

La crisi dell'Euro: quale futuro per una Unione Monetaria senza Unione fiscale?

Nikolai G. Wenzel, Florida Gulf Coast University, USA

Francesca Spigarelli, University of Macerata, Italy

1. Introduzione

La crisi del debito europeo ha cause molteplici, da aspetti correlati a scelte politiche, ad approcci nella gestione della spesa pubblica fino ad arrivare alla politica monetaria. Al centro della questione si colloca il quadro istituzionale e di governance delle istituzioni europee e nazionali. Queste ultime costituiscono una rete talvolta disordinata e sovente in posizione di conflitto di interesse.

In questo capitolo ci si focalizza sugli aspetti fondanti della crisi dell'Eurozona, esaminando la possibilità, dal punto di vista teorico e pratico, di unione monetaria senza unione fiscale. L'analisi prende avvio dalla premessa che una minore regolamentazione è in generale auspicabile, rispetto ad una normazione eccessiva. Ciò considerando l'esperienza e le conoscenze riconducibili ai temi dalla *public choice*, ma anche al fatto che il ruolo delle banche centrali appare fatalmente incrinato. Si riconosce anche che, in un mondo di second best, fenomeni pur limitati di ingerenza istituzionale inevitabilmente portano ad ulteriore ingerenza; gli interventi in un mercato distorcono i segnali del mercato, con conseguente squilibri causati in mercato correlati e conseguente negativa spirale amplificata a cascata (si veda Mises, 1979). Di conseguenza, mentre l'ottimale sarebbe un qualche sistema di valute concorrenti, noi affermiamo che l'unione monetaria senza unione fiscale non è sostenibile, perché un impegno credibile della banca centrale rispetto ad obiettivi di inflazione è difficile o impossibile da conseguire e mantenere.

La prima parte del lavoro esamina la teoria monetaria rilevante. La seconda parte affronta una descrizione sintetica della storia dell'Unione europea, con una particolare attenzione alla Unione Monetaria Europea (*European Monetary Union*, EMU) ed la crisi del debito in corso, anche alla luce delle misure speciali sviluppate dalla Commissione europea per affrontare le questioni economiche e finanziarie dei rilevanti squilibri all'interno della zona euro e la crisi del debito sovrano. Le nuove misure di governance economica europea sono illustrate, per poi passare ad una carrellata rapida della rete di strumenti sviluppati per assicurare sostegno finanziario agli Stati membri in difficoltà. La sezione successiva discute i possibili futuri scenari, ossia una volta che le misure temporanee si esauriscano e falliscano nei loro obiettivi, quali accordi potrebbero emergere a livello istituzionale. Si intravedono, al riguardo, tre possibilità: la fine dell'euro; una sorta di scissione gestita dell'area euro, nella forma di una espulsione della Grecia ("Grexit") o eventualmente di una scissione tra area centrale e periferica; una maggiore "armonizzazione" della politica fiscale per realizzare una unione europea anche fiscale. Noi sosteniamo che l'ultima ipotesi sia quella più probabile, nonostante le riserve tedesche e di altri paesi. La sezione finale del lavoro propone alcune considerazioni conclusive di sintesi.

2. Il quadro teorico di riferimento: la teoria monetaria

La letteratura sulla teoria monetaria, e in particolare sulle unioni monetarie, è molto ampia e variegata (si veda Chadri e Kehoe 2008). Molti lavori propongono modelli matematici che sono spesso staccati dalla realtà. Sovente, la maggior parte della letteratura sulla questione dell'unione monetaria senza unione fiscale trascura aspetti fondamentali, connessi all'economia politica ed agli assetti istituzionali. In un contesto in cui le banche centrali: (a) determinano i tassi di interesse di riferimento e l'offerta di moneta, e (b) sono soggette a diversi gradi di pressione politica e ad altre valutazioni di *public choice*, discutere l'unione monetaria senza affrontare il contesto istituzionale è al di fuori di ogni considerazione razionale. Tra le varie posizioni della dottrina, due appaiono rilevanti per comprendere il tema della unione monetaria, senza unione fiscale.

In primo luogo, la letteratura sulla *public choice* relativa alle banche centrali, in generale, e la correlata letteratura sull'UEM, in particolare. In via generale, i banchieri centrali non hanno le informazioni necessarie e gli incentivi adeguati per condurre una corretta politica monetaria. Le banche centrali sono quindi destinate a causare più danni che benefici, in termini di pericolosi cicli economici e *bias* inflazionistici (si vedano Boettke e Smith 2011; Hayek 2008; Mises 1949).

Nello specifico, la BCE è soggetta a pressioni contemporaneamente sia dagli stati membri sia dalla Unione europea. Bagus (2010, pp. 100 e ss.), per esempio, si riferisce all'Euro come una tragedia dei beni comuni (Hardin 1968), per cui "molti governi sono in grado di finanziarsi tramite una singola banca centrale: la BCE". Vaubel (2004) spiega la *public choice* del comitato esecutivo della BCE, concludendo che "il governo che più si avvicina, in termini di preferenze inflazionistiche, alla posizione mediana tra i governatori della banca centrale nazionale, avrà il potere contrattuale più forte" (si veda anche Schwartz 2004).

In secondo luogo, la letteratura sulle aree valutarie ottimali (Optimal Currency Areas, OCA) indica chiaramente che la zona euro non è - e non era, al momento della fondazione della EMU - una OCA. L'OCA è definita come una zona economica le cui economie sono così completamente integrate, in termini di commercio, istituzioni, quadri normativi, cultura, ecc, da risultare ottimamente connesse per adottare una moneta comune (Mundell 1961). La letteratura concorda in modo netto che la zona euro non è, e non era negli anni 1980 e 1990, una OCA, per una serie di motivi, a partire dalle differenze istituzionali e strutturali tra i paesi membri, tra cui le disparità di normativa del lavoro, nella politica fiscale, della finanza pubblica, e del livello del debito (Furrutter 2012). Inoltre, le barriere linguistiche portano ad una riduzione forte della mobilità del lavoro tra i paesi. Infine, i paesi dell'UEM avevano livelli sorprendentemente bassi di commercio intra-europeo - un problema aggravato da barriere persistenti al commercio, legate a settori sensibili come la tecnologia e l'energia¹.

3. Una breve storia dell'Unione Europea e dell'Unione Monetaria

Brevemente accennando ad alcuni eventi rilevanti della storia recente, l'Unione europea è nata, sotto forma di Unione europea del carbone e dell'acciaio, dalle ceneri della seconda guerra mondiale, con lo scopo di unire ed integrare le economie tedesca e francese, nel tentativo di evitare guerre future. Dal Trattato di Roma del 1957 al tentativo fallito di Costituzione del 2004, al conseguente trattato di Lisbona 2007 (che ha istituito una Costituzione europea a fronte di un rifiuto plebiscitario), la storia della UE è segnata da un crescente federalismo e acquis comunitario (si vedano sul punto ad esempio, Sidjanski 2000, de Jasay 2003 e 2003b, Wenzel 2007, European Constitutional Group 2004, Petroni 2004, Schwartz 2004). In sintesi, l'UE è passata gradualmente da un mercato comune a uno stato regolamentato, con graduale ma costante crescita dell'azione centrale ed erosione delle prerogative nazionali.

L'idea di un'unione economica e monetaria in Europa è iniziata ben prima dei trattati di istituzione della Comunità europea, dopo la seconda guerra mondiale². Tre sono stati i tentativi politici (1969, 1979 e 1989) volti alla implementazione di un'unione economica e monetaria per fasi. E' stato solo nel 1999 che si è poi effettivamente giunti alla sua concreta attuazione.

Le disposizioni per una politica economica e monetaria unitaria erano state già discusse nel testo originario del Trattato dell'Unione, ma le disposizioni hanno subito varie modifiche a seguito delle variazioni del trattato stesso. Un momento fondamentale è coinciso con la conferma, nel 1988, da parte del Consiglio europeo dell'obiettivo della progressiva realizzazione dell'EMU, assegnando ad un Comitato guidato da Jacques Delors (allora Presidente della Commissione europea) il compito di ideare un percorso operativo per realizzare l'Unione.

Sulla base del Rapporto Delors, l'UME si è andata costituendo attraverso tre fasi distinte e progressive, sintetizzate nella Tabella 1 (si veda <http://www.ecb.int/ecb/history/emu/html/index.en.html>). La terza fase, a partire dal 1 ° gennaio 1999, ha segnato l'inizio effettivo dell'Unione. La Valuta dell'Unione Europea (ECU, poi rinominata Euro) è divenuta una moneta con un proprio valore e tasso di cambio definiti sulla base dei flussi di domanda ed offerta riscontrati sui mercati. Per i primi tre anni, la moneta è stata usata come "moneta contabile" sui mercati finanziari. Solo dal 1 ° gennaio 2002, l'Euro è

¹ Per un approfondimento semplificato si veda Krugman et al. 2012.

² Si consideri che nella League of Nations, Gustav Stresemann chiese nel 1929 l'introduzione di una moneta unica europea per contrastare la crescente frammentazione economica derivante dalla costituzione di numerosi stati nazionali in Europa dopo il Trattato di Versailles. See ec.europa.eu/economy_finance/emu_history/part_a.htm

stata diffusa per le transazioni private in contanti, grazie a nuove banconote e monete³. Attualmente, circa 330 milioni di cittadini della UE, appartenenti a 17 Stati membri ne fanno uso.

Table 1 – Le fasi verso l’adozione dell’Euro

Prima fase: dal 1 luglio 1990	<ul style="list-style-type: none"> • completa libertà per le transazioni di capitale • aumento della cooperazione tra le banche centrali • utilizzo libero della ECU (European Currency Unit, precursore dell’Euro) • miglioramento delle condizioni di convergenza economica <p>Il Trattato di Roma viene rivisto e sostituito dal trattato che istituisce la Comunità europea. Ulteriori accordi: Protocollo sullo statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea e Protocollo sullo statuto dell’Istituto monetario europeo (IME).</p>
Seconda fase: dal 1 gennaio 1994	<ul style="list-style-type: none"> • avvio dell’IME • divieto di concessione di credito della banca centrale • maggiore coordinamento delle politiche monetarie • rafforzamento della convergenza economica • avvio del processo per garantire indipendenza delle banche centrali nazionali, da completare entro la data di istituzione del Sistema europeo delle banche centrali
Terza fase: dal 1 gennaio 1999	<ul style="list-style-type: none"> • fissazione irrevocabile dei tassi di conversione • introduzione dell’Euro • conduzione di una politica monetaria unica da parte del Sistema europeo delle banche centrali • entrata in vigore del meccanismo di cambio intra-UE (ERM II) • entrata in vigore del Patto di stabilità e crescita

3.2 *Luci e ombre sulla storia e sul presente dell’Euro*

Al di là delle questioni generali relative all’Unione Europea, cinque temi legati all’EMU sono degni di una riflessione particolare.

In primo luogo, l’Euro è il risultato di un percorso di *public choice* riconducibile a due gruppi di interessi. Da un lato, i diversi interessi nazionali in lizza per una più stretta integrazione delle economie e dei sistemi politici, bilanciati dalla preoccupazione per l’inflazione. D’altra parte, gli interessi eurocentri, che in parte coincidono ed in parte sono contrastanti rispetto a quelli nazionali⁴.

In secondo luogo, non vi era alcuna chiara motivazione economica per il lancio dell’Euro e, al contempo, vi erano argomenti deboli contro la sua adozione. Come spiegato in precedenza, la zona Euro non era un OCA e solo ridotti benefici in termini di flussi commerciali erano attesi, considerando la riduzione dei costi legati ai tassi di cambio. Pur se si fossero contratti i costi di transazione, grazie alla maggiore integrazione che potenziava gli effetti dell’unione doganale, occorre ricordare che i flussi commerciali intra europei erano comunque limitati. Per di più, l’adozione dell’Euro ha comportato un significativo rischio di inflazione (per tutti) e tassi di interesse più elevati (in particolare per la Germania e altri paesi con finanze pubbliche relativamente sane). Si vedano, in questo senso, Salin 1990, DeGrauw 1996, Eichengreen 1993, Feldstein 1997, o Von Hagen e Eichengreen 1996.

In terzo luogo, le valutazioni economiche furono in ultima analisi irrilevanti: l’Euro fu lanciato per ragioni politiche, come parte del processo di esplicita integrazione europea, ed implicita federalizzazione. Feldstein (1997), ad esempio, senza mezzi termini ha sottolineato che “è chiaro per me che ... la decisione non dipenderà dai vantaggi e dagli svantaggi economici di una moneta unica”. Si veda anche Schwartz 2004, Vaubel 2004, o Salin 1990.

In quarto luogo, l’adozione dell’Euro è stata costellata e supportata da dati statistici e contabili nazionali “creativi”, non sempre credibili. I paesi “virtuosi” (Francia e Germania) hanno modificato le

³ Quando il primo gennaio 1999 l’Euro fu introdotto, esso divenne la nuova moneta ufficialmente adottata da 11 stati membri. Le vecchie monete nazionali furono sostituite in due fasi. In un primo momento, l’Euro fu utilizzato solo come moneta nelle transazioni correlate a pagamenti non in contanti e per finalità contabili. Dal 1 gennaio 2002 l’Euro è stato esteso alle transazioni in contanti.

⁴ Ancora, nel caso specifico dell’EMU, si veda Vaubel 2004 per una analisi di public choice di interesse nazionale e dell’elettore mediano riferita al Consiglio dell’ECB board; see also Bagus 2010 and Schwartz 2004.

regole di Maastricht quasi immediatamente, in modo da poter entrare nell'euro, anche se lo stato delle loro finanze violava le prescrizioni del patto di stabilità e crescita (*Growth and Stability Pact*, GSP). E' stato inoltre dimostrato come la Grecia abbia alterato la propria contabilità per ottenere l'ammissione (in generale, si veda Pisani-Ferry 2004).

Il quinto punto riguarda tre criticità fondamentali che Pisani-Ferry (2004) hanno definito "l'impossibile trinità". La prima difficoltà riguarda la rigorosa politica di non finanziamento monetario dei debiti nazionali da parte della BCE. In realtà, la BCE ha ripetutamente eluso questa condizione. La seconda criticità ha a che fare con la forte interdipendenza tra sistema bancario e paese sovrano/emittente: modo soft per descrivere gli effetti del capitalismo clientelare o del corporativismo nazionale. Questo aspetto complica notevolmente la situazione. Banche sottocapitalizzate dipendono dalla solvibilità degli stati che sono fortemente indebitati, e viceversa. La terza difficoltà coincide con il rifiuto ufficiale di una co-responsabilità per i debiti pubblici, che lascia i paesi membri allo stesso tempo non in grado di condurre la politica monetaria (che ora è centralizzata), ma capaci di dirottare la politica monetaria sovranazionale, intraprendendo spericolate politiche di bilancio che possono facilmente compromettere l'intero progetto Europeo.

Tuttavia, all'interno di queste cinque considerazioni, occorre ricordare la forza fondamentale che ha spinto l'Unione: il primato politico dell'Europroject, come momento essenziale della crescita dell'UE. L'unione monetaria europea crea un rischio morale elevato, lasciando liberi i paesi membri (anche se solo di fatto) ad intraprendere dissolute politiche fiscali - soprattutto a causa della clausola di "non uscita". Anche se questo potrebbe essere interpretato come un incentivo per i paesi membri a gestire la propria politica di bilancio con un occhio alla salvaguardia dello stato di salute fiscale dell'EMU, le conseguenze non intenzionali sono gravi e scontate. In sintesi, i paesi membri, (a) mantengono indipendente la propria politica di bilancio, (b) non possono uscire dall'euro, e (c) operano sotto il controllo e la supervisione di istituzioni sovranazionali volte a promuovere la centralizzazione europea (compresa la difesa dell'Euro) e la stabilità economica dell'UEM. Non ci potrebbe essere migliore incentivo per politiche fiscali nazionali senza limiti, rispetto alla convinzione che la BCE e le altre istituzioni europee farebbero tutto quanto in loro potere per preservare l'Euro, incluso il salvataggio di Stati in fallimento. Citando Bagus (2010, p. 108) "La tragedia dell'Euro è l'incentivo a sostenere un aumento del disavanzo, emettere titoli di stato, e trasferire il peso di irresponsabili politiche a tutto l'Eurogruppo, sotto forma di riduzione del potere d'acquisto dell'Euro".

Si sono (non a caso) riscontrate, negli ultimi anni, due tendenze significative. In primo luogo, i paesi membri regolarmente violano i termini dell'accordo base dell'Euro. In secondo luogo, si promuovono salvataggi sovranazionali dei singoli paesi, per il bene del progetto complessivo. L'intervento finale nel caso della Grecia attraverso l'*European Financial Stability Facility* (EFSF di cui si dirà in seguito) non è che l'esempio più lampante. Si sono anche manifestati diversi esempi di politiche che sono nella sostanza dei salvataggi (si veda Bagus 2004): prestiti a tasso agevolato alle banche da parte della BCE, BCE che acquista obbligazioni sovrane (se indiretto), esenzione pubblica da *haircut*⁵ nella ristrutturazione del debito greco (il che ricorda l'interdipendenza tra banca centrale e stato sovrano). Tutti questi esempi fanno pensare ad una implicita imposta inflazionistica sui paesi EMU, connessa a tassi di interesse artificiosamente e deliberatamente bassi.

3.3 La nuova governance economica

La crisi economica e finanziaria ha evidenziato una serie di carenze nella *governance* economica dell'Unione economica e monetaria dell'UE, soprattutto in termini di crescita economica equilibrata e creazione di posti di lavoro. L'economia europea è caratterizzata da una duplice tipologia di disparità. Da un lato, si sta assistendo alla ripresa dei mercati finanziari dopo i tumulti della crisi globale, a fronte della

⁵ Il termine *haircut* identifica la decurtazione del valore nominale di un titolo. In questo specifico caso, si fa riferimento ai titoli emessi dal governo di Atene. Quando l'investitore-obbligazionista si trova a riscuotere il titolo alla scadenza, in base all'*haircut* decurtata una certa percentuale del valore nominale indicato sul titolo obbligazionario. Tale percentuale, nel Ecofin del 21 luglio 2012 era stata indicata al 21%.

quale l'economia reale rimane però debole. Dall'altro lato, i differenziali di crescita tra gli Stati membri sono tuttora considerevoli: le esigenze esterne ed interne di riequilibrio che li connotano sono molto differenziate, analogamente accade per il mercato del lavoro, come anche per le disomogenee competitività esportativa (Commission Staff Working Document, European Economic Forecast, Winter 2013, pp. 8-9).

Partendo dal riconoscimento di queste forti divergenze, sono state adottate recentemente diverse decisioni, con corrispondenti specifici strumenti e misure, volte a rafforzare il coordinamento economico e di bilancio di tutta l'Unione e della zona EMU in particolare.

Dal 13 dicembre 2011 sono entrate in vigore alcune regole di governance economica volte a garantire la massima sorveglianza delle politiche economiche e fiscali. Quattro sono i pilastri fondamentali su cui si fonda la nuova governance.

In primo luogo, assume rilevanza l'attività di prevenzione, perseguita attraverso sia un rafforzato SGP, sia un accentuato coordinamento fiscale. Gli Stati membri sono impegnati a compiere progressi significativi per il raggiungimento degli obiettivi di bilancio a medio termine (*medium term budgetary objective*, MTO) ed il relativo equilibrio. Il perseguimento degli OMT è assicurato attraverso una valutazione costante non solo del saldo di bilancio strutturale, ma anche di ulteriori parametri di riferimento (benchmark) per la spesa. La penalità per i paesi non conformi è data da un deposito fruttifero pari allo 0,2% del PIL.

Secondo pilastro riguarda il potenziamento dell'azione correttiva, sempre grazie ad un SGP rinforzato. L'avvio di una procedura per eccesso di deficit (*excessive deficit procedure*, EDP) ora può scattare a seguito di aspetti legati sia al debito pubblico, sia al deficit pubblico. Gli Stati membri con un debito superiore al 60% del PIL dovrebbero ridurre il loro debito secondo un benchmark di riferimento (numerico). Le sanzioni comminate, di tipo finanziario e progressive, scattano in modo immediato rispetto all'avvio della EDP. La costituzione di un deposito non fruttifero pari allo 0,2% del PIL può essere richiesta allo Stato membro sotto procedura. Qualora poi lo Stato non fosse in grado di soddisfare le raccomandazioni della UE, scatterebbe una sanzione finanziaria.

Terzo pilastro è connesso alla qualità dei documenti contabili nazionali e degli strumenti di programmazione adottati. Requisiti minimi di qualità sono stati definiti per i bilanci nazionali. Tali standard debbono estendersi a tutti i livelli dell'amministrazione pubblica. Inoltre, è richiesto che la procedura di pianificazione fiscale nazionale adotti una logica pluriennale, in modo da assicurare il raggiungimento degli obiettivi connessi all'OMT.

Ultimo pilastro della governance riguarda la prevenzione e la correzione degli squilibri connessi alla sfera macroeconomica ed alla competitività. La nuova procedura per gli squilibri macroeconomici (*new Macroeconomic Imbalance Procedure*, MIP) amplia il quadro di governance economica dell'UE andando ad includere negli ambiti della sorveglianza anche i trend macroeconomici. L'obiettivo del MIP è quello di identificare i rischi potenziali sin nella loro fase iniziale, in modo da evitare che si degeneri in squilibri pericolosi e siano tempestivamente corrette le situazioni critiche già in atto connesse a squilibri macroeconomici. Si veda la tabella 2, per una sintetica descrizione degli strumenti connessi al MIP.

Come si può percepire, la nuova procedura MIP adotta un approccio graduale che riflette la gravità degli squilibri e può portare all'imposizione di sanzioni agli Stati membri della zona euro. Tali sanzioni sono dinamicamente adeguate alla eventuale e ripetuta non rispondenza, da parte degli Stati membri, agli obblighi assunti.

Table 2. Prevenzione e correzione degli squilibri macroeconomici: la procedura MIP

Sistema di allarme preventivo - <i>Early warning system</i>	Il sistema di allarme preventivo si basa su un cruscotto di dieci indicatori, che tendono a monitorare le principali fonti di squilibrio macroeconomico e le relative soglie critiche volte a rilevare potenziali squilibri. Il cruscotto e le soglie non vengono applicate meccanicamente e sono corredate da una lettura economica qualitativa. Il cruscotto dovrebbe consentire di svolgere analisi approfondite, tese a verificare se gli squilibri che emergono dal sistema "early warning" sono o meno critici.
Azioni preventive e correttive	La Commissione ed il Consiglio possono redigere, in una fase ancora preventiva rispetto all'aggravarsi degli squilibri, delle Raccomandazioni di prevenzione, secondo quanto previsto dall'articolo 121.2 del Trattato. Nei casi più gravi, è possibile procedere con una azione correttiva e l'avvio di una procedura per squilibri eccessivi

	(<i>Excessive Imbalance Procedure</i> , EIP). In caso di squilibri gravi, lo Stato membro coinvolto è tenuto a presentare un piano d'azione correttivo con una chiara tabella di marcia e scadenze chiare e formalizzate per l'attuazione delle misure correttive. Report specifici inviati alla Commissione dallo Stato membro sono richiesti per attuare un costante monitoraggio.
Enforcement - Imposizione	L'enforcement è basato su una linea di azioni correttive, articolata in due fasi: <ul style="list-style-type: none"> • a fronte della mancata realizzazione delle azioni di correzione, può essere imposta l'apertura di deposito fruttifero; • dopo un secondo fallimento riscontrato nelle azioni di correzione, il deposito fruttifero può essere convertito in una sanzione pecuniaria (fino allo 0,1% del PIL).

3.4 I nuovi strumenti di supporto finanziario degli Stati Membri

Per garantire la stabilità finanziaria della Unione Europea e dell'UME è stato istituito un pacchetto di misure di stabilizzazione, finalizzate a sostenere finanziariamente gli Stati membri in difficoltà. Si tratta di meccanismi di assistenza finanziaria connessi alla situazione macroeconomica. Una grande attenzione è stata posta alla sostenibilità del debito ed alla necessità di misure di *enforcement* più efficaci. La strategia chiave che si intende perseguire è quella della prevenzione, in modo tale da ridurre sensibilmente la probabilità di una nuova crisi futura.

Nel maggio del 2010, nel pieno della crisi globale ed in presenza di gravi tensioni nei mercati del debito sovrano, è stato avviato un sistema di stabilizzazione basato su:

- il meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (*European Financial Stabilization Mechanism*, EFSM);
- il Fondo europeo di stabilità finanziaria (*European Financial Stability Facility*, EFSF).

Ad integrazione del nuovo quadro di sorveglianza economica rafforzata, nel mese di ottobre 2012 è stato introdotto il meccanismo europeo di stabilità (*European Stability Mechanism*, ESM), come meccanismo di sostegno primario per gli Stati membri della zona euro.

In aggiunta a queste misure, la rete di "sicurezza" a salvaguardia della stabilità dell'area euro è completata dai finanziamenti del Fondo monetario internazionale (FMI) ed dagli acquisti di debito sovrano sul mercato secondario da parte della BCE.

3.4.1 Il meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (EFSM)

L'EFSM fornisce assistenza finanziaria agli Stati membri in difficoltà. La Commissione può prendere in prestito fino ad un totale di € 60 miliardi sui mercati finanziari, per conto dell'Unione, sotto una implicita garanzia di bilancio dell'UE stessa. La Commissione presta poi il ricavato allo Stato membro beneficiario. Questo particolare meccanismo assicura che non vi sia alcun costo per il servizio del debito a carico dell'Unione. Gli interessi ed il capitale da restituire sono corrisposti dallo Stato membro beneficiario, attraverso la Commissione. Quest'ultima garantisce il buon esito dell'operazione.

L'EFSM è attivabile solo a fronte di una richiesta di assistenza finanziaria effettuata dallo Stato membro interessato ed a fronte dell'approvazione da parte della Commissione, in coordinamento con la BCE, di un programma di aggiustamento dei fondamentali macroeconomici.

L'8 ottobre 2012, un nuovo meccanismo di crisi permanente, il meccanismo europeo di stabilità (ESM), è stato avviato, prendendo spunto dalle caratteristiche principali dell'EFSF esistente. L'ESM, come verrà di seguito spiegato, completa il nuovo quadro di sorveglianza economica rafforzata. Questo nuovo sistema di interventi si caratterizza per una maggiore attenzione per la sostenibilità del debito e misure di *enforcement* più efficaci; si concentra sulla prevenzione e sulla necessità di riduzione sostanziale della probabilità di nuove crisi future.

3.4.2 *European Financial Stability Facility* (EFSF)

L'EFSF è una società per azioni di diritto lussemburghese istituita il 7 giugno 2010, nell'ambito del pacchetto di misure varato nel maggio 2010. Oggetto della società è fornire assistenza finanziaria a titolo

temporaneo, limitatamente al periodo fino al 30 giugno 2013. Ovviamente l'EFSF continuerà a gestire tutti gli impegni assunti fino a quella data, anche successivamente.

Il supporto finanziario offerto dall'EFSF è condizionato. Gli Stati membri ottengono finanziamenti attraverso un processo di raccolta realizzato direttamente dall'EFSF. Quest'ultimo emette obbligazioni o altri strumenti di debito sui mercati finanziari, assistiti da garanzie degli Stati membri azionisti. L'erogazione del finanziamento agli Stati può essere poi realizzata attraverso molteplici strumenti, tra cui prestiti ai governi, anche ai fini della ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie, nonché interventi sui mercati del debito primari e secondari. Dal 26 ottobre 2011 la capacità del EFSF è stata potenziata attraverso due meccanismi aggiuntivi di finanziamento: la protezione parziale del rischio sovrano e il fondo di co-investimento. Nel primo caso, si tratta di un certificato di protezione parziale, ossia limitata al 20-30% della quota capitale, rilasciato a supporto delle obbligazioni di nuova emissione di uno Stato membro. Il fondo di co-investimento, invece, consente l'utilizzo combinato di finanziamenti pubblici e privati, per l'acquisto di obbligazioni sui mercati primari o secondari per conto di uno Stato membro beneficiario.

Rispetto alla temporaneità dell'EFSF, il meccanismo europeo di stabilità (ESM) garantirà in via permanente il sostegno alla stabilità degli Stati membri dell'Area dell'Euro.

3.4.3 Il Meccanismo Europeo di Stabilità (ESM)

L'ESM è un'organizzazione intergovernativa permanente, sottoposta al diritto internazionale, creata con il Trattato del 2 febbraio 2012. Esso costituisce il meccanismo di supporto primario alla stabilità finanziaria dell'EMU, a favore degli Stati membri della zona euro che si trovino in una condizione di difficoltà finanziaria grave.

Sul piano tecnico, l'ESM può emettere obbligazioni o altri titoli di debito sui mercati finanziari per raccogliere capitali. Il supporto del ESM è attivato, dagli Stati membri, mediante richiesta diretta al Presidente del board dell'ESM ed è subordinato alle condizioni specifiche previste dallo strumento di supporto prescelto. Al riguardo, gli strumenti inizialmente utilizzabili dall'ESM sono stati definiti in continuità con quanto previsto per l'EFSF. Di conseguenza, l'istituzione può operare attraverso: prestiti ad uno Stato membro, anche ai fini della ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie; interventi sui mercati del debito primario e secondario; ecc...

I vantaggi apportati dall'ESM nel quadro della rete di assistenza e supporto alla stabilità dell'Unione riguardano sia la struttura dell'ente (con un capitale più solido e una governance rafforzata), sia l'efficacia dell'azione. Quest'ultima risulta più rapida, decisa e al riparo dagli effetti della volatilità dei giudizi di rating sugli Stati membri.

4. I possibili scenari futuri

Il nuovo sistema di governance europea e la rete di protezione e tutela della stabilità dell'EMU, appena esaminati sono quotidianamente messi alla prova dai mercati. L'efficacia del nuovo assetto dipenderà molto dalle scelte o non scelte dei singoli Paesi membri.

La crisi dell'Euro è ancora in corso ed i leader europei, cancelliere tedesco Angela Merkel e governatore della BCE Mario Draghi in primis, si trovano in una situazione particolarmente critica. Riassumendo brevemente: la Grecia è insolvente e sta violando i termini e le condizioni posti nei vari interventi di salvataggio realizzati, con altri paesi che seguono a ruota. Francia e Italia, per quanto relativamente solide, sono fortemente indebitate e alle prese con uno stato delle finanze pubbliche in grande difficoltà. A questo, per l'Italia si aggiungono l'instabilità e l'incertezza del quadro politico. In termini istituzionali più ampi, la interdipendenza banca-stato sovrano continua, insieme all'interdipendenza centro-periferia; una caotica "Grexit" o rottura dell'Euro porterebbe per tutti conseguenze dai costi inimmaginabili. Alla BCE è proibito, da statuto, impegnarsi in finanziamenti del debito, anche se indirettamente ha fornito prestiti a tasso agevolato alle banche e acquistati titoli di stato. Al contempo, l'EMU se da un lato respinge ufficialmente situazioni di "mutualizzazione" del debito, dall'altra parte ha approvato vari salvataggi, e adottato tassi di interesse inflazionistici. Infine, l'elettorato tedesco è stanco degli interventi di salvataggio della Grecia. Quest'ultima, a peggiorare le cose, appare

non gradire quello che viene percepito come un “tutoraggio” tedesco. Peraltro, la politica è troppo volatile in Grecia per perseguire una severa disciplina di bilancio, realizzare riforme, e puntare al recupero.

La situazione appare quasi insostenibile e il grosso rischio che incombe all’orizzonte riguarda una qualche forma di rottura disordinata e caotica, che potrebbe coincidere con una unilaterale “Grexit” dall’euro, o - cosa ancora più probabile - un ulteriore collasso greco, con una fuga dall’Euro, ed un conseguente contagio.

Per evitare il caos, che si genererebbe soprattutto in ipotesi di disordinata e non pianificata disgregazione dell’Euro, i protagonisti della politica Europea (di nuovo, in particolare Merkel e Draghi) sembrano avere di fronte tre opzioni: (1) terminare l’esperienza Euro immediatamente, tout court; (2) dividere l’Euro (attraverso una “Grexit”, o la formazione di due Eurozone); (3) continuare con la situazione attuale, ma con più forti e concrete azioni di salvaguardia della politica fiscale sovranazionali.

Provando a ragionare su quale delle tre ipotesi sia più probabile, sicuramente la fine totale l’Euro è quella meno verosimile. L’Euro è stato, ed è, al suo interno, un progetto politico di integrazione europea. Al di là del peso economico e dei costi di transazione di una eventuale disintegrazione, la fine dell’Euro sarebbe un fallimento troppo oneroso e imbarazzante per la politica. Sarebbe una rottura brusca in 60 anni di slancio verso l’integrazione europea. Non c’è da meravigliarsi se il Governatore Mario Draghi abbia recentemente affermato che “all’interno del nostro mandato, la BCE è pronta a fare tutto il necessario per preservare l’Euro”. L’Euro è “irreversibile”, secondo Draghi (The Economist, 14 agosto 2012). E’ improbabile che i politici chiave dell’Europa intenzionalmente propendano per uno scioglimento dell’euro; faranno piuttosto tutto ciò che è in loro potere per evitare una disordinata, accidentale rottura.

Rimangono, allora, le altre due opzioni. Entrambe hanno costi elevati, entrambe non sono gradite alla Germania (si veda, al riguardo, il delizioso e divertente promemoria per Angela Merkel su “*Breaking up the euro area*” apparso su The Economist, il 14 agosto 2012).

La UEM potrebbe espellere la Grecia e, in futuro, altri paesi insolventi che non riformassero le loro finanze pubbliche, o non aderissero alle condizioni di salvataggio. Ciò permetterebbe di evitare il costo di ulteriori salvataggi, tanto più che il governo greco ha perso ogni credibilità, e l’elettorato tedesco è insofferente verso ipotesi ulteriori di intervento verso i vicini irresponsabili del sud Europa. Ma il costo di una rottura sarebbe elevato: dalla stampa di nuova moneta, all’offerta di aiuti/pacchetti di stabilizzazione, alla possibilità di una corsa agli sportelli. Ciò porterebbe ad un contagio nell’EMU - per non parlare dei costi a livello politico. L’opzione appare probabilmente allettante alla Merkel, ed alla BCE, per porre un fine alle proprie perdite.

Terminare l’Euro, espellendo la Grecia, o creare due Eurozone entro l’Euro potrebbero essere soluzioni ottimali nel lungo termine, dato che i tedeschi e gli altri paesi più “virtuosi” sono stanchi di sprecare “buona” moneta per salvarne una cattiva. In entrambi i casi, tuttavia, si tratterebbe di una evitante e costosa ammissione di sconfitta politica.

La terza opzione, volta ad una rinnovata EMU, sembra molto più probabile. Un sistema monetario modificato dovrebbe probabilmente prevedere misure di garanzia forti, come una incisiva e netta revione da parte della Commissione europea dei bilanci nazionali (un SGP ancora più forte, con pene reali a cui sia data effettiva esecuzione), una crescente “armonizzazione” (con la centralizzazione del potere verso le istituzioni dell’Unione europea), mutualizzazione del debito, salvataggi ulteriori, ma con vere e stringenti condizioni. Questo è, infatti, ciò che è stato proposto e realizzato nel corso degli ultimi due anni, con l’EMU e la UE che si muovono lentamente verso maggiori poteri dell’Unione stessa e, verso, probabilmente una Unione fiscale europea.

Conclusioni

E’ impossibile fare previsioni circa le dinamiche della politica, l’evolversi dei delicati equilibri mossi da interessi particolari, come quelli dell’elettorato Tedesco o della BCE, le preferenze e le capacità dei singoli politici, il comportamento della Grecia, i mercati finanziari, la burocrazia europea, ecc. . .

Le cose non possono continuare così come sono, sul piano sia economico sia istituzionale. Questo è certo. E’ anche improbabile che qualche politico, a partire da Angela Merkel, voglia essere associato con

la rottura (in particolare se accidentale e disorganizzata) dell'Euro, tanto più se tale fallimento politico può essere evitato o, almeno, rinviato a dopo la prossime elezioni.

Quello a cui si sta assistendo sembra rispondere ad un movimento verso un'Unione europea fiscale. Si pensi soprattutto al riesame della Commissione europea dei bilanci nazionali ed al frequente ricorso alla mutualizzazione del debito, pure se non ufficialmente per ora.

Questa tendenza ha senso per due motivi. In primo luogo, è coerente con la tendenza della UE a spingere velatamente per un progressivo federalismo, a fronte di una maggiore concentrazione di potere a Bruxelles. L'UE sta alimentando la sua transizione da semplice unione doganale ad un apparato regolamentare di pianificazione economica centralizzata. Al riguardo, viene alla mente però il monito lungimirante di Wilhelm Roepke secondo cui, in ogni proposta Unione europea, il più alto livello di inflazione in qualsiasi paese membro sarà adottato dagli altri con le più lunghe ferie pagate (tema dell'occupazione, dunque ndr) e "le più grandi misure di intervento o di pianificazione" (Roepke, 1964).

In secondo luogo, la teoria e la storia delle unioni monetarie prevedono che un'unione monetaria è improbabile che sopravviva senza un'unione fiscale di supporto, a causa del rischio di *moral hazard*, salvo che un impegno credibile ed affidabile sia in qualche modo ottenuto. Non è sorprendente che 37 su 49 unioni monetarie abbiano restrizioni fiscali reali e forti, mentre le altre si affidino a costituzioni, tradizione e altri "custodi" efficaci (Hagen e Eichengreen 1996).

Come nota collaterale, ci si deve chiedere se i fautori di Maastricht fossero davvero ingenui o se sapessero bene che: (a) non avrebbero potuto ottenere il federalismo fiscale immediatamente, non essendo politicamente pronta la UE; (b) una unione monetaria senza unione fiscale è destinata a fallire, per via del rischio di *moral hazard* e perché l'EMU non era un OCA. Di conseguenza, essi forse ben sapevano che l'unione fiscale sarebbe stata richiesta in quanto impescindibile nel momento in cui l'unione monetaria sarebbe inevitabilmente andata verso il fallimento. Si sarebbe dunque ottenuta, come sempre, attraverso il federalismo perseguito dalla UE. Il Rapporto Delors, che ha aperto la strada per Maastricht, ha effettivamente previsto che "la sola politica monetaria [era] insufficiente". Questa affermazione è sicuramente coerente con il percorso di espansione europea e della relativa evoluzione "strisciante" che è manifestato sin dall'inizio.

Come economisti, rimaniamo sostenitori dello primo step della EU, verso la riduzione delle barriere commerciali. Restiamo scettici sulla seconda fase, data la crescita dell'apparato burocratico in cui l'EMU si è purtroppo invischiata, a causa della regolamentazione e pianificazione centrale.

La concorrenza valutaria rimane l'istituzione monetaria ottimale: i banchieri centrali, in generale, non hanno le conoscenze necessarie e gli incentivi per evitare i danni della pianificazione centrale. Tale problema è aggravato dai particolari di *public choice* della BCE. Tuttavia, la teoria di Mises delle dinamiche di intervento (Mises 1949; Lavoie 1982), insieme con i fatti evidenti della crisi dell'EMU, indicano che una maggiore regolamentazione può talvolta essere meglio di una minore regolamentazione. In sostanza, la migliore soluzione dopo la concorrenza non è una unione monetaria moderatamente dirigista, in quanto tale sistema avrà esito negativo, data la mancanza di vincoli credibili. Al contrario, un sistema più interventista, con una unione monetaria supportata da un'unione fiscale, sembra essere più desiderabile - ancora una volta, come *second best* - nel caso europeo.

REFERENCES

- Bagus, P. (2010), *The Tragedy of The Euro*, Auburn, AL: Ludwig von Mises Institute
- Boettke, P. and D. Smith (2011), *Monetary Policy and the Quest for Robust Political Economy*, GMU Working Paper in Economics No. 11-08
- Chadri, V. and P. Kehoe (2008), Time Inconsistency and Free-Riding in a Monetary Union, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 40, No. 7, 1329-1355
- Collignon, S. (2007), *The Three Sources of Legitimacy for European Fiscal Policy*, in *International Political Science Review*, Vol. 28, No. 2, 155-184
- Darvas, Z., J. Pisani-Ferry, and A. Sapir, (2011), *A comprehensive approach to the Euro-area debt crisis*, in *Bruegel Policy Brief*, Issue 2011/02, February 2011
- de Jasay, A. (2003a), *A Tadpole Constitution, Part I: How Confederacy Could Turn into a Federal Superstate*, Library of Economics and Liberty, www.econlib.org.
- de Jasay, A. (2003b), *A Tadpole Constitution, Part II: Majority Rule by Any Other Name*, Library of Economics and Liberty, www.econlib.org.
- DeGrauwe, P. (1996), *The economics of convergence: Towards monetary union in Europe*, in *Review of World Economics*, Volume 132, Number 1 (1996), 1-27
- Delors, J. et al. (1989), *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*
- Eichengreen, B. (1993), European Monetary Unification, *Journal of Economic Literature*, Vol. 31, No. 3, Sep., 1993
- European Central Bank, The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks (Edition 2011)
http://www.ecb.int/pub/pdf/other/escb_web_2011en.pdf?dff2e17ba891f532364c2a4ec989793f
- European Central Bank, The implementation of monetary policy in the euro area: General Documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures,
<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc201109en.pdf?955b1bf17dc00c538c036cd1c394f47e>
- European Central Bank, *The international role of the euro*, <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role201207en.pdf?1569a2cab26d9c464ac68ad0d9d2562c>
- European Central Bank, The monetary policy of the ECB (Third edition, May 2011),
<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf?813396fc471bd1835ec67ebc7dd4ecb1>
- European Commission, COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, European Economic Forecast, Winter 2013 (ec.europa.eu/economy_finance/publications)
- European Commission, Quarterly report on the euro area, 4 December 2012, Brussels,
http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/qr_euro_area/2012/pdf/qrea4_en.pdf
- European Constitutional Group (2004), *The constitutional proposal of the European Convention: an appraisal and explanation*, in *Journal of the Institute of Economic Affairs*, Volume 24, No. 1, March 2004, 22.
- Feldstein, M. (1997), The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, No. 4 (Autumn, 1997), pp. 23-42
- Furrutter, M. (2012), *The Eurozone: An Optimal Currency Area?*, IFIER Paper, 2/2012,
- Hardin, G. (1968), *The Tragedy of the Commons*, *Science* 162 (3859): 1243–1248.
doi:10.1126/science.162.3859.1243
- Hayek, F.A. (2008), *Denationalisation of Money: The Argument Refined (And Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Theories)*, London: Institute for Economic Affairs
igeeuropeanresearch.files.wordpress.com/.../paper_ifier_martina_fuerrutter_feb2012.pdf
- Krugman, P., M. Obstfeld, and M. Melitz (2012), *International Economics: Theory and Policy*, 9th edition, Boston: Pearson.
- Lavoie, D. (1982), *The Development of the Misesian Theory of Interventionism*, Kirzner, I. (eds), *Method, Process, and Austrian Economics, Essays in Honor of Ludwig von Mises*, Lexington, Massachusetts: Lexington Books, D.C. Heath and Company, 169–83.
- Mises, L. (1949), *Human Action: A Treatise on Economics*, Auburn, AL: Ludwig von Mises Institute

- Mises, L. (1949), *Human action: a treatise on economics*, London: William Hodge.
- Mises, L. (1979), *Economic Policy: Thoughts for Today and for Tomorrow*, Irvington-on-Hudson: Foundation for Economic Education
- Mundell, R. (1961), *A Theory of Optimum Currency Areas*, in *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4 (Sep., 1961), pp. 657-665
- Petroni, A., 2004. *Perspectives for Freedom of Choice in Bioethics and Health Care in Europe*. Paper prepared for Liberty Fund, January 2004.
- Pisani-Ferry, J. (2012), *The Euro crisis and the new impossible trinity*, in *Bruegel Policy Contribution*, Issue 2012/01, January 2012.
- Roepke, W., *European Economic Integration and its Problems*, in *Modern Age*, Summer 1964
- Salin, P. (1990), *The Choice of Currency in a Single European Market*, in *Cato Journal*, Vol. 10, No. 2, (Fall 1990)
- Savage, J. and A. Verdun (2007), *Reforming Europe's Stability and Growth Pact: Lessons from the American Experience in Macrobudgeting*, in *Review of International Political Economy*, 14:5, December 2007, 842-867
- Schwartz, P. (2004), *The Euro as Politics*, London: Institute of Economic Affairs
- Sidjanski, D. (2000). *The federal future of Europe: from the European community to the European Union* (University of Michigan, Trans.). Ann Arbor, Michigan: University of Michigan Press.
- Vaubel, R. (2004), *The Future of the Euro: A Public Choice Approach*, in *Cato Journal*, Vol. 24, Nos. 1-2 (Spring/Summer 2004)
- Von Hagen, J. and B. Eichengreen (1996), *Federalism, Fiscal Restraints, and European Monetary Union*, in *American Economic Review*, Papers and Proceedings
- Wenzel, N. (2007), *Ideology, Constitutional Culture, and Institutional Change: the EU Constitution as Reflection of Europe's Emergent Postmodernism*, in *Romanian Economic and Business Review*, Vol. 2, No. 3