ingresso verso il 2015		

Fonte: UniCredit – New Europe Research Network