

L'EURO E LE IMPLICAZIONI DI POLITICA ECONOMICA NELL'UNIONE MONETARIA EUROPEA

1. Premessa

In queste pagine, per evidenti esigenze di brevità, sono contenuti in sintesi alcuni aggiornamenti indispensabili al volume “*Aspetti e problemi di economia internazionale monetaria*” (ed. CEDAM, 1997). Inevitabilmente, tali aggiornamenti si riferiscono alla successiva entrata in vigore (il 1° gennaio 1999) dell'Unione Economica e Monetaria Europea (UEM), con particolare riferimento alle principali implicazioni connesse con l'introduzione della moneta unica europea e con le conseguenti modifiche nella gestione della politica economica a livello comunitario e per i singoli Paesi aderenti.

Com'è noto, con l'introduzione dell'euro, si è completato il lungo processo di unificazione monetaria che ha condotto alla nascita dell'UEM. Inizialmente, solo 11 Paesi dell'Unione Europea (UE) sono entrati a far parte dell'UEM (quelli che erano riusciti a soddisfare i criteri di convergenza previsti nell'art. 109 del Trattato di Maastricht¹). Fra i primi Paesi ammessi alla zona euro figurano, oltre ai 6 originari Stati fondatori della CEE (Belgio, Francia, Germania², Italia, Lussemburgo e Olanda), altri 5 Paesi (Irlanda, Spagna, Portogallo, Austria e Finlandia), ai quali si sono successivamente aggiunti la Grecia (nel 2001), la Slovenia (nel 2007), Cipro e Malta (nel 2008). Per questi Paesi dell'Unione Europea, partecipanti anche all'UEM, risultano pertanto ormai fissati (in modo irrevocabile) i tassi di conversione tra le rispettive vecchie valute nazionali e la nuova moneta unica adottata: l'euro³.

2. Il tasso di cambio e le sue variazioni. Cosa “cambia” con l'euro

Chiaramente, al di là degli esempi numerici (non riferiti all'euro), concettualmente resta valida la preesistente analisi teorica relativa al tasso di cambio ed ai possibili effetti delle sue variazioni.

Consideriamo, ad esempio, due monete diverse: quella nazionale e una valuta estera. Il tasso di cambio (*bilaterale*) fra le due monete si può definire come il rapporto al quale la valuta nazionale si scambia con quella straniera⁴. Il tasso di cambio è quindi un prezzo (il prezzo di una delle due monete in termini dell'altra) e può essere pertanto espresso in 2 modi alternativi, indicando cioè l'ammontare di valuta estera corrispondente ad una unità di moneta nazionale (esempio: 1 € = 1,35 dollari USA) oppure, al contrario, indicando il controvalore di una unità di divisa estera in termini di una quantità variabile di moneta nazionale (esempio: 1 \$ = 1400 vecchie lire italiane).

Si parla di quotazione *certo per incerto* quando si usa come unità monetaria di riferimento quella nazionale, cosicché il prezzo di una unità (un quantitativo perciò *certo*) di moneta nazionale risulta espresso in termini di un ammontare *incerto*, in quanto variabile, di valuta estera (come nel tasso di cambio €/ \$). Viceversa, nella cosiddetta quotazione *incerto per certo* il tasso di cambio viene espresso in termini di un quantitativo variabile (e quindi *incerto*) di moneta nazionale contro una unità (e cioè un ammontare fisso e dunque *certo*) di moneta estera. E' il caso, ad esempio, del tasso di cambio della vecchia lira italiana contro il dollaro. Con l'introduzione dell'euro, si è così passati dalla quotazione *incerto per certo* del precedente tasso di cambio lira/dollaro alla quotazione *certo per incerto* del tasso di cambio euro /dollaro.

Qualunque sia il criterio di quotazione adottato, si parla di *svalutazione* della moneta nazionale (e di *rivalutazione* del dollaro) quando la nostra valuta (sia essa la lira italiana o l'euro) perde valore nei confronti del dollaro. Ciò avveniva, ad esempio, quando il tasso di cambio £ / \$ passava da 1 \$ = 1400 lire a 1 \$ = 1450 lire, così come quando il tasso di cambio €/ \$ varia, ad esempio, da 1 € = 1,30 \$ a 1 € = 1,20 \$. In tutte e due le situazioni è chiaramente rilevabile un deprezzamento della nostra moneta nei confronti del dollaro, occorrendo (nel 1° caso) un maggiore esborso in lire per acquistare 1 dollaro e diminuendo (nel 2° caso) il controvalore in dollari di 1 euro. Evidentemente, anche se formalmente (a causa dell'opposto criterio di quotazione) il tasso di cambio mostra di muoversi nel 1° caso in aumento e nell'altro in diminuzione, sostanzialmente in entrambi i casi il risultato è un minor valore, un deprezzamento (e quindi una

¹ I criteri di convergenza del Trattato di Maastricht (1992) sono illustrati nel paragrafo 11.5.6 del volume suindicato.

² Con la precisazione però che notoriamente solo la ex Germania Federale faceva parte dell'originaria “CEE a 6”.

³ Sulla base di tali tassi di conversione irrevocabili, 1 euro è stato fissato pari a: 6,55957 franchi francesi; 1,95583 marchi tedeschi; 1936,27 lire italiane; 40,3399 franchi belgi; 2,20371 fiorini olandesi; 40,3399 franchi lussemburghesi; 0,787564 sterline irlandesi; 166,386 pesete spagnole; 200,482 scudi portoghesi; 13,7603 scellini austriaci; 5,94573 marchi finlandesi; 340,750 dracme greche; 239,64 talleri sloveni. Per quanto riguarda invece i Paesi dell'UE che non fanno parte dell'UEM, le loro monete sono legate all'euro nel meccanismo di cambio dello SME II.

⁴ A differenza del tasso di cambio *bilaterale* (fra la valuta considerata e una sola moneta straniera), quando si parla di tasso di cambio *effettivo*, ci si riferisce al tasso di cambio medio ponderato di una data moneta nei confronti delle più rilevanti divise estere. Di solito, il calcolo della media ponderata si basa sul diverso peso dei Paesi considerati in termini di esportazioni e di importazioni.

svalutazione) della moneta nazionale nei confronti del dollaro, che risulta pertanto apprezzato (e cioè *rivalutato*) nei confronti della valuta nazionale.

Nonostante il diverso criterio di quotazione dell'euro, è pertanto evidente che concettualmente resta senz'altro valida la precedente analisi teorica relativa agli effetti di una variazione del tasso di cambio (nel senso sia di una *svalutazione* che di una *rivalutazione* della moneta nazionale rispetto a quella estera) ai fini dell'aggiustamento della Bilancia dei Pagamenti. In particolare, rimane valida tutta l'analisi teorica relativa al tanto discusso impatto positivo di una svalutazione sulla bilancia commerciale (attraverso i possibili effetti sulla competitività-prezzo e/o sui profitti delle imprese esportatrici nonché sui costi delle importazioni). Di per sé, tale analisi è tuttora sicuramente importante, in quanto applicabile anche ai possibili effetti di una svalutazione dell'euro. Inoltre, dal momento che l'adesione all'UEM ha comportato e comporta, per gli Stati partecipanti, la rinuncia ad autonomi interventi nel mercato dei cambi, è evidente che non solo (in generale) l'analisi teorica degli effetti della svalutazione ma anche i risultati delle verifiche empiriche effettuate al riguardo (con particolare riferimento alla passata esperienza italiana ai tempi della vecchia lira) possono essere molto utili per aiutarci a comprendere e a valutare meglio che cosa si è "perso" con tale rinuncia.

3. Costi e benefici di una Unione Monetaria

In generale, i costi e i benefici di una unione monetaria sono stati molto analizzati a partire dalla cosiddetta teoria delle "aree monetarie ottimali"⁵. Rinviando i lettori interessati alla letteratura sull'argomento⁶, ci limitiamo a rilevare fra i vantaggi diretti e immediati, derivanti dall'adozione di una moneta comune, quelli relativi: *a*) alla maggiore visibilità e trasparenza nel confronto fra i prezzi praticati sul mercato interno e sui mercati degli altri Stati che adottano la stessa moneta; *b*) all'eliminazione, all'interno dell'area monetaria, del rischio di fluttuazione del tasso di cambio nonché dei costi connessi alle commissioni bancarie richieste per cambiare una valuta con un'altra.

L'eliminazione dell'incertezza sul futuro andamento del tasso di cambio non può che favorire gli scambi commerciali fra i Paesi che fanno parte dell'unione monetaria. Più difficile è stabilire a priori a quali condizioni e fino a qual punto può risultarne favorita anche la crescita.

Non c'è dubbio che l'adesione ad una unione monetaria implica nei Paesi interessati una delicata fase iniziale di "rodaggio" nel passaggio dalla vecchia moneta nazionale alla moneta unica. In tale periodo, data la totale assenza (o quasi) di "familiarità" con la nuova moneta, è essenziale che le autorità nazionali competenti usino molta diligenza nell'adottare tutte le precauzioni possibili e nel porre in essere severi controlli al fine di evitare che alcuni soggetti, approfittando della confusione legata alla carente percezione dell'effettivo valore delle nuove banconote in circolazione, possano riuscire nell'intento di fare lievitare i prezzi a proprio favore. Ed è infatti proprio questo il caso della consistente inflazione *da euro*, realizzatasi in Italia a seguito dell'introduzione della nuova moneta⁷ e che si è inevitabilmente tradotta in una fortissima sperequazione sociale, avendo palesemente avvantaggiato alcune categorie di soggetti (quali i commercianti

⁵ R.Mundell, "A Theory of Optimal Currency Areas", *American Economic Review*, n. 51, 1961; R.McKinnon, "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, n. 53, 1963; P.Kenen, "The Theory of Optimum Currency Areas" in R.Mundell- A.Swoboda (ed.), "Monetary Problems of the International Economy", Chicago University Press, 1969. Per una rassegna di tali analisi, cfr. E.Tower- T.Willet, "The Theory of Optimum Currency Areas and Exchange Rate Flexibility", *Special Papers in International Finance*, Princeton University, 1976.

⁶ D.Gros- N.Thygesen, "European Monetary Integration", London, Logman, 1992; G.Tavlas, "The New Theory of Optimum Currency Areas", *World Economy*, November 1993; R.McKinnon, "Default Risk in Monetary Unions", Stockholm, 1996; D.Gross, "A Reconsideration of the Optimum Currency Approach", Brussels, 1996; P. De Grauwe, "The Economics of Monetary Integration", Oxford University Press, 1997; L.Cavallari, "Integrazione monetaria e governo dell'economia", F.Angeli, Milano, 2006.

⁷ In effetti, in Italia una buona dose di confusione connessa all'adozione dell'euro era abbastanza prevedibile, non solo e non tanto a causa della ingombrante presenza di troppe monete e monetine metalliche ma anche e soprattutto per il fatto che la nuova moneta cartacea di più basso valore era ed è quella da 5 euro (corrispondente a circa 10.000 vecchie lire), mentre la precedente moneta cartacea di più basso valore valeva solo 1.000 lire. Era pertanto del tutto prevedibile che una siffatta sproporzione psicologicamente avrebbe indotto a sottostimare di parecchio l'effettivo valore dei molteplici "spiccioli" (metallici) in euro. D'altra parte, di fronte alla pressoché immediata impennata dei prezzi al consumo, avrebbero dovuto scattare severissimi controlli, oltre all'imposizione dell'obbligo per i pubblici esercizi di continuare ad evidenziare sistematicamente, accanto al prezzo in euro, anche il corrispondente controvalore in lire italiane. Non solo. Nel fondato timore di una pericolosa inflazione "galoppante" (così come si andava delineando), probabilmente sarebbe stato anche opportuno prolungare ancora per qualche tempo, limitatamente al mercato interno, la doppia circolazione delle monete in lire italiane e in euro, per consentire ai vari soggetti di acquisire più gradualmente una maggiore familiarità con la nuova moneta e di utilizzarla quindi via via in modo sempre più consapevole e appropriato.

e i liberi professionisti) e avendo invece pesantemente ridotto il potere d'acquisto dei percettori a reddito fisso (lavoratori dipendenti e pensionati).

Tornando adesso a parlare più in generale dei possibili costi e benefici di una Unione monetaria per i Paesi aderenti, fra i costi quello più evidente scaturisce dalla perdita di significativi gradi di libertà nella gestione della politica economica. Ogni Paese infatti, aderendo ad una unione monetaria, non solo non può più permettersi di intervenire autonomamente nel mercato dei cambi ma, rinunciando alla propria moneta nazionale, chiaramente rinuncia del tutto alla possibilità di condurre una propria politica monetaria. Ed è evidente che, specie in presenza di grandi differenze nelle caratteristiche strutturali delle economie dei Paesi aderenti (e/o anche nelle loro preferenze riguardo agli obiettivi prioritari di politica economica), la rinuncia alla gestione autonoma di strumenti di intervento così importanti (quali il tasso di cambio e le manovre monetarie) potrebbe tradursi in un costo troppo alto (in termini di grossissime difficoltà) per i singoli Paesi nel caso in cui questi ultimi dovessero incappare in differenziate situazioni di crisi. All'aumentare delle diversità nelle strutture produttive, cresce infatti il rischio che i Paesi in questione possano subire *shock* differenziati e persino di segno opposto (*shock asimmetrici*) nei loro principali settori di esportazione. Nella totale assenza di autonomi margini di manovra sul tasso di cambio, sono evidenti le difficoltà che i singoli Paesi dell'Unione potrebbero incontrare nel far fronte a situazioni di squilibrio di segno contrario. E le difficoltà appaiono ancora maggiori in presenza di elementi di rigidità nel mercato del lavoro dei Paesi interessati nonché di ulteriori disparità nei loro sistemi fiscali e nelle politiche di bilancio⁸. Inevitabilmente, dunque, i benefici di una Unione monetaria tendono ad apparire tanto maggiori e concretamente realizzabili quanto più elevato è il livello di somiglianza e di integrazione fra le economie dei Paesi che ne fanno parte.

Per quanto riguarda in particolare i Paesi dell'*UE*, nella fase di avvio del processo di unificazione monetaria, essi spesso apparivano molto diversi fra loro sotto vari aspetti (nei tassi di inflazione e disoccupazione, nei livelli di reddito, nello stato dei conti pubblici e della bilancia dei pagamenti, ecc.). Pertanto, in vista della progettata unione monetaria e nella connessa esigenza di una maggiore convergenza economica fra gli Stati partecipanti, prima di essere ammessi, questi ultimi hanno dovuto dimostrare (grazie alla realizzazione di severe politiche deflazionistiche e di risanamento dei conti pubblici) di essere in grado di rispettare i parametri fissati nel Trattato di Maastricht. Ciò rispondeva, fra l'altro, alle preoccupazioni di alcuni Paesi (come la Germania) per il rischio di tensioni inflazionistiche nella costituenda area monetaria, a causa del pesante debito pubblico di altri Paesi (come il Belgio e l'Italia). In effetti, cercare di mantenere la stabilità dei prezzi è di fondamentale importanza per il buon funzionamento di una unione monetaria. Tale obiettivo è stato infatti espressamente indicato come prioritario nella conduzione della politica monetaria europea.

4. L'Unione Monetaria Europea. Dallo SME alla moneta unica^(*)

Il Trattato di Maastricht ha stabilito che l'obiettivo principale della politica monetaria europea è il mantenimento della stabilità dei prezzi e che, fatto salvo tale obiettivo, essa deve sostenere le politiche economiche generali della Comunità in vista di contribuire alla realizzazione degli obiettivi di quest'ultima, fra cui un elevato livello di occupazione e una crescita sostenibile e non inflazionistica, in linea con il principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza.

Chiaramente, la realizzazione dell'*UEM* ha rappresentato un evento di grande rilevanza economica, avendo introdotto in una vasta area dell'Europa un nuovo regime monetario imperniato su una moneta unica. Gli Stati membri dell'*UE* che, avendo assolto i parametri previsti dal Trattato di Maastricht, hanno finora adottato l'euro rappresentano più di due terzi della popolazione totale dell'*UE* e si prevede l'estensione di questo spazio valutario anche ad altri Paesi membri.

Nell'*UEM* gli aspetti monetari ed economici sono stati organizzati secondo schemi diversi. Infatti, mentre la politica monetaria e quella del cambio sono state accentrate a livello comunitario, le altre competenze di politica economica sono rimaste in capo ai singoli Stati Membri, che tuttavia devono attenersi al quadro di riferimento comunitario per la cooperazione in materia di politiche macroeconomiche. Il differente schema organizzativo riflette il principio di *sussidiarietà* (art. 5 Trattato CE), secondo il quale l'attribuzione delle competenze a livello comunitario si giustifica soltanto se: a) gli obiettivi assegnati non possono essere adeguatamente conseguiti dagli Stati membri; b) tali obiettivi possono essere realizzati in modo migliore a livello comunitario in considerazione della portata o degli effetti dell'azione in questione.

Il trasferimento delle competenze di politica monetaria a livello europeo ha richiesto modifiche sostanziali del quadro di riferimento per l'attività delle banche centrali. L'istituzione di una nuova organizzazione monetaria sopranazionale, la Banca Centrale Europea (*BCE*), e l'integrazione delle banche centrali nazionali

⁸ E.Tower- T.Willet, cit.; P. De Grauwe, cit.

^(*) di Palma Parisi.

(BCN) nel Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e di una parte di queste ultime nel cosiddetto *Eurosistema*, rappresentano il passaggio dell'attività di banca centrale in Europa ad un livello sovranazionale. La BCE svolge le funzioni di Banca centrale dell'Euro nell'area in cui esso circola ed il termine *area dell'euro* indica lo spazio economico comprendente gli Stati Membri dell'UE che hanno adottato la valuta europea. La sua distinzione rispetto al SEBC sarà necessaria finché vi saranno Stati dell'UE non partecipanti all'UEM. I Paesi dell'UEM, avendo adottato l'euro, hanno rinunciato ad una propria sovranità monetaria. Pertanto, le loro decisioni di politica monetaria sono ormai denazionalizzate e centralizzate presso la BCE, mentre i compiti di attuazione sono decentrati alle banche centrali nazionali, che svolgono funzioni di supporto⁹.

Il 1° gennaio 1999 l'euro è stato adottato in forma contabile (mentre i tassi di conversione delle valute dei primi 11 Paesi dell'UEM furono fissati irrevocabilmente l'ultimo giorno del 1998). Gli accordi europei di cambio vennero sostituiti da *SME-II* che funzionava come i primi ma nell'ambito di una valuta già esistente. La BCE ha cominciato ad attuare un'unica politica monetaria con il supporto delle Banche Centrali di ogni Paese Membro. E iniziava intanto il periodo di transizione all'euro fissato a Madrid fino al 1° gennaio 2002. L'introduzione delle monete e delle banconote in euro (avvenuta appunto il 1° gennaio 2002) ed il ritiro di quelle nazionali hanno rappresentato la fase finale del processo di integrazione monetaria europea. L'euro ha via via spiazzato il dollaro sui mercati internazionali dei titoli ed è presente ad oggi per oltre il 25% nelle riserve internazionali¹⁰.

Attualmente, all'interno dell'UE i Paesi presentano gradi diversi di integrazione: mentre alcuni di essi hanno già adottato l'euro, altri (come la Gran Bretagna, la Danimarca e la Svezia) non ne hanno in programma l'adozione a breve termine; E c'è poi un terzo gruppo di Paesi (Lettonia, Estonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Ungheria, Romania e Bulgaria) che si trovano a livelli diversi nel processo di adozione della moneta unica e presumibilmente dovrebbero entrare nella *zona euro* entro i prossimi dieci anni. L'ingresso di un nuovo paese nell'area dell'euro passa attraverso la sua permanenza nello *SME-II* ed il raggiungimento di determinate condizioni economiche. Tale ingresso implica chiaramente una integrazione molto più stretta e più spinta rispetto ai Paesi che partecipano solo all'Unione Europea.

5. Le regole fiscali nell'Unione Monetaria Europea e il Patto di Stabilità e Crescita

Come si è già detto, nell'*eurozona* la conduzione della politica monetaria è affidata alla BCE, con il supporto delle Banche Centrali dei Paesi che hanno adottato l'euro. Queste ultime, all'inizio del 1999, hanno conferito alla BCE gran parte delle loro riserve in oro e nelle principali valute dei Paesi terzi (dollari e yen), per un ammontare complessivo in euro di circa 40 miliardi¹¹. Dal punto di vista operativo, all'interno dell'*Eurosistema* le BCN svolgono più che altro funzioni esecutive, vincolate come sono al rigoroso rispetto delle direttive fissate dalla BCE. Né possono, con la gestione delle riserve rimaste in loro possesso, interferire minimamente con le manovre monetarie e con gli interventi relativi al tasso di cambio decisi e attuati dalla BCE.

Con l'adesione all'Unione Monetaria Europea, i singoli Paesi Membri non solo hanno rinunciato ad ogni possibilità di margini di manovra nella conduzione della politica monetaria e in riferimento al mercato dei cambi ma la stessa politica fiscale, pur restando in mano ai *policy maker* nazionali, è tutt'altro che libera, sottoposta com'è all'obbligo di rispettare il vincolo di un limite massimo pari al 60% del PIL per l'indebitamento e al 3% del PIL per il deficit pubblico. Si tratta di precise regole fiscali già previste nel Trattato di Maastricht e poi recepite nel *Patto di Stabilità e Crescita (PSC)*. In tale Patto, sottoscritto ad Amsterdam dai Paesi europei nel giugno del 1997, sono state inoltre compiutamente specificate le procedure previste in caso di infrazione e le relative sanzioni. Ma, per quali ragioni, si è ritenuto necessario adottare una disciplina fiscale così rigorosa?

⁹ Cfr. F.Papadia -C.Santini, "La Banca Centrale Europea", Bologna, Il Mulino, 1998; J.Hahn ed altri, "The ECB: Centralization, Transparency and Credibility", Cambridge, MIT Press, 2003; L.Cavallari, cit.

¹⁰ Alla borsa di Francoforte il 4 gennaio 1999, l'euro fu valutato 1,1789 sul dollaro Usa e mantenne una tendenza al ribasso fino al 2002. Un anno dopo raggiunse quota 1,24 sul dollaro e a dicembre 2004 raggiungeva 1,3668 dollari. Nel corso del 2005 il rapporto euro-dollaro scese fino a 1,18 (dicembre) per poi risalire nel corso del 2006 e raggiungere alla fine dell'anno \$1,30. La valuta europea ha mantenuto questi livelli a lungo dopo di allora tendendo ad apprezzarsi nei confronti della moneta americana, per poi tornare ad oscillare intorno a \$1,30 nel dicembre 2008.

¹¹ In particolare, le riserve trasferite alla BCE risultano costituite per il 15% in oro, per il 76% in dollari e per il restante 9% in yen. Le quote, trasferite dalle BCN dei singoli Paesi dell'UEM, sono state calcolate tenendo conto del prodotto interno lordo e della popolazione degli stessi. Ulteriori conferimenti possono essere richiesti dalla BCE alle BCN, a seconda delle esigenze valutarie connesse agli interventi nel mercato dei cambi.

All'interno di una Unione monetaria, dal momento che tutti i Paesi adottano un'unica moneta, è evidente che non c'è più alcuna possibilità di difendersi dagli *shock* esterni provenienti dagli altri Stati Membri, non potendo più contare su quel certo "potere isolante" scaturente (almeno in qualche misura) dalla flessibilità del tasso di cambio. Di conseguenza, in un'area monetaria, gli *shock* negativi, derivanti da una gestione poco accorta e piuttosto accomodante della politica di bilancio da parte di uno Stato Membro, rischiano inevitabilmente di trasmettersi agli altri Paesi aderenti. In particolare, il timore è che l'eventuale eccesso di domanda, originato dai pesanti deficit di bilancio di un Paese, scaricandosi in maggiori importazioni dagli altri Stati Membri, possa creare inflazione in tutta l'area monetaria. E c'è soprattutto la preoccupazione che, a seguito dell'emissione di un debito pubblico eccessivo, un Paese possa persino incorrere nel rischio di insolvenza e trovarsi cioè in serie difficoltà nel far fronte a tutti gli impegni assunti con i sottoscrittori delle obbligazioni emesse. Chiaramente, un Paese che fa parte di un'area monetaria non può più autonomamente decidere di monetizzare il suo debito (un comodo *escamotage* per ridurne, grazie all'inflazione, il valore reale, a spese dei creditori) ma potrebbe pur sempre esercitare forti pressioni in tal senso sulla Banca Centrale dell'Unione e quest'ultima, allarmata dalla gravità della situazione, potrebbe alla fine decidere di monetizzare (almeno in parte) il debito in questione, causando così inflazione nell'intera area monetaria. Nell'*UEM* pertanto, al fine di prevenire il verificarsi di pesanti *spillover* (in termini di inflazione), scaturenti da situazioni di questo tipo, si è ritenuto necessario porre dei limiti ben precisi alle situazioni di indebitamento e deficit di bilancio dei vari Stati Membri. E ciò in coerenza con l'importanza attribuita all'obiettivo della stabilità dei prezzi nella conduzione della politica monetaria europea¹². Si è ritenuto così indispensabile che anche la politica fiscale, rimasta nelle mani dei singoli Stati partecipanti, fosse gestita in modo rigoroso nel vincolante rispetto di precise regole fiscali comuni. Resta tuttavia tutt'altro che chiaro il motivo per cui, nel fissare tali regole, si è deciso di scegliere proprio i valori del 60% e del 3%. Secondo alcuni economisti, il criterio basato su tali specifici valori della soglia critica è arbitrario, risultando troppo difficile da razionalizzare nella sua precisazione numerica¹³. E' evidente comunque che la specifica misura della soglia prefissata risponde più che altro all'esigenza di indicare chiare, trasparenti ed esplicite regole fiscali, che tutti gli Stati Membri sono tenuti assolutamente a rispettare, per non incorrere nelle penalità previste in caso di inadempienza. Come si è già argomentato, lo scopo di tanto rigore è essenzialmente quello di prevenire l'insorgere di tensioni inflazionistiche nell'area *euro*, a causa del comportamento imprudente di qualche Paese nella conduzione della propria politica di bilancio.

Ma, se ciò giustifica l'esigenza di una rigorosa disciplina fiscale nell'*UEM*, è altrettanto evidente che una applicazione troppo rigida della stessa può rischiare di compromettere la pratica possibilità che lo Stato di tanto in tanto opportunamente intervenga (anche indebitandosi) per finanziare alcuni investimenti molto utili ai fini dello sviluppo economico e sociale. E c'è inoltre il fondato timore che una rigorosa applicazione delle procedure di infrazione e delle sanzioni previste possa di fatto impedire agli Stati Membri, in caso di recessione, di attuare adeguate politiche fiscali anticicliche, con il pessimo risultato (nella totale assenza di una politica di bilancio centralizzata) di un probabile ulteriore aggravamento della situazione. A seguito di queste critiche, da parte di alcuni Paesi (Italia inclusa) sono state avanzate delle proposte di revisione del *PSC* nel senso di una applicazione più flessibile delle procedure di infrazione e dei tempi di correzione consentiti, senza incorrere in sanzioni¹⁴, in considerazione: a) dell'andamento del ciclo economico; b) della

¹² Come risulta dalle dichiarazioni della *BCE*, "politiche fiscali solide e una politica monetaria orientata alla stabilità dei prezzi sono essenziali per il successo dell'Unione economica e monetaria e costituiscono i presupposti per la stabilità macroeconomica, la crescita e la coesione nell'area dell'euro" (*BCE*, "La riforma del Patto di Stabilità e Crescita", Bollettino mensile, agosto 2005, pag. 63). Nel maggio del 2003, la *BCE* ha precisato che l'obiettivo della stabilità dei prezzi va inteso nel senso del mantenimento nell'area *euro* di un tasso di inflazione intorno al 2% annuo (rilevato dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo, *IARP*). In sintesi, la complessa strategia adottata al riguardo dalla *BCE* consiste nel monitorare simultaneamente gli andamenti sia del tasso di inflazione (*inflation targeting*) che della crescita monetaria (*monetary targeting*), scegliendo poi di volta in volta di intervenire con adeguate misure correttive, in base dell'andamento di una vasta gamma di indicatori economici.

¹³ W. Buitter et al., "Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht", *Economic Policy*, n 16/ 1993; M. Wickens, "The Sustainability of Fiscal Policy and the Maastricht Conditions", London, Discussion Paper, 1993; P. De Grauwe, cit. Nel periodo in cui veniva scritto il Trattato di Maastricht, il valore del rapporto fra il debito pubblico e il PIL nei Paesi dell'*UE* era mediamente del 60%. Forse, si è quindi semplicemente scelto di mantenere nell'*UEM* l'indebitamento pubblico al 60% (anche se non si capisce bene il perché di una simile scelta). Ora, per riuscire a stabilizzare il rapporto fra debito e PIL al 60%, occorre un disavanzo pubblico (in % del PIL) pari proprio al 3%. Se questa è la spiegazione dei 2 valori prefissati, resta comunque da chiarire perché si è scelto di stabilizzare il debito al 60% del PIL.

¹⁴ A parte la prevista condizione eccezionale (una caduta del PIL superiore al 2% annuo), già esentata da sanzioni.

particolare situazione economica di qualche Paese (risultante sulla base di una attenta valutazione di merito della stessa).

Un'altra rilevante critica al *PSC* riguarda il fatto che, nel computo dell'incidenza del disavanzo di bilancio sul PIL, sono considerate sullo stesso piano le spese correnti e quelle per investimenti. Ora, mentre è sicuramente condivisibile l'opportunità di contenere l'indebitamento pubblico per le spese correnti, non sempre può dirsi tranquillamente la stessa cosa per il finanziamento degli investimenti pubblici, specie per quelli con una forte valenza ai fini della crescita. Inoltre, i benefici di questi ultimi difficilmente sono immediati ma tendono ad essere differiti nel tempo. Di conseguenza, non ha neppure molto senso imputare integralmente tali spese al bilancio di un unico anno e finanziarle con le entrate correnti (e cioè esclusivamente a carico delle generazioni attuali), mentre si sa che ne beneficerebbero in buona parte anche le generazioni successive. Anche a questo riguardo, sono state dunque avanzate proposte di revisione del *PSC*, basate sulla possibilità di scorporare, almeno in riferimento ad alcune tipologie di investimenti, la relativa spesa dal calcolo dell'incidenza sul PIL.

In risposta a queste richieste di revisione, nel marzo del 2005 il Consiglio direttivo della *BCE* ha riconosciuto l'opportunità di introdurre qualche elemento di flessibilità nell'applicazione delle procedure di infrazione, mentre ha decisamente respinto la proposta di scorporo dell'indebitamento pubblico per alcuni importanti investimenti dal computo del 3% e del 60%, nella convinzione che ciò avrebbe significato una vera e propria modifica per le regole fiscali del *PSC*. Alla base di tale risposta negativa c'è, fra l'altro, probabilmente il timore che i Paesi possano cercare di sfuggire alle regole della disciplina fiscale, ricorrendo all'espedito di gonfiare in qualche misura le voci iscritte in bilancio come spese per investimenti al fine di occultare aumenti di spese correnti. L'inevitabile conseguenza sarebbe pertanto una minore trasparenza ed efficacia del meccanismo preventivo e correttivo del Patto. Alle comprensibili riserve della *BCE*¹⁵ si contrappone tuttavia il grosso rischio (tutt'altro che teorico) che, nell'esigenza di rispettare il vincolo imposto dalle regole fiscali nel *PSC*, per i *policy maker* nazionali spesso in pratica sia molto più facile "tagliare" le voci di spesa per investimenti pubblici piuttosto che andare ad intaccare grossi interessi consolidati, da tempo "lubrificati" con le spese correnti di bilancio. Chiaramente, nella misura in cui i tagli in questione vanno ad incidere (specie durante una recessione) proprio sul finanziamento di investimenti molto importanti ai fini delle potenzialità di crescita (come le spese in infrastrutture, ricerca e formazione), allora il *PSC* rischia di comportare nei Paesi interessati un risultato che mal si concilia con la sua denominazione. Nell'*UEM* pertanto, compatibilmente con l'esigenza di esplicite e trasparenti regole fiscali comuni, occorre studiare il modo di evitare che un simile risultato "perverso" possa in pratica verificarsi. D'altra parte, qualora fosse consentito di considerare a parte gli investimenti del tipo indicato, è evidente che l'indebitamento pubblico destinato a finanziarli potrebbe (anzi, dovrebbe) comunque essere assoggettato ad esplicite regole fiscali *ad hoc* (fissazione di una soglia massima consentita, rigorosi controlli preventivi di merito per la loro ammissibilità, controlli *ex post* sulla loro effettiva realizzazione nelle modalità e nei tempi previsti, procedure di infrazione e relative sanzioni). In caso contrario, sottovalutando cioè l'importanza della problematica in questione, il rischio è che di fatto il *PSC* (per alcuni Paesi dell'*area euro* e in alcune circostanze) possa rivelarsi essenzialmente come un Patto mirato al mantenimento della Stabilità ma molto meno garante per la Crescita.

F. Falcone
Università di Catania

¹⁵ In una dichiarazione ufficiale, il Consiglio direttivo della *BCE* ha espresso "serie preoccupazioni" per le proposte di modifica delle regole fiscali del *PSC*, nella ferma convinzione che bisogna "evitare che i cambiamenti del meccanismo correttivo del Patto ledano la fiducia nel quadro di riferimento per le politiche di bilancio dell'Unione Europea e nella sostenibilità delle finanze pubbliche dei Paesi dell'area dell'euro" (Banca Centrale Europea, cit. pagg. 63 –64).