

Dipartimento di Impresa &  
Management

Cattedra di Diritto Pubblico  
dell'Economia

LA POLITICA MONETARIA DAGLI STATI NAZIONALI  
ALL'UEM: RISCHI E OPPORTUNITÀ

Relatore:

Chiar.ma Prof.ssa Mirella Pellegrini

Candidato:

Caterina Cerroni

Matricola 164751

ANNO ACCADEMICO 2012-2013

Perché l'abitudine a considerare nostro concittadino colui che usa la nostra stessa moneta non sia illusione e, alla fine, inganno, su quell'abitudine si deve costruire ancora.

TOMMASO PADOA SCHIOPPA

# *Indice*

## CAPITOLO I

### **LA MONETA E L'EUROPA: I PRESUPPOSTI STORICI DELL'UNIONE MONETARIA EUROPEA.....pag. 1**

**1.1** L'oro e lo Stato nazionale: i due ormeggi della moneta..... >> 1

**1.2** Da Bretton Woods all'UEP, dall'AME al Serpente Monetario, dallo SME all'UEM:  
la strada dell'integrazione e della stabilità monetaria..... >> 3

**1.3** *Segue:* il Rapporto Delors, le tre fasi dell'Unione Economica e  
Monetaria..... >> 10

**1.4** Il consolidamento dell'Unione Monetaria Europea: riflessi sugli ordinamenti  
nazionali..... >> 14

**1.5** *Segue:* il percorso di adeguamento dell'ordinamento italiano..... >> 17

## CAPITOLO II

### **L'ODIERNA ARCHITETTURA EUROPEA DI GOVERNO DELLA MONETA.....pag. 19**

**2.1** Il trattato di Maastricht: una moneta e una politica monetaria uniche per perseguire  
gli obiettivi dell'Unione..... >> 19

**2.2** Gli organi di governo della moneta unica..... >> 21

**2.3** L'indipendenza della Banca centrale europea..... >> 28

2.4 <i>Segue</i> : il principio della trasparenza e la responsabilità per il proprio operato.....	>> 33
2.5 Quali operazioni di politica monetaria nell'Eurosistema.....	>> 36

## CAPITOLO III

<b>LA POLITICA MONETARIA TRA CONFERME E PROPOSTE DI RIFORMA.....</b>	pag. 46
--	---------

3.1 Crisi finanziaria e dei debiti sovrani: i limiti dell'Unione economica e monetaria.....	>> 46
---	-------

3.2 <i>Segue</i> : le politiche monetarie negli anni della crisi: BCE e Fed a confronto.....	>> 51
--	-------

3.3 Unione bancaria, di bilancio e politica nel grande cantiere UE.....	>> 55
---	-------

<b>CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE.....</b>	pag. 63
---------------------------------------	---------

La politica monetaria del domani tra euroscetticismo ed integrazione.....	>> 63
---	-------

<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	pag. 65
--------------------------	---------

## CAPITOLO I

# LA MONETA E L'EUROPA: I PRESUPPOSTI STORICI DELL'UNIONE MONETARIA EUROPEA

### 1.1 L'oro e lo Stato nazionale: i due ormeggi della moneta

Lungo tutta la sua storia, la moneta ha avuto due ormeggi: una merce e un sovrano.

Negli ultimi secoli la merce non erano né i buoi o le pecore di cui parla l'Iliade, né conchiglie, bensì l'oro, o talora l'argento. Il sovrano era lo Stato, per lo più lo Stato nazionale formatosi in Europa nell'era moderna. Da entrambi questi ormeggi essa si è sciolta nel corso degli ultimi decenni.

Lo scioglimento definitivo dall'oro avvenne quando, nell'agosto 1971 gli Stati Uniti annunciarono il corso forzoso del dollaro. Da tempo le persone avevano smesso di usare monete d'oro quale mezzo di pagamento o strumento di espressione dei prezzi, anche se continuavano a usarle per investire il proprio risparmio. Da tempo le Banche centrali avevano cessato di onorare con l'oro la promessa *pagabili a vista al portatore*. La rivoluzione della tecnologia dei pagamenti, iniziata più di duecento anni fa con l'entrata in uso di biglietti di carta quali mezzi di scambio più maneggevoli e sicuri, non aveva ancora liberato del tutto dall'ormeggio che legava al metallo l'intera massa monetaria circolante nel mondo: l'impegno degli Stati Uniti a convertire in oro dollari di carta.

Lo scioglimento della moneta dal sovrano è avvenuto nella notte del 31 dicembre 1998, quando in Europa si è abbandonata la coincidenza tra unità monetaria e unità dello Stato<sup>1</sup>. Proprio nella parte del mondo dove le grandi monarchie li avevano fondati, gli Stati nazionali hanno rinunciato al potere di battere moneta propria per creare un'unione monetaria e un potere monetario più vasto dei loro individuali confini. Tanto forte era

---

<sup>1</sup> Cfr. Padoa-Schioppa, *Il futuro della moneta liberata*, in Moussanet (a cura di), *Duemila. Verso una società aperta*, Il Sole 24 ORE S.p.A., 2000, pp. 211 ss.

l'ormeggio della moneta al sovrano, che "sovrano" era il nome di una delle monete storiche dell'Europa moderna<sup>2</sup>.

Lo scioglimento dall'ormeggio dello Stato è l'esito di una vicenda lunga. Scioltosi gradualmente dall'impegno a convertire in oro, il sovrano si è creduto onnipotente, capace di creare ricchezza facendo lavorare più intensamente quello che Luigi Einaudi chiamava il *torchio dei biglietti*. Poi ha scoperto che quella onnipotenza era illusoria, perché il "torchio dei biglietti" generava non ricchezza ma inflazione e perché l'interdipendenza economica rendeva la sua sovranità monetaria sempre più limitata<sup>3</sup>.

Il torchio dei biglietti era affidato all'istituto di emissione. Ma quest'ultimo a chi andava affidato per essere certi che venisse volto al solo obiettivo di avere una buona moneta? La Banca centrale fu dapprima banca tra le banche, una banca con in più il *privilegio dell'emissione*. Fu poi banca delle banche, indipendente da queste e non concorrente con esse, affinché fosse garantita la sua neutralità rispetto al sistema bancario; da istituzione privata fu resa quindi istituzione pubblica per sottrarla all'influenza di interessi economici particolari; quale istituzione dello Stato ricevette poi uno statuto di indipendenza al fine di sottrarla alla pressione dei Governi; nell'Unione Europea, infine, la Banca centrale viene resa sovranazionale, collocata al di fuori e al di sopra della sfera dello Stato.

La Banca Centrale Europea, cui i paesi dell'Euro hanno dato vita, si è così trovata al governo di una moneta ormai priva dei due ormeggi storici dell'oro e dello Stato e a dover essere essa stessa l'unico ormeggio della moneta.

---

<sup>2</sup> Cfr. Padoa-Schioppa, *Il futuro della moneta liberata*, cit., p. 212.

<sup>3</sup> Cfr. Padoa-Schioppa, *La lunga via per l'euro*, Il Mulino, 2004, pp.36 ss.

## **1.2 Da Bretton Woods all'UEP, dall'AME al Serpente Monetario, dallo SME all'UEM: la strada dell'integrazione e della stabilità monetaria**

L'evoluzione della moneta, da sempre espressione della sovranità dello Stato, intreccia, nel corso della storia, il sentiero dell'integrazione internazionale. È da questa contaminazione che a partire dagli accordi di Bretton Woods, e poi attraverso i diversi esperimenti di integrazione monetaria, si giungerà alla nascita dell'Unione Monetaria Europea.

La seconda metà dell'ottocento rappresenta, senza dubbio, il tempo delle grandi unificazioni monetarie. Possiamo ricordare l'unificazione italiana e poi quella germanica che seguirono alle rispettive unificazioni politiche, ma catturano la nostra attenzione le nuove esperienze di unione monetaria internazionale che fioriscono, con vario successo, pure in quel periodo. Si tratta principalmente dell'Unione Monetaria Latina, Scandinava e Austro-Germanica. L'integrazione politica pre e post-napoleonica, la rivoluzione dei trasporti di terra e di mare, seguita all'applicazione del vapore alla trazione ferroviaria e alla propulsione marittima, riducono le distanze tra aree geografiche separate da ampi spazi e favoriscono l'integrazione<sup>4</sup>.

La rapida integrazione economica che vede protagonista l'Europa per tutto il diciannovesimo secolo sembra dare una speranza concreta all'utopico sogno europeo di *spiriti illuminati* come Kant, de Saint-Simon, Hugo, Mazzini, Proudhon.

Ma viene l'epoca della disintegrazione europea: nel corso del ventesimo secolo la crisi del sistema aureo frantuma il mercato internazionale, le due guerre mondiali sigillano, in forma cruenta, la conflittualità dei popoli europei e accrescono la divisione.<sup>5</sup>

La seconda guerra mondiale provoca profonde alterazioni nelle economie di molti paesi a causa della forzata conversione delle strutture produttive a scopi bellici, degli squilibri finanziari degli Stati, dell'ampia e rovinosa distruzione di ricchezza ovunque prodotta.

---

<sup>4</sup> Cfr. De Cecco, *L'unificazione monetaria europea in prospettiva storica*, in *Banca, impresa e società*, 1990, n. 3, p. 271.

<sup>5</sup> Cfr. Rizzuto, *L'Europa monetaria. Dall'età dell'oro all'età dell'euro*, ARMANDO EDITORE, 2003, pp. 11 ss.

Di conseguenza, prima ancora che la guerra sia finita, tutti gli Stati cominciano ad avvertire la necessità di abbandonare la politica d'isolazionismo economico precedente e contestuale alle vicende belliche e la consapevolezza dell'imprescindibilità di una più ampia collaborazione tra i vari paesi.

È il 1944 quando i rappresentanti di 44 nazioni si riuniscono in una cittadina del New Hampshire, Bretton Woods, per dar vita, per la prima volta nella storia, ad un accordo fra i governi diretto a regolare l'organizzazione monetaria internazionale del futuro. La Conferenza monetaria internazionale lavora dal 1° al 22 luglio 1944, concludendosi con l'approvazione del testo dell'accordo; quest'ultimo costituisce un compromesso tra le dominanti posizioni, inglese e americana, rappresentate, rispettivamente, dai piani Keynes e White, dal nome degli economisti che li hanno formulati. L'accordo raggiunto porta alla regolazione degli scambi commerciali e dei movimenti finanziari mediante un sistema di cambi fissi tale per cui i paesi partecipanti rinunciano a parte della propria sovranità monetaria definendo la parità internazionale della propria moneta<sup>6</sup>. L'organo cui viene affidato il compito di gestire il nuovo sistema monetario nato dagli *accordi di Bretton Woods* è il *Fondo Monetario Internazionale*. Il problema della disponibilità di mezzi finanziari per quei paesi bisognosi di ricostruire il loro potenziale economico, o che non fossero sufficientemente sviluppati, viene invece risolto dagli accordi mediante l'istituzione della *Banca Internazionale per la Ricostruzione e lo Sviluppo* (la BIRS anche detta Banca Mondiale), istituto destinato a fornire ai paesi membri aiuti finanziari a lunga scadenza, a tasso d'interesse agevolato.

Agli Accordi di Bretton Woods seguiranno tentativi di vario genere intesi a ristabilire la collaborazione economica internazionale sulla base della liberalizzazione degli scambi commerciali e della convertibilità delle monete. Uno di questi tentativi, nell'aprile del 1948, porta alla costituzione dell'OECE<sup>7</sup>, organismo, questo, il cui compito originario era quello di ripartire, d'accordo con l'ECA (Economic Cooperation Administration) e secondo le esigenze dei paesi europei, gli aiuti americani del piano ERP (European Recovery Program). L'obiettivo di promuovere in Europa la generale convertibilità

---

<sup>6</sup> Cfr. Tenaglia Ambrosini, *La moneta e l'Europa, da Bretton Woods a Maastricht, e oltre*, GIAPPICHELLI EDITORE, 1996, pp. 7 ss.

<sup>7</sup> L'OECE, Organizzazione Europea per la Cooperazione Economica, è un organismo oggi rappresentato dall'organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE).

delle monete e di facilitare gli scambi economici e commerciali è perseguito, successivamente, non soltanto dall'OECE ma anche dall'*Accordo per i pagamenti e le compensazioni fra i paesi europei* stipulato nell'ottobre del 1948. Sia il primo sia il secondo accordo non conseguono i risultati auspicati.

È l'*Unione Europea dei Pagamenti* (UEP), il cui trattato costitutivo è firmato l'11 settembre 1950, a dare un decisivo impulso al ristabilimento della multilateralità dei pagamenti. L'UEP doveva fungere da organo di compensazione dei saldi commerciali di ciascun paese ma difficoltà di ordine tecnico<sup>8</sup>, insieme a problemi di ordine politico, portano alla cessazione del suo funzionamento alla fine del 1958, quando entra in vigore l'*Accordo Monetario Europeo* (AME). L'Accordo Monetario Europeo, stipulato a Parigi nel 1955 ed entrato in vigore, come anzidetto, nel 1958, consiste nella regolamentazione dei pagamenti sulla base di uno schema che prevede la cooperazione e l'assistenza finanziaria reciproca delle Banche centrali aderenti all'Accordo mantenendo un sistema multilaterale di compensazione dei saldi dei conti tra i paesi aderenti. Il merito dell'AME è, inoltre, quello di aver riportato la convertibilità tra le monete dei paesi che lo hanno sottoscritto.

L'insieme di questi organismi creati nel dopoguerra fa maturare l'idea di un'integrazione più avanzata tra i paesi del vecchio continente.

È così che si dà una possibilità alla nascita dell'Europa comunitaria, si scartano gli obiettivi grandiosi, difficilmente raggiungibili e si concentra ogni sforzo nella realizzazione di iniziative concrete in settori circoscritti<sup>9</sup>.

Un settore circoscritto è, ad esempio, quello della gestione comune delle risorse naturali: il 18 aprile 1951 Francia, Germania, Belgio, Olanda, Lussemburgo e Italia firmano il trattato istitutivo della *Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio* (CECA), trattato entrato in vigore il 25 luglio 1952. Per la prima volta alcuni paesi europei delegano, anche se parzialmente, la propria sovranità a favore di un'Alta Autorità, creata di comune accordo e dotata di pieni poteri nella gestione del settore del

---

<sup>8</sup> L'UEP, infatti, rappresentava un sistema basato sulla convertibilità parziale che risulta essere incompatibile con la sua caratteristica di sistema aperto e aperto, dunque, anche ai paesi dell'area del dollaro.

<sup>9</sup> Cfr. Rizzuto, *L'Europa monetaria. Dall'età dell'oro all'età dell'euro*, op. cit., p. 68.

carbone e dell'acciaio. Il 25 marzo 1957 i governi dei sei firmano a Roma sia il Trattato istitutivo della *Comunità Economica Europea* (CEE), sia il Trattato istitutivo della *Comunità Economica dell'Energia Atomica* (CEEA o EURATOM), che entreranno in vigore il 1° gennaio 1958.

Mentre il trattato CECA, come quello concernente l'EURATOM, prevede un termine di durata, il trattato CEE è espressamente concluso, ai sensi dell'art. 240, per una durata illimitata. Dunque connotato da un carattere generale, non settoriale, il trattato istitutivo CEE ha l'obiettivo di instaurare un mercato comune generale, il graduale ravvicinamento delle politiche economiche degli Stati membri, nonché, ai sensi dell'art. 2, *uno sviluppo armonioso delle attività economiche nell'insieme della Comunità, una espansione continua ed equilibrata, una stabilità accresciuta, un miglioramento sempre più rapido del tenore di vita e più strette relazioni fra gli Stati che ad essa partecipano*<sup>10</sup>. Al contrario, per quanto riguarda la moneta, il trattato di Roma non evidenzia alcun obiettivo di unione monetaria; non si ritiene necessaria, infatti, una costruzione monetaria specifica e vigente nella sola Europa di fronte all'esistenza e alla stabilità del *Sistema Monetario Internazionale* (SMI) al quale appartengono le monete dei paesi europei secondo quanto previsto dagli Accordi di Bretton Woods<sup>11</sup>.

Seguono la nascita della Comunità Economica Europea anni di crisi drammatiche e novità inaspettate<sup>12</sup>.

Si manifesta, con la svalutazione della sterlina del 1967, con quella del franco francese del 1969 e con la rivalutazione del marco tedesco dello stesso anno, la crisi del Sistema Monetario Internazionale, una crisi che compromette il clima di stabilità monetaria all'ombra del quale l'integrazione commerciale europea era venuta sviluppandosi nel primo decennio di vita della Comunità. Il colpo finale viene inferto alla costruzione di Bretton Woods, che crolla disastrosamente, allorché è dichiarata l'inconvertibilità del

---

<sup>10</sup> Cfr. Pellegrini, *Regole comunitarie per l'economia e la finanza*, in Giusti (a cura di), *Diritto Pubblico dell'Economia*, CEDAM, 1997, pp. 48 ss.

<sup>11</sup> La Conferenza monetaria internazionale tenutasi nel luglio 1944 a Bretton Woods aveva definito la parità internazionale delle monete dei paesi partecipanti avvalendosi di un sistema di cambi fissi. Questo consentì, per quasi trent'anni, il superamento delle diffuse pratiche protezionistiche, delle svalutazioni dei tassi di cambio per ragioni competitive e della scarsa collaborazione tra i paesi in materia di politiche monetarie.

<sup>12</sup> Cfr. Rizzuto, *L'Europa monetaria. Dall'età dell'oro all'età dell'euro*, op. cit., p. 73.

dollaro in oro. Il 15 agosto 1971 l'annuncio, da parte del presidente Nixon, del corso forzoso del dollaro, segna la fine del Sistema Monetario Internazionale creato nel 1944. Torna l'instabilità. Forti difficoltà di bilancia dei pagamenti costringono diversi paesi ad abbandonare il sistema dei cambi fissi per lasciare fluttuare le proprie valute.

A interrompere il conseguente indebolimento dell'integrazione europea di fronte al corso rovinoso del SMI è il lavoro del gruppo Werner - dal nome del premier lussemburghese Pierre Werner - che si riunisce nel 1969 per delineare tempi e modi della futura *graduale realizzazione dell'unione economica e monetaria*<sup>13</sup>.

È il 24 aprile del 1972 che si compie un tentativo importante per scongiurare l'instabilità economica e finanziaria degli anni della disintegrazione dello SMI: viene sottoscritto a Basilea l'accordo tra i ministri finanziari della Comunità con il quale si introduce un nuovo sistema di cambio europeo valevole per i sei paesi membri<sup>14</sup> e per il gruppo dei quattro che avevano deciso di aderire<sup>15</sup>. Le regole dell'accordo sono dirette a mantenere le variazioni dei paesi partecipanti entro una fascia di oscillazione, il *serpente*, che si muove all'interno del più ampio tunnel del dollaro. Ma questo sforzo per realizzare un'area di stabilità di cambio tra le monete europee risulta vano. Il cosiddetto *Serpente Monetario* viene prima abbandonato dalla Gran Bretagna e dall'Irlanda, quindi dall'Italia e dalla Francia nel 1974.

Dopo circa un decennio di tentativi volti a instaurare un processo di integrazione europea sul piano monetario, si percepisce il pericolo per la costruzione europea rappresentato dalla perdurante instabilità nei cambi tra le monete dei paesi comunitari e dalla possibilità di chiusure volte a contrastare le spinte inflazionistiche.

Avanza, dunque, l'ipotesi che la costituzione di una unione monetaria europea sia opportuna, se non proprio necessaria, per ristabilire, all'interno della CEE, l'ordine monetario e la coesione, e per ottenere vantaggi di tipo macroeconomico: controllo dell'inflazione, razionalizzazione della distribuzione del reddito e quindi della

---

<sup>13</sup> Cfr. Moussanet, *Finanza, moneta e risparmio*, in Moussanet (a cura di), *Duemila. Verso una società aperta*, op.cit., p. 241.

<sup>14</sup> Repubblica Federale di Germania, Francia, Paesi Bassi, Belgio, Lussemburgo e Italia.

<sup>15</sup> Gran Bretagna, Irlanda, Danimarca e Norvegia.

produzione industriale tra i paesi membri; coordinamento nella lotta alla disoccupazione, riduzione degli squilibri delle bilance dei pagamenti.

Tra il 1977 e il 1978 si sviluppano perciò le consultazioni, i piani preliminari e nella riunione del 5 dicembre 1978 il Consiglio Europeo, a Bruxelles, decide la costituzione del *Sistema monetario europeo*.

Il Sistema monetario europeo che, dopo la sua istituzione, entra in vigore il 13 marzo 1979, impegna i paesi partecipanti<sup>16</sup> a mantenere i cambi stabili entro una banda ristretta di fluttuazione del 2,25% rispetto alla parità centrale. E, con il Sistema monetario europeo, viene creato l'Ecu, semplice unità di conto il cui valore iniziale è riferito a un paniere di monete. Le adesioni di nuovi paesi membri renderanno indispensabile la modifica della ponderazione delle monete e la revisione del paniere alla base dell'Ecu. L'obiettivo della creazione, attraverso lo SME, di una zona di stabilità monetaria efficace e durevole in Europa può, dopo un ventennio dalla sua istituzione, considerarsi raggiunto in termini di stabilità delle monete e di disinflazione; questo nonostante elementi di forte instabilità nell'economia mondiale di quegli anni.

Lo Sme ha però costituito un sistema monetario a cambi (semi)fissi di tipo asimmetrico nella ripartizione dell'onere d'intervento e dell'aggiustamento della bilancia dei pagamenti; non vi sono, infatti, nello Sme, meccanismi in grado di imporre al paese a moneta forte (la Germania nel caso in questione) di indebolire la propria moneta, così l'onere di aggiustamento tende a ricadere sul paese a moneta debole (ad esempio l'Italia nel contesto considerato) senza risalire alle cause della sua debolezza.

Agli inizi degli anni 80 le istituzioni europee constatano che la realizzazione del mercato comune non progredisce in modo soddisfacente. Fatta eccezione per la libera circolazione dei lavoratori, le altre libertà fondamentali, riconosciute dal Trattato di Roma, non risultano praticabili. La libertà di circolazione dei servizi, dei capitali e la libertà di stabilimento continuano ad essere ostacolate nel loro effettivo esercizio.

Apparendo, le istituzioni europee, incapaci di rilanciare il processo di integrazione comunitaria di fronte alla crisi finanziaria legata al grave deficit di bilancio comunitario,

---

<sup>16</sup> Tutti i membri della Comunità Europea ad eccezione del Regno Unito.

il Parlamento Europeo incarica due esperti – Michel Albert e James Ball – di studiare la crisi che pervade l'Europa comunitaria e di individuare soluzioni.

Il Consiglio Europeo davanti al quadro deludente evidenziato dai due studiosi, approva il *Libro Bianco* elaborato da Albert e Ball. Il *Livre blanc sur l'achèvement du marché intérieur* contiene le misure - circa trecento - necessarie al completamento del mercato interno, entro il 31 dicembre 1992.

Con l'elaborazione, nel 1985, dell'*Atto Unico Europeo*, si prevede una modifica del Trattato di Roma resa necessaria dall'attuazione delle misure proposte nel Libro Bianco. L'Atto Unico delinea con chiarezza il concetto di *mercato interno* definendolo come *uno spazio senza frontiere interne, nel quale è assicurata la libera circolazione delle merci, delle persone, dei servizi e dei capitali*<sup>17</sup>. Il mercato interno può essere realizzato mediante la soppressione delle frontiere fisiche, fiscali e tecniche tra i paesi della Comunità; esso costituisce una tappa decisiva nel processo d'integrazione comunitaria. Per poter funzionare, però, questo grande mercato deve fondarsi su un sistema di cambio trasparente e stabile senza il quale gli scambi commerciali non risulterebbero agevoli. Siffatta consapevolezza ispira il rilancio dell'Unione monetaria che bisogna far avanzare.

È il giugno del 1988 quando il Consiglio europeo di Hannover approva una risoluzione con la quale si istituisce un comitato di esperti, presieduto dal presidente della Commissione europea, Jacques Delors, e composto dai dodici governatori delle banche centrali dei paesi membri, da tre esperti esterni<sup>18</sup> e da un membro della Commissione. Al Comitato Delors viene chiesto *di studiare e di proporre le tappe concrete che devono portare all'unione economica e monetaria*. Il 17 aprile 1989 il Comitato licenzia il *Rapport sur l'union économique et monétaire dans la Communauté européenne*, il cosiddetto Rapporto Delors.

È la premessa dell'Unione Monetaria Europea.

---

<sup>17</sup> Cfr. Rizzuto, *L'Europa monetaria. Dall'età dell'oro all'età dell'euro*, op. cit., p. 136.

<sup>18</sup> Miguel Bayer, ex ministro spagnolo, Alexandre Lamfalussy, direttore generale della Banca Regolamenti Internazionali e Niels Thyngensen, economista danese.

### **1.3 Segue: il Rapporto Delors, le tre fasi dell'Unione Economica e Monetaria**

È il 1989 e per il Consiglio Europeo è giunto il momento dell'istituzione di una unione monetaria e della creazione di una banca centrale europea che governi la politica monetaria comune.

Il Rapporto Delors, redatto a conclusione dei lavori guidati dal presidente della Commissione Europea, definisce l'obiettivo da seguire: *l'unione economica e monetaria*.

Occorre fare tesoro del passato: il rapporto Werner (1971) aveva rappresentato la volontà, degli Stati membri, di realizzare un'unione economica e monetaria; il Serpente prima (1972), lo SME e l'ECU poi (1979) avevano contribuito a determinare una zona di stabilità monetaria. Sulla base di queste esperienze integrative e mediante il consolidamento dello SME e la realizzazione del mercato unico progrediscono, *in parallelo*, l'unione economica e l'unione monetaria, rappresentata, quest'ultima, da *una zona monetaria nella quale le politiche sono gestite congiuntamente al fine di conseguire obiettivi macroeconomici comuni*<sup>19</sup>.

Si individuano, quindi, le tre diverse fasi del processo che avrebbe dovuto condurre progressivamente alla realizzazione dell'Unione economica e monetaria; fasi che troveranno formale consacrazione nel Trattato di Maastricht con cui viene istituita l'Unione Europea<sup>20</sup>.

La prima fase dell'Unione economica e monetaria sarebbe iniziata, su decisione del Consiglio europeo, il 1° luglio 1990, in questa data sarebbero state abolite, in linea di principio, tutte le restrizioni alla circolazione dei capitali tra gli Stati membri. Il Consiglio conferisce, inoltre, nuove e maggiori responsabilità al Comitato dei governatori delle banche centrali degli Stati membri della Comunità Economica Europea: tali responsabilità comprendono lo svolgimento di consultazioni sulle politiche monetarie degli Stati membri e la promozione del coordinamento in tale ambito al fine di conseguire la stabilità dei prezzi e di rafforzare la cooperazione tra le banche centrali.

---

<sup>19</sup> Cfr. *Rapport sur l'unione économique et monétaire dans la Communauté européenne* 17 aprile 1989.

<sup>20</sup> Cfr. <http://www.ecb.int/ecb/history/emu/html/index.it.html>.

Sul piano legale, occorre modificare il trattato che istituisce la Comunità Economica Europea, il Trattato di Roma, al fine di creare l'infrastruttura istituzionale necessaria al completamento della Seconda e Terza fase. Viene, pertanto, convocata, parallelamente alla Conferenza intergovernativa sull'unione politica, la Conferenza intergovernativa sull'Unione economica e monetaria.

I negoziati tra gli Stati membri conducono al Trattato sull'Unione Europea siglato a Maastricht il 7 febbraio 1992<sup>21</sup>. Il Trattato di Maastricht va ad emendare il Trattato che istituisce la Comunità Economica Europea e contiene, tra l'altro, il Protocollo sullo Statuto del Sistema Europeo di Banche Centrali e della Banca Centrale Europea e il Protocollo sullo Statuto dell'Istituto monetario europeo; esso segna una svolta nella configurazione delle prerogative essenziali della sovranità statale ed apre la strada ad una innovativa costruzione dei rapporti e delle forme di integrazione tra gli Stati membri della Comunità Europea<sup>22</sup>.

Il processo di ratifica del Trattato sull'unione Europea, per effetto di alcuni ritardi, si conclude il 1° novembre 1993, consentendo il passaggio alla Seconda fase di istituzione dell'Unione economica e monetaria.

La creazione dell'Istituto monetario europeo (IME), il 1° gennaio 1994, rappresenta l'avvio della Seconda fase e determina lo scioglimento del Comitato dei governatori. L'IME costituisce un consesso per la consultazione, il dibattito e lo scambio di informazioni su questioni di politica monetaria e definisce il quadro regolamentare, organizzativo e logistico necessario affinché il Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC) possa operare nella Terza fase dell'UEM.

Dunque, nell'avanzamento dell'integrazione monetaria della Comunità, l'IME, un istituto a carattere transitorio, assume due funzioni principali: rafforzare la cooperazione tra le banche centrali e il coordinamento delle politiche comunitarie e svolgere i preparativi necessari alla costituzione del SEBC, per la conduzione della politica monetaria unica e per l'introduzione di una moneta comune nella Terza fase.

---

<sup>21</sup> Cfr. Marzona – Caldirola, *Politica economica e monetaria*, in *Trattato di diritto amministrativo europeo*, diretto da Chiti e Greco, tomo I, Giuffrè, 1997, pp. 902 ss.

<sup>22</sup> Cfr. Pellegrini, *Banca Centrale Nazionale e Unione Monetaria Europea. Il caso italiano*, Cacucci Editore, 2003, p. 156.

Caratterizzeranno questa fase due traguardi importanti: il divieto di finanziamento del settore pubblico da parte delle banche centrali e la progressiva realizzazione dell'indipendenza delle banche centrali nazionali. Entrambi questi obiettivi saranno da completarsi, al più tardi, entro la data di istituzione del SEBC.

Nel dicembre 1995 il Consiglio Europeo decide di nominare *euro* l'unità monetaria europea che sarebbe stata adottata con l'avvio della Terza fase dell'UEM e conferma che quest'ultima avrebbe avuto inizio il 1° gennaio 1999.

L'Istituto monetario europeo propone un calendario di eventi per la transizione all'euro e assume il compito di predisporre le future relazioni monetarie e di cambio tra l'area dell'euro e gli altri paesi dell'Unione Europea.

Nel giugno del 1997 il Consiglio Europeo, sulla base del rapporto presentato dall'IME, adotta una risoluzione sui principi e sugli elementi fondamentali dei nuovi *Accordi europei di cambio* (AEC II).

Nel percorso di integrazione, al fine di ampliare e precisare le disposizioni del Trattato di Maastricht, il Consiglio Europeo adotta, nel giugno 1997, il *Patto di stabilità e crescita*, che comprende due regolamenti ed è volto a garantire la disciplina di bilancio nell'ambito dell'UEM.

Il 2 maggio 1998 il Consiglio dell'Unione Europea, nella composizione di capi di Stato o di governo, decide all'unanimità che a soddisfare le condizioni necessarie per la partecipazione alla Terza fase dell'UEM e per l'adozione della moneta unica, sono 11 stati membri dell'UE: Belgio, Germania, Spagna, Francia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. Il Consiglio dell'Unione Europea raggiunge, inoltre, un accordo in merito alle personalità che sarebbero divenute membri del Comitato esecutivo della Banca Centrale Europea (BCE).

Ancora, nel maggio del 1998, i ministri finanziari degli Stati membri che hanno adottato la moneta unica insieme ai governatori delle rispettive banche centrali nazionali, alla Commissione Europea e all'IME, decidono che le parità centrali bilaterali delle valute degli stati membri partecipanti al meccanismo dello SME verranno utilizzate per la determinazione dei tassi irrevocabili di conversione con l'euro.

La Seconda fase di realizzazione dell'Unione monetaria europea si conclude il 25 maggio 1998; in questa data i governi degli undici Stati membri partecipanti nominano il presidente, il vicepresidente e gli altri quattro membri del Comitato esecutivo della BCE; la nomina ha effetto il 1° giugno 1998, è questo il giorno in cui viene istituita la Banca Centrale Europea.

La Banca Centrale Europea e le Banche Centrali Nazionali degli Stati partecipanti costituiranno l'Eurosistema che formula e definisce la politica monetaria unica nella Terza fase dell'UEM.

In conformità dell'art. 123 - ex art 109 - del Trattato che istituisce la Comunità Europea, con l'istituzione della BCE, l'IME conclude il suo mandato ed è, pertanto, posto in liquidazione<sup>23</sup>.

Il 1° gennaio 1999 ha inizio la Terza ed ultima fase di realizzazione dell'Unione Economica e Monetaria.

L'ultima fase dell'UEM comporta l'entrata in vigore dei nuovi Accordi europei di cambio (AEC II) e del *Patto di stabilità e crescita* approvati nel corso degli anni precedenti.

Nella Terza fase, infine, si attua la fissazione irrevocabile dei tassi di cambio delle valute degli Stati membri partecipanti all'Unione monetaria e la conduzione di una politica monetaria unica sotto la responsabilità della Banca Centrale Europea.

Si conclude così un lungo e faticoso cammino iniziato alla fine degli anni sessanta con l'elaborazione del piano Werner<sup>24</sup>, un cammino che affonda le sue radici in un passato più antico e che ci consegna un'Unione Economica e Monetaria la cui struttura rimane, ancora oggi, quella del 1999.

---

<sup>23</sup> Cfr. <http://www.ecb.int/ecb/history/emu/html/index.it.html>.

<sup>24</sup> Cfr. Pellegrini, *Banca Centrale Nazionale e Unione Monetaria Europea. Il caso italiano*, op. cit., p. 156.

## 1.4 Il consolidamento dell'Unione Monetaria Europea: riflessi sugli ordinamenti nazionali

La novità più importante sancita nel Trattato di Maastricht è certamente costituita dalla introduzione dell'Unione Monetaria Europea, la quale appare destinata ad avere riflessi decisivi sugli ordinamenti giuridici degli Stati membri<sup>25</sup>.

Pertanto, per comprendere l'odierna configurazione dell'Unione Monetaria Europea risulta fondamentale analizzare come le disposizioni contenute nel Trattato istitutivo della medesima si siano consolidate nel significativo condizionamento della *sovranità monetaria* dei Paesi membri.

La puntualizzazione degli obiettivi perseguiti con il Trattato di Maastricht, poi confluiti nelle disposizioni CE, evidenzia chiaramente l'intento dei Paesi sottoscrittori di affidare alla *moneta unica* il ruolo di promuovere forme di progresso economico e sociale, in grado di rilanciare il processo di costruzione europea<sup>26</sup>; la moneta unica, dunque, rappresenta una fondamentale innovazione per i singoli Stati dell'Unione.

I Paesi aderenti alla moneta unica devono, nella fase di transizione all'euro<sup>27</sup>, raggiungere una sostenibile *convergenza economica* fondata sui criteri di stabilità dei prezzi, dei cambi, stabilità dei tassi di interesse e di equilibrio della finanza pubblica; essi devono, inoltre, garantire la *convergenza legale*, ovvero la compatibilità delle legislazioni nazionali e degli statuti delle banche centrali nazionali con il Trattato e con gli Statuti del SEBC e della BCE. Questa trasformazione richiesta ai Paesi membri persegue l'obiettivo di una costruzione europea a fondamento della quale vi siano stabilità e crescita duratura.

Dunque per i singoli Stati membri, l'adozione di una moneta unica ha significato l'attuazione di una politica monetaria e di cambio unitarie, questa ha, a sua volta, comportato il superamento delle asimmetrie esistenti affinché i diversi Paesi

---

<sup>25</sup> Cfr. Pellegrini, *Banca Centrale Nazionale e Unione Monetaria Europea. Il caso italiano*, op. cit., p. 162.

<sup>26</sup> Cfr. il *Rapporto della Banca centrale europea su "La politica monetaria unica nella terza fase"*, Roma, settembre 1998.

<sup>27</sup> Fase rappresentata dal triennio compreso tra il 1999, anno di adozione della moneta unica, e il 2002, anno in cui ha inizio l'effettiva circolazione monetaria dell'euro.

dell'Unione potessero raggiungere una posizione paritaria, presupposto dell'ulteriore sviluppo dell'unificazione europea.

Il condizionamento della *sovranità monetaria* dei Paesi membri si esplicita, oltre che nella convergenza ad essi richiesta dall'adozione di una moneta unica, nelle modificazioni che intervengono sull'apparato delle banche centrali nazionali. L'attuazione del Trattato di Maastricht ha comportato, infatti, l'esigenza di ridefinire il ruolo delle banche centrali nazionali. L'unificazione monetaria, la costituzione della Banca Centrale Europea come unica autorità responsabile della politica monetaria dotata dei necessari poteri decisionali, la traslazione a questa della sovranità monetaria nazionale e la sostanziale perdita dei poteri di politica monetaria da parte dei Paesi aderenti, ridimensionano notevolmente la posizione ricoperta dalle banche centrali nazionali<sup>28</sup>.

Nel contesto dell'Unione Monetaria Europea, le banche centrali divengono parte di un'organizzazione che si propone obiettivi riferibili all'intera Comunità e che prevede l'assunzione delle relative decisioni a livello comunitario; esse partecipano ad un articolato e complesso meccanismo di determinazione degli interventi del SEBC, di cui sono parte integrante, e costituiscono, al tempo stesso, i destinatari dell'obbligo di adeguare gli obiettivi nazionali alle indicazioni della Comunità Europea. Di conseguenza le banche centrali nazionali subiscono un forte ridimensionamento del ruolo svolto e dell'autonomia sovranazionale, ma, al contempo, le stesse divengono partecipi di un potere decisionale ed interventistico che interagisce su un'area geograficamente ed economicamente maggiore incrementando la loro sfera di influenza.

A livello interno, il processo di unificazione monetaria non sottrae le singole banche centrali nazionali alla possibile influenza del potere politico, ove si abbia specifico riguardo allo svolgimento di attività diverse dall'emissione di moneta e dalla regolazione dei relativi flussi: si tratta, ad esempio, dell'attività di vigilanza bancaria. Permane, quindi, l'esigenza di pervenire ad una completa sottrazione delle banche centrali nazionali dalle ingerenze delle autorità politiche dei Paesi membri<sup>29</sup>.

---

<sup>28</sup> Cfr. Pellegrini, *Banca Centrale Nazionale e Unione Monetaria Europea. Il caso italiano*, op. cit., p. 173.

<sup>29</sup> Cfr. Ulissi, *Osservazioni sugli aspetti istituzionali del Sistema europeo di banche centrali*, in *Banca, impresa e società*, 1992, n. 1, pp. 91 ss.

Le previsioni dello Statuto della Banca Centrale Europea consentono a quest'ultima *per quanto possibile e opportuno* di utilizzare le banche centrali nazionali *per eseguire operazioni che rientrano nei compiti del Sistema Europeo di Banche Centrali*, secondo quanto disposto, dall'art. 12 comma 1<sup>30</sup>. Tale disciplina determina un sistema monetario comune basato sull'accentramento delle decisioni e sul decentramento dell'attività di analisi e operativa; sono assegnati alle banche centrali nazionali ampi margini di concreta operatività e una funzione analitica e di studio destinata a supportare l'attività decisionale della Banca Centrale Europea. In particolare, ai sensi dell'art. 14 dello Statuto del SEBC e della BCE, alle banche centrali nazionali è consentito di svolgere anche funzioni non connesse con quelle previste dallo Statuto stesso, purché non interferiscano con *gli obiettivi e i compiti del SEBC*. Tale disposizione comporta una responsabilità propria delle banche centrali nazionali rispetto alle funzioni esercitate in ambito finanziario-monetario da queste ultime, nell'esercizio delle proprie competenze.

È la definizione giuridica di tale nuovo profilo delle banche centrali nazionali che segna la ragione della loro permanenza in vita nonostante le importanti modifiche economico-istituzionali recate dal Trattato di Maastricht. Un'organizzazione monetaria così strutturata, inoltre, consente il perseguimento del principio, canonizzato nel Trattato, della *sussidiarietà*: ciascun compito deve essere assolto al più basso livello regionale possibile ed esistono limiti all'accentramento dei compiti che competono agli Stati; alle competenze e alle organizzazioni europee si attribuiscono le sole funzioni necessarie per poter conseguire obiettivi di interesse comunitario, non altrettanto agevolmente raggiungibili quando le stesse siano conservate o affidate alle autorità degli Stati nazionali<sup>31</sup>.

Analizzati gli effetti dell'adozione della moneta unica sulle economie dei Paesi membri, osservata la ridefinizione del ruolo delle banche centrali nazionali conseguente all'istituzione del SEBC, si può comprendere quali siano state le profonde innovazioni istituzionali implicate dal trasferimento delle competenze monetarie a livello europeo.

---

<sup>30</sup> Cfr. Pellegrini, *Banca Centrale Nazionale e Unione Monetaria Europea. Il caso italiano*, op. cit., pp. 174 ss.

<sup>31</sup> Cfr. Pellegrini, *Banca Centrale Nazionale e Unione Monetaria Europea. Il caso italiano*, op. cit., pp. 178 ss.

## **1.5 Segue: il percorso di adeguamento dell'ordinamento italiano**

L'articolazione in tre fasi distinte e caratterizzate da scadenze predefinite, consente all'Italia, insieme agli altri Paesi membri, di raggiungere i livelli richiesti dalla costituzione dell'Unione Monetaria Europea sul piano della *convergenza economica*, valutata, quest'ultima, sulla base di quattro parametri: stabilità dei prezzi, equilibrio della finanza pubblica, stabilità dei tassi di cambio e dei tassi di interesse.

Il perseguimento della *convergenza legale*, anch'essa richiesta nel processo di costruzione dell'Unione Monetaria, si concretizza in un adeguamento dell'ordinamento italiano alla disciplina comunitaria esplicitatosi attraverso più atti normativi.

L'inizio di tale percorso è rappresentato dalla legge n. 433 del 17 dicembre 1997, la quale ha conferito al Governo la delega ad emanare le disposizioni necessarie all'adeguamento della disciplina nazionale alle previsioni del Trattato di Maastricht e dello Statuto del SEBC. Il Governo, nell'esercizio del potere delegato, ha poi emanato il D. Lgs. n. 43 del 10 marzo 1998, contenente le disposizioni di modifica dell'ordinamento della Banca d'Italia. È, infine, il D.P.R. 24 aprile 1998 a determinare l'adeguamento dell'intero Statuto della Banca d'Italia.

Il decreto n. 43 del 1998, all'art. 2, prevede che la Banca d'Italia, in qualità di parte integrante del SEBC, svolga i compiti che le competono e persegua gli obiettivi previsti dall'art. 105, comma 1, del Trattato, e che agisca secondo gli indirizzi e le istruzioni della BCE<sup>32</sup>; tale principio è ribadito anche dall'art. 1 del nuovo statuto, approvato con D.P.R. 24 aprile 1998, il quale definisce la Banca d'Italia come un istituto di diritto pubblico che svolge funzioni bancarie. In materia di detenzione e gestione delle riserve ufficiali, la Banca centrale italiana dovrà attenersi alle previsioni contenute nell'art. 31 dello Statuto del SEBC.

È l'art. 3 del decreto n. 43 a consentire, in armonia con la disciplina del Trattato, l'affermazione, nel nostro ordinamento, del principio di indipendenza della Banca centrale. Nel rispetto del divieto di accesso al credito diretto della Banca centrale e ad altre forme di finanziamento monetario, risulta inevitabile modificare l'art. 25 del T.U.

---

<sup>32</sup> Cfr. Pellegrini, *Banca Centrale Nazionale e Unione Monetaria Europea. Il caso italiano*, op. cit., p. 279.

delle leggi sull'istituto di emissione, rendendo impossibile l'utilizzo del conto corrente del Tesoro presso la Banca Centrale per il finanziamento del debito pubblico<sup>33</sup>.

Il decreto n. 43, oltre a rafforzare l'indipendenza della Banca d'Italia, ridefinisce le competenze in materia di emissione di banconote ed operazioni effettuabili. Una disposizione che consente all'Istituto di compiere gli atti e le operazioni richieste dal ruolo ricoperto all'interno del Sistema, ha sostituito la precedente elencazione tassativa delle operazioni che potevano essere effettuate dalla Banca d'Italia.

Appare evidente come, non nuove disposizioni regolatrici, bensì ampie abrogazioni della normativa interna e frequenti rinvii alle regole comunitarie, rappresentino la strada seguita dal legislatore italiano per l'adeguamento dell'ordinamento nazionale al Trattato sull'Unione Europea e allo Statuto SEBC. Questo rappresenta il chiaro intento di lasciare ampio spazio alla diretta applicazione della disciplina comunitaria nel convincimento che le singole realtà nazionali non fossero ancora pronte ad essere il braccio operativo della nuova istituzione comunitaria.

---

<sup>33</sup> Cfr. Costi, *Unione Monetaria Europea e ordinamenti nazionali della moneta, del credito e del sistema dei pagamenti*, in *Banca, impresa e società*, 1990, n. 1, p. 70.

## CAPITOLO II

# L'ODIERNA ARCHITETTURA EUROPEA DI GOVERNO DELLA MONETA

### 2.1 Il trattato di Maastricht: una moneta e una politica monetaria uniche per perseguire gli obiettivi dell'Unione

A Maastricht dodici Paesi europei decidono di *portare avanti il processo di creazione di un'unione sempre più stretta tra i popoli dell'Europa*, un'unione in cui *le decisioni siano prese il più vicino possibile ai cittadini*, conformemente al *principio della sussidiarietà*<sup>34</sup>.

L'Unione Europea, istituita dal Trattato di Maastricht, affonda le sue radici nella volontà *storica* di porre *fine* alla *divisione del continente europeo* e *segna una tappa fondamentale nel processo di integrazione intrapreso con l'istituzione delle Comunità europee*.

L'obiettivo degli Stati fondatori dell'Unione Europea è quello di *promuovere il progresso economico e sociale, equilibrato e sostenibile, dei loro popoli*, secondo quanto enunciato dall'art. B del Trattato. Tale obiettivo è perseguito mediante la *creazione di uno spazio senza frontiere interne, il rafforzamento della coesione economica e sociale* dei Paesi membri e, in particolar modo, attraverso *l'instaurazione di un'Unione economica e monetaria che comporti una moneta unica e stabile*.

Se il Trattato di Maastricht esplicita le finalità che i Paesi sottoscrittori hanno voluto perseguire mediante l'istituzione dell'Unione economica e monetaria, esso contiene, al tempo stesso, la definizione della struttura organizzativa che gli stessi Stati hanno inteso predisporre per il governo della moneta unica.

---

<sup>34</sup> Tale volontà degli Stati sottoscrittori si evince dall'art. A del Trattato sull'Unione Europea.

*Sono istituiti, secondo quanto previsto dall'art. 4A del Trattato sull'Unione Europea, un Sistema europeo delle banche centrali e una Banca centrale europea che definiscono e conducono una politica monetaria e una politica del cambio uniche<sup>35</sup> nei limiti dei poteri loro conferiti dallo statuto del SEBC e della BCE allegati allo stesso Trattato.*

Sul piano formale va osservato che l'art. 4 del Trattato individua, quali istituzioni comunitarie il Parlamento europeo, il Consiglio, la Commissione, la Corte di Giustizia e la Corte dei Conti senza includere né il Sistema europeo delle banche centrali né la Banca centrale europea; questi ultimi sono introdotti dal successivo art. 4A ma non è loro riconosciuta la qualità di istituzioni.

Dal punto di vista sostanziale le istituzioni sono gli organi costituzionali della Comunità, gli organi attraverso i quali essa agisce. Secondo la forma adoperata dall'art. 4 del Trattato sono gli organi *che assicurano l'esecuzione dei compiti affidati alla Comunità*. Tra i compiti e le finalità attribuiti alla Comunità dal Trattato sono indubbiamente ricompresi, come emerge dagli artt. 2 e 3A, quelli relativi alla realizzazione dell'Unione monetaria; tali compiti sono espressamente attribuiti al SEBC dall'art. 105 del Trattato e dal corrispondente art. 3 del relativo Statuto<sup>36</sup>.

Risulta dunque palese che, sul piano di un'analisi sostanziale, il SEBC e la BCE, alla pari delle istituzioni formalmente individuate come tali, realizzano in misura pregnante uno dei compiti fondamentali affidati alla Comunità.

L'esclusione del SEBC e della BCE dal novero delle istituzioni ha consentito al legislatore di evitare l'applicazione delle norme generali del Trattato a organismi le cui peculiarità richiedono la formulazione di disposizioni *ad hoc*. Parallelamente, si è risolto il problema della doppia imputazione degli atti compiuti, in capo al SEBC (oppure alla BCE) e in capo alla Comunità; tale questione sarebbe sorta se il SEBC e la BCE fossero stati riconosciuti come istituzioni comunitarie.

Tuttavia, pur in assenza di un riconoscimento formale, esiste un regime del SEBC e della BCE analogo a quello delle istituzioni; gli stessi atti – regolamenti e decisioni – emanati dalla BCE sono del medesimo genere di quelli prodotti dalle istituzioni e ne

---

<sup>35</sup> Cfr. Cassese, *La nuova costituzione economica*, Editori Laterza, 2011, pp. 93 ss.

<sup>36</sup> Cfr. Ulissi, *Osservazioni sugli aspetti istituzionali del Sistema Europeo di Banche Centrali*, cit., p. 92.

condividono la medesima disciplina giuridica. Non è pregiudicata, peraltro, l'*equiordinazione* del SEBC e della BCE con le istituzioni comunitarie<sup>37</sup>.

Appare, dunque, chiaramente definita la struttura organizzativa dell'Unione economica e monetaria che i Paesi sottoscrittori del Trattato di Maastricht hanno voluto realizzare nella costruzione dell'Unione Europea.

Il prioritario obiettivo della stabilità dei prezzi, una radicale indipendenza dell'organo di controllo rispetto ai governi e l'istituzionalizzazione della separazione tra politica monetaria e vigilanza bancaria<sup>38</sup> caratterizzano una Unione economica e monetaria fondata su una moneta e una politica monetaria uniche gestite dal SEBC e dalla BCE<sup>39</sup>.

## 2.2 Gli organi di governo della moneta unica

Lo Statuto del *Sistema europeo di banche centrali* e della *Banca centrale europea* introduce la disciplina degli organi di governo della moneta unica operando la distinzione tra *SEBC* ed *Eurosistema*.

Secondo quanto enunciato dall'art. 1 dello Statuto, la BCE e le Banche centrali nazionali *degli Stati membri la cui moneta è l'euro costituiscono l'Eurosistema*.

La Banca centrale europea e le banche centrali nazionali<sup>40</sup> costituiscono un'organizzazione a base federale che rappresenta il *Sistema europeo delle banche centrali*.

L'Eurosistema e il SEBC coesisteranno fintanto che vi saranno Paesi membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro<sup>41</sup>.

---

<sup>37</sup> Cfr. Ulissi, *Osservazioni sugli aspetti istituzionali del Sistema Europeo di Banche Centrali*, cit., p. 93.

<sup>38</sup> La politica monetaria è affidata alla BCE e svolta, dunque, in sede comunitaria; l'attività di vigilanza bancaria è invece esercitata dal Paese di origine per quanto riguarda il *controllo prudenziale*, dal Paese ospitante per quanto riguarda la vigilanza sulla liquidità delle filiali di banche comunitarie.

<sup>39</sup> Cfr. Pellegrini, *Banca Centrale Nazionale e Unione Monetaria Europea. Il caso italiano*, op. cit., p. 162.

<sup>40</sup> Si intendono le banche centrali nazionali di tutti i Paesi membri, indipendentemente dal fatto che abbiano adottato l'euro.

<sup>41</sup> Cfr. <https://www.ecb.int/ecb/orga/escb/html/index.it.html>.

Ai sensi del Trattato CE, il SEBC è incaricato di svolgere le funzioni di banca centrale per l'euro<sup>42</sup>.

Conformemente all'art. 105 del Trattato sull'Unione Europea e all'art. 2 dello Statuto, l'obiettivo principale del SEBC è il *mantenimento della stabilità dei prezzi*. Come risulta precisato nella letteratura economica, il riferimento è ad una stabilità meramente interna, intesa come valore del potere di acquisto di beni e servizi, e non ad una stabilità dei cambi con monete di Paesi terzi<sup>43</sup>. L'attività del SEBC deve essere volta a prevenire fenomeni di *crescita inflazionistica* mediante una politica monetaria rigorosa e credibile che, nel *medio termine*, controlli l'espansione monetaria e influenzi le aspettative degli operatori economici nella direzione della stabilità<sup>44</sup>.

Accanto all'obiettivo prioritario della stabilità dei prezzi, il Sistema agisce al fine di *sostenere le politiche economiche generali della Unione* in modo da contribuire alla realizzazione degli obiettivi della stessa. Tale organismo, cui compete la responsabilità della politica monetaria all'interno dell'Unione, osserva e valorizza il *principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza favorendo*, in tal modo, *una efficace allocazione delle risorse*; esso opera nel rispetto dei valori fondanti dell'Unione Europea. Tali ulteriori finalità sono volte alla concretizzazione di una *crescita equilibrata delle economie e dell'occupazione*, nonché allo sviluppo di una *società equa e solidale*<sup>45</sup>.

La stabilità dei prezzi come obiettivo fondamentale implica non l'individuazione di una scala di priorità, bensì l'assegnazione di ciascuno scopo alle politiche più idonee al suo conseguimento; la stabilità dei prezzi può essere perseguita con gli strumenti di politica monetaria, laddove gli altri obiettivi sono affidati alle altre politiche<sup>46</sup>. In un'ottica di lungo periodo la stabilità dei prezzi giova anche allo sviluppo ed in particolare alla lotta contro la disoccupazione; invece per azioni di breve e medio termine il SEBC può

---

<sup>42</sup> Cfr. Scheller, *Banca centrale europea - Storia, ruolo e funzioni*, pubblicazione reperibile sul sito [www.ecb.int](http://www.ecb.int), p. 43.

<sup>43</sup> Cfr. Stadler, *Der rechtliche Handlungsspielraum des Europäischen Systems der Zentralbanken*, Baden – Baden, 1997, p. 100.

<sup>44</sup> Cfr. Santini, *Banca Centrale Europea* (voce), in *Enc. delle Scienze Sociali Treccani*, vol. IX, 2001, pp. 12 ss.

<sup>45</sup> Cfr. Pellegrini, *Banca Centrale Nazionale e Unione Monetaria Europea. Il caso italiano*, op. cit., p. 190.

<sup>46</sup> Cfr. Amtenbrink, *The stability pact – Placebo or panacea? European business law review*, 1997, pp. 202 ss.

essere obbligato a perseguire la stabilità anche a scapito dell'aiuto alle politiche economiche<sup>47</sup>. Dunque il sostegno delle politiche economiche è ritenuto, dalla letteratura economica, limitato ai casi in cui il SEBC possa ricorrere a due alternative misure di politica monetaria entrambe conformi al principio di stabilità dei prezzi; è questo il caso in cui il SEBC è tenuto ad attuare la politica monetaria che consenta di realizzare il maggiore sostegno allo sviluppo economico<sup>48</sup>.

Il trattato di Maastricht e il relativo Statuto non soltanto definiscono gli obiettivi del SEBC, ma ne individuano altresì le funzioni. Oltre a *definire ed attuare la politica monetaria dell'Unione*, secondo quanto disposto dall'art. 105 del Trattato, ripreso dall'art. 3 dello Statuto, il SEBC svolge *le operazioni sui cambi* in linea con le disposizioni del Trattato, *detiene e gestisce le riserve ufficiali in valuta estera degli Stati membri* e, in ultima analisi, ha la responsabilità di *promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento*.

Il Sistema, oltre allo svolgimento delle funzioni esplicitate, *contribuisce ad una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità* per quanto riguarda la *vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario*.

Nell'adempimento dei compiti ad esso assegnati dal Trattato sull'Unione Europea e dal relativo Statuto, il SEBC si avvale di una organizzazione di tipo federale che ricalca il modello della *Bundesbank* tedesca, l'unica banca centrale europea organizzata su base federale. Ciò, forse, nel tentativo di trasmettere all'istituzione europea quella indipendenza dal potere politico e quella perseveranza nella difesa della moneta che ha contraddistinto il modello elaborato dall'ordinamento tedesco sin dal dopoguerra<sup>49</sup>.

La configurazione federale così definita opera nel più ampio quadro dell'Eurosistema<sup>50</sup> avvalendosi degli organismi della BCE e delle banche centrali nazionali; tali organismi

---

<sup>47</sup> Cfr. Malatesta, *Commento sub art. 105 Tr.*, in Pocar (a cura di), *Commentario breve ai Trattati della Comunità e dell'Unione Europea*, CEDAM, 2001, pp. 518 ss.

<sup>48</sup> Cfr. Louis, *L'Union économique et monétaire*, in *Cahiers de droit européen*, 1992, p. 281.

<sup>49</sup> Cfr. Pellegrini, *Regole comunitarie per l'economia e la finanza*, cit., p. 59.

<sup>50</sup> Il SEBC comprende le BANCHE CENTRALI NAZIONALI di tutti gli Stati membri dell'UE, inclusi quelli che non hanno adottato l'euro perché godono di uno status speciale (la Danimarca e il Regno Unito) o in virtù di una deroga (la Svezia e i dieci nuovi paesi dell'UE). Gli Stati membri non partecipanti hanno mantenuto la propria sovranità monetaria; di conseguenza, le rispettive banche centrali non sono coinvolte nell'assolvimento delle funzioni fondamentali del Sistema. Per aiutare il pubblico a

risultano essere coinvolti nella effettiva esecuzione delle funzioni affidate al SEBC in quanto quest'ultimo non è dotato di personalità giuridica propria, non ha capacità di agire e non dispone di organi decisionali propri.

Diverse sono le motivazioni di natura politica ed economica alla base della creazione di un sistema, anziché di una singola istituzione, per assolvere le funzioni di banca centrale per l'euro.

In primo luogo non sarebbe stato accettabile per motivi politici fondare una banca centrale unica per l'intera area dell'euro, concentrando possibilmente l'attività di banca centrale in una sola sede.

L'impostazione dell'Eurosistema si avvale, poi, dell'esperienza delle banche centrali nazionali e ne preserva l'assetto istituzionale, l'infrastruttura e le capacità e competenze operative; inoltre, le banche centrali nazionali continuano a svolgere alcuni compiti non inerenti all'Eurosistema.

Infine, data l'estensione geografica dell'area dell'euro, si è ritenuto opportuno fornire agli enti creditizi un punto di accesso al sistema di banche centrali in ciascuno Stato membro partecipante; considerata la molteplicità di paesi e culture presenti nell'area dell'euro le istituzioni nazionali possiedono una collocazione migliore, rispetto a un ente sovranazionale, per fungere da punti di accesso all'Eurosistema.

In tal modo la costruzione dell'Eurosistema poggia sulle strutture già costituite delle banche centrali e rispetta la diversità culturale e nazionale dell'area dell'euro. Al tempo stesso, l'autonomia delle banche centrali nazionali favorisce le influenze reciproche e, ove appropriato, l'emulazione delle migliori pratiche, creando un potenziale per il rafforzamento dell'efficienza della gestione operativa all'interno dell'Eurosistema. Alla luce di ciò, nel gennaio 2005 le banche centrali partecipanti hanno definito la missione dell'Eurosistema<sup>51</sup> nonché un'intesa comune sugli intenti strategici e sui principi

---

comprendere la complessa struttura a cui sono assegnate le funzioni di banca centrale, nel novembre 1998 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di introdurre il termine "Eurosistema", che designa la composizione (BCE e BANCHE CENTRALI NAZIONALI degli Stati membri che hanno adottato l'euro) nella quale il SEBC svolge i suoi compiti fondamentali.

<sup>51</sup> Tale obiettivo è rappresentato dal mantenimento della stabilità dei prezzi, ossia dalla salvaguardia del valore dell'euro.

organizzativi in vista di promuovere l'efficacia e l'efficienza nell'assolvimento delle funzioni dell'Eurosistema<sup>52</sup>.

Il SEBC, nella struttura delineata, sarà, pertanto, *governato dagli organi direttivi della BCE* secondo quanto disposto dall'art. 8 dello Statuto sul SEBC e sulla BCE. Conformemente all'art. 129, paragrafo 1, del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea, gli organi decisionali della BCE sono il *Consiglio direttivo* e il *Comitato esecutivo*. Il supremo organo di politica monetaria è il Consiglio direttivo, che prende le *decisioni relative agli obiettivi monetari intermedi, ai tassi di interesse guida e all'offerta di riserve*. Tali decisioni vengono attuate dal Comitato esecutivo, che provvede ad impartire le necessarie istruzioni alle Banche centrali nazionali<sup>53</sup> che pure sono parte integrante del SEBC. Esiste, inoltre, finché vi siano Stati membri con deroga<sup>54</sup>, il *Consiglio generale* che svolge ruoli prevalentemente consultivi e informativi; tra di essi particolare rilievo assume la responsabilità di valutare il grado di convergenza degli Stati inizialmente esclusi dall'adozione della moneta unica.

Il processo decisionale accentrato attraverso gli organi decisionali della BCE non si limita, dunque, alla formulazione delle politiche, ma ne contempla anche l'attuazione da parte della BCE e delle banche centrali nazionali.

Salvo per le mansioni che lo Statuto del SEBC assegna in via esclusiva alla BCE, in quanto nucleo centrale e guida dell'Eurosistema, non viene indicato in quale misura le politiche da essa adottate debbano essere attuate mediante attività svolte dalla stessa oppure tramite le banche centrali nazionali.

Secondo quanto disposto dall'art. 12.1 dello Statuto del SEBC, l'effettiva ripartizione dei compiti all'interno dell'Eurosistema è improntata al principio di decentramento, in virtù del quale, *per quanto possibile e opportuno, la BCE si avvale delle banche centrali nazionali per eseguire operazioni che rientrano nei compiti del SEBC*.

La stessa BCE effettua limitate operazioni: gestisce i fondi propri, sorveglia i sistemi di pagamento e di compensazione transfrontalieri per importi rilevanti e funge da agente di

---

<sup>52</sup> Cfr. Scheller, *Banca centrale europea - Storia, ruolo e funzioni*, op. cit., pp. 45 ss.

<sup>53</sup> Cfr. Pellegrini, *Regole comunitarie per l'economia e la finanza*, cit., pp. 59 ss.

<sup>54</sup> Il Consiglio generale è, infatti, connotato da una natura transitoria.

regolamento per alcuni di questi. Le altre attività operative della BCE includono le operazioni con l'estero, anche se in pratica sono eseguite per la maggior parte dalle banche centrali nazionali.

Occorre specificare che La BCE è dotata di *personalità giuridica* ai sensi dell'art. 107, paragrafo 2, del Trattato CE e gode della capacità giuridica più ampia riconosciuta alle persone giuridiche negli ordinamenti nazionali di ciascuno Stato membro, conformemente all'art. 9.1 dello Statuto del SEBC. Può pertanto acquisire o cedere beni mobili e immobili e stare in giudizio. Inoltre, la BCE beneficia dei privilegi e delle immunità necessari all'assolvimento dei propri compiti, secondo le condizioni stabilite nel *Protocollo sui privilegi e sulle immunità delle Comunità europee* dell'8 aprile 1965<sup>55</sup>.

Più approfonditamente, nella composizione della BCE, il Comitato esecutivo comprende il *presidente*, il *vicepresidente* e *quattro altri membri*; essi sono individuati tra personalità di *riconosciuta levatura ed esperienza professionale nel settore monetario o bancario* e *nominati* con una deliberazione a *maggioranza qualificata* dal Consiglio europeo. Il Consiglio direttivo, secondo quanto sancito dall'art. 10 dello Statuto sul SEBC e sulla BCE, si compone dei sei membri del Comitato esecutivo, nonché dei governatori delle banche centrali nazionali degli Stati membri la cui moneta è l'euro.

Per quanto concerne le responsabilità degli organi decisionali della BCE anzi descritte, lo Statuto prevede che al Consiglio direttivo facciano capo tutte le decisioni ad eccezione di quelle esplicitamente riservate al Comitato esecutivo; tale organismo ha, in particolare, la responsabilità di formulare la politica monetaria dell'area dell'euro. In tale contesto, definisce la strategia di politica monetaria della BCE e il quadro operativo, assume le decisioni necessarie e adotta gli indirizzi a cui le banche centrali nazionali dell'Eurosistema si devono conformare per l'esecuzione delle operazioni di politica monetaria. Al Consiglio direttivo compete inoltre l'emanazione degli *indirizzi* concernenti tutte le altre operazioni delle banche centrali nazionali nonché *le transazioni effettuate dai paesi dell'area dell'euro con i rispettivi saldi operativi in valuta estera*; esso *adotta i regolamenti che la BCE può promulgare in applicazione del*

---

<sup>55</sup> Cfr. Scheller, *Banca centrale europea - Storia, ruolo e funzioni*, op. cit., pp. 45 ss.

*Trattato o per delega del Consiglio dell'UE e autorizza l'emissione delle banconote in euro e il volume di emissione delle monete in euro per l'area; stabilisce le norme necessarie per la standardizzazione delle procedure di rilevazione e rendicontazione contabili relative alle operazioni delle banche centrali nazionali, esercita il diritto di iniziativa legislativa a livello comunitario e assolve la funzione consultiva della BCE, nonché assume decisioni sulla rappresentanza internazionale dell'Eurosistema; il Consiglio direttivo è responsabile, infine, delle decisioni relative all'allocazione delle risorse finanziarie della BCE e alla destinazione dei suoi risultati finanziari nonché delle regole che disciplinano la distribuzione del reddito monetario tra le banche centrali nazionali dell'area dell'euro provvedendo all'adozione del Rapporto annuale e del Bilancio annuale della BCE<sup>56</sup>.*

I compiti affidati, invece, al Comitato esecutivo si identificano con la *preparazione delle riunioni* del Consiglio direttivo, con l'attuazione della politica monetaria dell'area dell'euro *in conformità con gli indirizzi e le decisioni adottati dal Consiglio direttivo* e, ancora, con la gestione degli *affari correnti* della BCE e l'esercizio di *taluni poteri* che, come sancito dall'art. 12.1 dello Statuto, possono essere ad esso *delegati* dal Consiglio direttivo.

Nella volontà di rappresentare l'importanza attribuita dagli autori del Trattato al mantenimento dei legami e della cooperazione tra l'Eurosistema e le banche centrali nazionali degli Stati membri dell'UE che ancora non hanno introdotto l'euro, si configura come organo decisionale della BCE anche il Consiglio generale. La sua esistenza, la sua composizione e le sue competenze riflettono i diversi livelli di integrazione nell'UEM, pertanto, il Consiglio generale sarà sciolto nel momento in cui tutti gli Stati membri dell'UE avranno adottato l'euro come propria moneta.

Il Consiglio generale, in virtù dell'art. 44 dello Statuto, comprende il Presidente, il Vicepresidente della BCE e i governatori di tutte le banche centrali nazionali dei paesi dell'UE; esso svolge i compiti in precedenza propri dell'IME che devono ancora essere assolti dalla BCE nella Terza fase dell'UEM poiché non tutti gli Stati membri hanno adottato l'euro. La sua competenza primaria consiste pertanto nel *fornire pareri sui preparativi necessari per l'adesione all'Eurosistema*; in questo contesto, il Consiglio

---

<sup>56</sup> Cfr. Scheller, *Banca centrale europea - Storia, ruolo e funzioni*, op. cit., pp. 54 ss.

generale *adotta* anche i *rapporti sulla convergenza*. Esso valuta la *sostenibilità dei tassi di cambio bilaterali* tra ciascuna moneta partecipante non appartenente all'area dell'euro e l'euro e offre una sede per il *coordinamento della politica monetaria e del cambio* nonché per *l'amministrazione del meccanismo di intervento e di finanziamento* degli AEC II; contribuisce, infine, all'adempimento delle *funzioni consultive della BCE* e alla *raccolta di informazioni statistiche*<sup>57</sup>.

Ad accomunare gli organi di governo della moneta unica è la caratteristica dell'*indipendenza*: peculiarità del SEBC, della BCE e, conseguentemente, delle banche centrali nazionali è, infatti, la loro indipendenza rispetto all'intervento politico dei governi nazionali, del Parlamento e della Comunità europea<sup>58</sup>.

### **2.3 L'indipendenza della Banca centrale europea**

Uno dei cardini dell'ordinamento monetario dell'area dell'euro è l'*indipendenza* della BCE e delle banche centrali nazionali dei Paesi membri dall'influenza politica. Il principio dell'indipendenza degli organi di governo della moneta non risulta disposto dalla legislazione secondaria, esso è formalmente sancito dall'art. 107 del Trattato di Maastricht e dall'art. 7 dello Statuto sul SEBC e sulla BCE, assumendo, pertanto, un valore *costituzionale*.

Secondo quanto disposto dal Trattato e dal relativo Statuto, *nell'esercizio dei poteri e nell'assolvimento dei compiti e dei doveri* ad essi conferiti né la BCE né una Banca centrale nazionale né un *membro dei rispettivi organi decisionali* possono *sollecitare o accettare istruzioni* dalle *istituzioni* o dagli *organi comunitari*, dai *Governi degli Stati membri* né da qualsiasi altro organo. Le istituzioni e gli organi comunitari nonché i Governi degli Stati membri *si impegnano a rispettare questo principio* e a non cercare di influenzare la BCE, le banche centrali nazionali e i membri dei loro organi decisionali *nell'assolvimento dei loro compiti*.

---

<sup>57</sup> Cfr. Scheller, *Banca centrale europea - Storia, ruolo e funzioni*, op. cit., pp. 63 ss.

<sup>58</sup> Cfr. Pellegrini, *Regole comunitarie per l'economia e la finanza*, cit., p. 59.

L'indipendenza della BCE e delle banche centrali nazionali dal potere politico è considerata come una preconditione per il mantenimento della stabilità dei prezzi e quindi del potere di acquisto della moneta. Questa, a sua volta, viene indicata come obiettivo prioritario, anche se non esclusivo, del SEBC.

Perché il Sistema sia in grado di mantenere la stabilità dei prezzi, evitando conflitti tra interessi nazionali di breve periodo che mettano in pericolo la stabilità stessa, sono indicati, nel Trattato e nel relativo Statuto, i punti di forza su cui si basa l'indipendenza del SEBC da pressioni politiche e tentazioni inflazionistiche<sup>59</sup>.

In primo luogo, ai sensi dell'art. 104 del Trattato e dell'art. 21 dello Statuto, alla BCE e alle banche centrali nazionali è espressamente *vietata* la concessione di credito che si realizzi mediante *concessione di scoperti in conto corrente* e altre *facilitazioni creditizie* o *acquisto diretto di titoli di debito* in favore di istituzioni o organi della Comunità, di amministrazioni statali, di enti o imprese pubbliche nazionali, regionali oppure locali. Se ne deduce che il SEBC non dovrà supportare i deficit nazionali con concessioni di credito.

Inoltre, secondo quanto disposto dall'art. 104 A, è vietata qualsiasi misura, *non basata su considerazioni prudenziali*, che *offra* alle istituzioni e agli organi della Comunità, alle amministrazioni statali o ad altri enti pubblici, ad altri organismi di diritto pubblico o a imprese degli Stati membri *un accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie*. Gli interventi sugli attivi e passivi delle banche attuati a fini di politica monetaria sono contrari, dunque, ai principi comunitari, costituendo *un accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie*<sup>60</sup>.

Gli Stati membri possono coniare monete metalliche, ma necessitano, secondo quanto stabilito dall'art. 105 A del Trattato, dell'approvazione della BCE in merito al *volume del conio* il quale sarà determinato nel rispetto degli obiettivi intermedi, fissati dalla BCE in virtù dell'art. 12 dello Statuto, e del finale obiettivo della stabilità dei prezzi.

---

<sup>59</sup> Cfr. Tenaglia Ambrosini, *La moneta e l'Europa, da Bretton Woods a Maastricht, e oltre*, op. cit., p. 203.

<sup>60</sup> Cfr. Cicardo, in AA.VV., *La nuova legge bancaria*, a cura di Ferro-Luzzi e Castaldi, tomo III, Giuffrè, 1996, pp. 2250 ss.

Nella volontà di creare le condizioni per la minima inflazione compatibile con l'ordinato funzionamento dell'economia, è altresì stabilito, secondo quanto osservato in precedenza nell'analisi del Trattato, che la BCE e le banche centrali nazionali operino senza sollecitare o accettare istruzioni da organi e istituzioni nazionali o comunitari; a tal fine, come disposto dall'art. 14.2 dello statuto, i governatori delle banche centrali nazionali devono rimanere in carica non meno di cinque anni e possono essere rimossi solo per gravi motivi relativi alla loro persona.

L'indipendenza degli organi responsabili della politica monetaria unica è, ancora, garantita dall'uniformazione, da parte dei Paesi membri, della propria legislazione nazionale e degli statuti delle banche centrali nazionali alle disposizioni del Trattato e del relativo Statuto; ciò nel rispetto del contenuto dell'art. 108 del Trattato stesso.

Infine, garanzia indispensabile dell'indipendenza della BCE è rappresentata dalla previsione dell'art. 108 A del Trattato, secondo la quale le decisioni e i regolamenti della BCE non sono soggetti a controllo o approvazione da parte di altro organo comunitario.

L'autonomia della politica monetaria è comunque compatibile con la responsabilità del SEBC nei confronti degli organismi comunitari attraverso una forma di controllo ex post che contribuisce alla trasparenza: la BCE è tenuta a trasmettere al Consiglio e al Parlamento europeo, alla Commissione europea e al Consiglio dei Ministri economici e finanziari una relazione annuale sull'attività del SEBC, sulla politica monetaria svolta nell'anno precedente e nell'anno in corso<sup>61</sup>.

Diverse sono le accezioni della condizione di indipendenza che investe la BCE.

Anzitutto rileva l'*indipendenza istituzionale* descritta dalla formulazione dell'articolo 108 del Trattato che rende illegittimo, per la BCE e per le banche centrali nazionali, accettare o sollecitare istruzioni da qualsiasi organo, pubblico o privato, nazionale o internazionale, enfatizzando il termine *istruzioni*. Il divieto di accettare istruzioni trova riscontro nell'impegno assunto dalle istituzioni e dagli organi comunitari nonché dai governi degli Stati membri di *rispettare questo principio* e di *non cercare di influenzare*

---

<sup>61</sup> Cfr. Tenaglia Ambrosini, *La moneta e l'Europa, da Bretton Woods a Maastricht, e oltre*, op. cit., p. 204.

i membri degli organi decisionali della BCE o delle banche centrali nazionali *nell'assolvimento dei loro compiti*. Non è preclusa, tuttavia, la possibilità di richiedere informazioni rilevanti o di mantenere un dialogo con tali organi.

La BCE e le banche centrali nazionali sono investite di personalità giuridica al fine di garantire, secondo la volontà espressa nel Trattato sull'Unione Europea, l'indipendenza dei membri dell'Eurosistema. Per la BCE, l'*indipendenza giuridica* comporta il diritto di portare controversie dinanzi alla Corte di giustizia delle Comunità europee, al fine di preservare le proprie prerogative qualora siano pregiudicate da un'istituzione comunitaria o da uno Stato membro.

Per corroborare l'indipendenza istituzionale della BCE, lo Statuto tutela l'*indipendenza personale* dei membri dei suoi organi decisionali; in particolare, stabilisce mandati di durata relativamente lunga: un mandato di almeno cinque anni rinnovabile per i governatori delle banche centrali nazionali, un mandato di otto anni non rinnovabile per i membri del Comitato esecutivo<sup>62</sup>. I membri degli organi decisionali della BCE non possono essere rimossi in modo discrezionale sulla base dei risultati conseguiti nella conduzione della politica monetaria, ma unicamente se non rispondono più alle condizioni necessarie per l'esercizio delle loro funzioni o si siano macchiati di una colpa grave. In tali casi, secondo quanto previsto dall'art. 11.4 dello Statuto del SEBC, possono essere dichiarati *dimissionari* dalla Corte di giustizia delle Comunità europee su istanza del Consiglio direttivo o del Comitato esecutivo. Nelle medesime circostanze, il governatore di una banca centrale nazionale può essere *sollevato dall'incarico* dall'autorità nazionale competente in linea con le procedure previste nello statuto della rispettiva banche centrali nazionali. Tuttavia, ai sensi dell'art. 14.2 dello Statuto, una decisione in questo senso può essere portata dinanzi alla Corte di giustizia, che ha giurisdizione su tali questioni, dal governatore interessato o dal Consiglio direttivo.

L'*indipendenza funzionale e operativa* è delineata da diverse disposizioni dello Statuto del SEBC. Alla BCE sono conferiti tutti i poteri e le competenze necessari per realizzare

---

<sup>62</sup> Nel 1998, quando la BCE fu istituita, si applicò un sistema di mandati scaglionati per le nomine dei membri del Comitato esecutivo al fine di assicurare la continuità. Il primo Presidente della BCE fu nominato per otto anni, il primo Vicepresidente per quattro. I rimanenti membri del Comitato esecutivo hanno invece ricevuto un mandato di cinque, sei, sette e otto anni rispettivamente. Una volta completato questo ciclo, nel 2007, tutti i membri del Comitato esecutivo sono nominati per otto anni.

l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi. In particolare, l'Eurosistema detiene la competenza esclusiva in materia di politica monetaria e il monopolio per l'emissione delle banconote; il diritto degli Stati membri di battere moneta è limitato a bassi valori unitari e il volume emesso è soggetto all'approvazione della BCE. Pertanto, la BCE ha il pieno controllo della base monetaria nell'area dell'euro in quanto non è possibile creare moneta avente corso legale contro la sua volontà. In base a quanto enunciato dall'art. 4 del Trattato CE, i dispositivi istituzionali relativi alla politica del cambio assicurano altresì la coerenza con l'obiettivo della stabilità dei prezzi sia per la politica monetaria unica sia per quella del cambio; allo stesso fine, le riserve ufficiali sono concentrate all'interno dell'Eurosistema, la BCE controlla l'utilizzo di tali riserve nonché i saldi operativi residui in valuta estera degli Stati membri. Ancora, l'articolo 101 del Trattato CE vieta all'Eurosistema di finanziare il settore pubblico. L'Eurosistema può liberamente avvalersi, infine, di un'ampia gamma di strumenti per l'attuazione delle sue politiche; questi includono poteri normativi e il diritto di imporre sanzioni applicabili in caso di mancato rispetto dei regolamenti e delle decisioni della BCE.

La BCE e le banche centrali nazionali dispongono di risorse finanziarie e di un reddito proprio e godono di autonomia in campo organizzativo. *L'indipendenza finanziaria e organizzativa* consente all'Eurosistema di svolgere i compiti ad esso assegnati. La gestione finanziaria della BCE è tenuta distinta da quella dell'UE; la BCE dispone di un bilancio proprio e il suo capitale è sottoscritto e versato dalle banche centrali nazionali dell'area dell'euro<sup>63</sup>. Lo Statuto consente altresì alla BCE di adottare autonomamente le condizioni di impiego del suo personale e di organizzare la propria struttura interna come ritiene opportuno. Ogni Stato membro esercita, in qualità di azionista o di legislatore nazionale, una certa influenza sul bilancio, sulla distribuzione degli utili e sull'assunzione dei dipendenti della rispettiva banca centrale nazionale. Tuttavia, in linea con gli statuti delle banche centrali nazionali, l'esercizio dei diritti degli Stati membri è consentito soltanto nella misura in cui non ostacoli la capacità di queste ultime di espletare le funzioni connesse all'Eurosistema<sup>64</sup>.

---

<sup>63</sup> Cfr. <http://www.ecb.int/ecb/orga/independence/html/index.it.html>.

<sup>64</sup> Cfr. Scheller, *Banca centrale europea - Storia, ruolo e funzioni*, op. cit., pp. 81 ss.

L'indipendenza della BCE risultante da tali componenti di autonomia istituzionale, giuridica, personale, funzionale e operativa, finanziaria e organizzativa, consente di tutelare il governo della moneta unica da qualsiasi ingerenza suscettibile di ostacolare il conseguimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi.

L'attenzione posta sulla indipendenza della BCE in funzione della stabilità monetaria mostra che quest'ultima è intesa come un valore fondamentale per l'Unione Europea: moneta e tasso di inflazione costituiscono infatti le variabili strutturali sulle quali si articola il gioco economico europeo<sup>65</sup>.

## **2.4 Segue: il principio della trasparenza e la responsabilità per il proprio operato**

Diversi sono gli elementi che caratterizzano il supremo organo di politica monetaria nella gestione della moneta: la BCE deve in primo luogo rispondere al principio della *indipendenza* sul quale, come analizzato nel paragrafo precedente, si articola l'intera architettura delle relazioni tra i differenti organi comunitari; la Banca centrale per l'euro deve inoltre svolgere i compiti ad essa affidati nel rispetto della *trasparenza* e risulta essere *responsabile per il proprio operato*.

*Trasparenza* significa che la banca centrale fornisce al pubblico e ai mercati in modo aperto, chiaro e tempestivo tutte le informazioni rilevanti sulla propria strategia, sulle valutazioni e decisioni di politica monetaria, nonché sulle proprie procedure<sup>66</sup>. La trasparenza costituisce un obiettivo prioritario al fine di comunicare con il pubblico e rendere, pertanto, la politica monetaria *credibile ed efficace*.

La BCE promuove la propria credibilità illustrando con chiarezza il proprio mandato e comunicando apertamente gli obiettivi di politica monetaria che le consentano di assolvere i propri compiti. È inoltre essenziale che le banche centrali siano aperte e realistiche nelle valutazioni della situazione economica e in merito alle azioni intraprese

---

<sup>65</sup> Cfr. Tenaglia Ambrosini, *La moneta e l'Europa, da Bretton Woods a Maastricht, e oltre*, op. cit., p. 204.

<sup>66</sup> Cfr. <http://www.ecb.int/ecb/orga/transparency/html/index.it.html>.

per adempiere il proprio mandato; esclusivamente in questo modo le aspettative sui prezzi risulteranno essere ben ancorate.

Un forte impegno ad assicurare la trasparenza impone ai responsabili della politica monetaria l'*autodisciplina* che garantisce la coerenza delle relative decisioni e delle spiegazioni fornite. L'*autodisciplina* agevola l'analisi pubblica delle azioni di politica monetaria spronando gli organi decisionali ad assolvere il proprio mandato nel modo più adeguato.

Da ultimo, allo scopo di operare nel rispetto del principio della trasparenza, la BCE annuncia la propria strategia di politica monetaria e comunica la regolare valutazione degli andamenti economici in modo da rendere i propri interventi *prevedibili* nel medio periodo; ciò consente ai mercati di formare aspettative più efficienti e accurate cogliendo la sistematicità delle risposte di politica monetaria agli andamenti e agli shock economici. Se la conduzione della politica monetaria gode di *prevedibilità* le risposte delle autorità competenti possono essere rapidamente recepite nelle variabili finanziarie; questo consente di incrementare l'efficacia degli interventi effettuati accelerando il processo di trasmissione della politica monetaria alle decisioni di investimento e di consumo, nonché producendo gli aggiustamenti economici necessari<sup>67</sup>.

La BCE, avendo assunto la competenza esclusiva per la politica monetaria dell'area dell'euro, è stata investita di un aspetto essenziale della sovranità monetaria. Il rispetto dei principi fondamentali delle società democratiche richiede che la BCE, in quanto istituzione *indipendente* investita di funzioni pubbliche, *renda conto del proprio operato dinanzi ai cittadini e ai loro rappresentanti democraticamente eletti*. Sia il Trattato sia lo Statuto del SEBC contengono una serie di disposizioni che vincolano la BCE a sottoporre le proprie azioni e decisioni al pubblico scrutinio; questo nella volontà di costituire un contrappeso all'indipendenza della banca centrale e nell'interesse della stessa a promuovere il sostegno del pubblico alle sue politiche.

La responsabilità di dar conto del proprio operato è un presupposto fondamentale della legittimità democratica e un cardine delle strutture democratiche: le decisioni relative

---

<sup>67</sup> Cfr. <http://www.ecb.int/ecb/orga/transparency/html/index.it.html>.

alle politiche pubbliche sono legittime se godono della *legittimazione in virtù delle procedure* in quanto direttamente o indirettamente espressione della volontà dei cittadini europei oppure se conseguono la *legittimazione in virtù dei risultati* poiché soddisfano bisogni e attese giustificate dei cittadini<sup>68</sup>.

Il Trattato sull'Unione Europea crea un quadro di riferimento che sottopone la BCE allo scrutinio diretto del pubblico europeo; la BCE spiega e giustifica le proprie decisioni direttamente ai cittadini mediante pubblicazioni disponibili in tutte le lingue ufficiali comunitarie e interventi dei membri dei suoi organi decisionali in tutti gli Stati dell'area dell'euro nonché in altri paesi. Inoltre, il Trattato CE prevede la conduzione di un dialogo regolare con i rappresentanti eletti dei cittadini europei, ossia con il Parlamento europeo.

L'art. 113 del Trattato CE prevede che la BCE presenti una *relazione annuale* sull'attività del SEBC e sulla politica monetaria dell'anno precedente e di quello in corso al Parlamento europeo, al Consiglio dell'UE, alla Commissione e al Consiglio europeo; l'art. 15 dello Statuto del SEBC stabilisce la *pubblicazione di rapporti trimestrali* e di un *rendiconto finanziario consolidato settimanale* dell'Eurosistema.

La BCE, infine, nell'adempimento dell'impegno di responsabilità per il proprio operato si spinge oltre gli obblighi statutari della consueta attività di rendiconto pubblicando un bollettino con cadenza mensile, anziché trimestrale come richiesto, e rendendo disponibili working paper e altre pubblicazioni sul proprio sito Internet<sup>69</sup>.

Negli ultimi decenni l'indipendenza e la responsabilità per il proprio operato, insieme con la trasparenza degli interventi adottati dalla BCE, si sono affermate come elementi indispensabili della politica monetaria delle economie mature ed emergenti. La decisione di rendere la banca centrale indipendente, trasparente e responsabile è saldamente radicata nella teoria economica e nell'evidenza empirica, le quali dimostrano che tale assetto favorisce il mantenimento della stabilità dei prezzi<sup>70</sup>.

---

<sup>68</sup> Cfr. Scheller, *Banca centrale europea - Storia, ruolo e funzioni*, op. cit., pp. 149 ss.

<sup>69</sup> Cfr. <http://www.ecb.int/ecb/orga/accountability/html/index.it.html>.

<sup>70</sup> Cfr. European Central Bank, *The accountability of the ECB*, Monthly Bulletin november 2002.

## 2.5 Quali operazioni di politica monetaria nell'Eurosistema

L'obiettivo finale dell'Unione monetaria è la stabilità della moneta, ne discende che il fine ultimo della BCE deve essere costituito dalla salvaguardia della stabilità dei prezzi; della stabilità del potere di acquisto della moneta si avvantaggia, infatti, tutta la collettività: essa agevola gli scambi commerciali e finanziari, riduce l'alea delle scelte di investimento e sostiene il risparmio<sup>71</sup>.

La capacità della politica monetaria di assicurare la stabilità dei prezzi nel medio periodo si fonda sull'assolvimento, da parte della BCE, dei compiti ad essa assegnati dal Trattato sull'Unione Europea: la banca centrale dei Paesi europei è responsabile della *definizione ed attuazione della politica monetaria dell'Unione*; per onorare tale responsabilità il supremo organo di politica monetaria europea definisce la *regolamentazione della creazione di liquidità*, esercita il *controllo dei mercati dei cambi*, *gestisce le riserve* in valuta estera degli Stati membri; la BCE determina, inoltre, la configurazione delle *politiche di vigilanza sugli enti creditizi e di stabilità del sistema finanziario*, nonché ottempera al *controllo sul regolare funzionamento dei sistemi di pagamento*<sup>72</sup>.

La capacità della BCE di esercitare il controllo monetario, di influire, dunque, sui comportamenti degli aggregati monetari e creditizi e sui tassi di interesse dell'Unione dipende dalla sua abilità di controllare la *base monetaria*.

L'Eurosistema, avendo il monopolio della creazione di base monetaria, è in grado di influire in modo predominante sulle condizioni del mercato monetario e sui relativi tassi di interesse; le variazioni di questi ultimi indotte dalla banca centrale attivano il processo di trasmissione monetaria composto da una serie di meccanismi e di reazioni da parte degli operatori che si ripercuoteranno, in ultima istanza, sugli andamenti di variabili economiche quali il prodotto e i prezzi. Una manovra di politica monetaria impiega normalmente un considerevole lasso di tempo per influire sull'andamento dei prezzi poiché implica, nei suoi diversi stadi, un insieme di meccanismi e di interventi da

---

<sup>71</sup> Cfr. Currie, *Hard-ERM, Hard-ECU and European Monetary Union*, in AA.VV., *Establishing A Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the Us*, a cura di Canzoneri, Grilli, Masson, Cambridge University Press, 1992, p. 130.

<sup>72</sup> Cfr. D'Alessandro, *Il ruolo della Banca centrale europea nell'Unione monetaria europea*, in *Banca, impresa e società*, 1995, n. 1, p. 21.

parte degli operatori; la portata e l'incisività dei singoli effetti possono inoltre variare a seconda dello stato dell'economia, rendendo difficile una stima precisa dell'impatto globale<sup>73</sup>.

I canali di creazione di base monetaria all'interno dell'Unione Europea, analogamente a quanto avviene nei singoli Stati, risultano essere rappresentati dai crediti che la BCE, nel rispetto del principio della sua indipendenza, concede al sistema economico, specificatamente agli operatori economici di paesi non aderenti all'Unione monetaria europea, al settore delle Aziende di credito e ad altri settori.

Una volta che la base monetaria viene immessa nel sistema economico attraverso i crediti che la banca centrale concede ai diversi settori dell'economia, essa si distribuisce tra il pubblico ed il sistema bancario mediante il meccanismo del *moltiplicatore*; la BCE potrà stabilire la quantità di depositi e di prestiti, rispettivamente raccolti e concessi dal/al sistema creditizio, come funzione crescente del volume di base monetaria e come funzione decrescente dei coefficienti di liquidità del pubblico e delle banche<sup>74</sup>.

Nell'Unione Europea la *politica di cambio* disciplinata dall'art. 111 del Trattato è ascrivibile alla responsabilità congiunta del Consiglio europeo e della BCE: il Trattato assegna alla BCE lo svolgimento delle operazioni, mentre la politica è considerata rientrante nelle competenze del Consiglio che ha il potere di concludere accordi di cambio tra l'euro e le altre valute non comunitarie e, in assenza di intese formali, formulare eventuali orientamenti generali di politica del tasso di cambio<sup>75</sup>.

Va considerato, in particolare, che la gestione delle operazioni sui cambi è realizzata dalla BCE mediante un accentramento decisionale e, salvo in casi eccezionali, un decentramento operativo.

La definizione della politica di cambio richiede una stretta collaborazione tra i ministri finanziari e la BCE, dal momento che il tasso di cambio rappresenta una variabile rilevante non soltanto per l'attività economica, ma anche per la stabilità dei prezzi. Da qui l'esigenza che i Governi europei definiscano il quadro generale della politica di

---

<sup>73</sup> Cfr. Scheller, *Banca centrale europea - Storia, ruolo e funzioni*, op. cit., pp. 80 ss.

<sup>74</sup> Cfr. D'Alessandro, *Il ruolo della Banca centrale europea nell'Unione monetaria europea*, cit., p. 23.

<sup>75</sup> Cfr. Pellegrini, *Banca Centrale Nazionale e Unione Monetaria Europea. Il caso italiano*, op. cit., p. 194.

cambio dell'euro nei confronti delle altre principali monete in modo da non creare turbative alla politica monetaria gestita dalla BCE; in tal senso l'art. 111, comma 1 del Trattato prevede che, in caso di accordi formali, la BCE deve essere consultata *nell'intento di pervenire ad un consenso coerente con l'obiettivo della stabilità dei prezzi*<sup>76</sup>.

Secondo quanto disposto dal comma 2 dell'art. 111 del Trattato, il Consiglio può, in assenza di intese formali, formulare orientamenti generali del cambio dell'euro; tale funzione deve, naturalmente, coordinarsi con la gestione degli accordi di cambio o degli ordinamenti generali di competenza della BCE, nel rispetto del finale obiettivo della stabilità dei prezzi. Può accadere, in tale contesto, che i tassi di cambio tra l'euro e le altre monete vengano determinati dal mercato mediante un regime di libera fluttuazione; ciò non esclude, peraltro, che in presenza di situazioni di mercato disordinato, le banche centrali delle diverse aree monetarie possano concordare azioni di intervento sui mercati<sup>77</sup>.

Al fine di garantire il raggiungimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi, l'art. 19 dello Statuto sul SEBC e sulla BCE prevede che la BCE imponga agli enti creditizi di mantenere un deposito sui conti aperti presso le banche centrali nazionali a titolo di *riserva obbligatoria o minima*.

L'ammontare di tale deposito è determinato in relazione all'aggregato soggetto a riserva<sup>78</sup> moltiplicato per il coefficiente di riserva.

Le funzioni fondamentali del regime di riserva obbligatoria sono, da un lato, quella di contribuire a stabilizzare i tassi di interesse del mercato monetario e, dall'altro, quella di ampliare il fabbisogno strutturale di liquidità del sistema bancario, accrescendo la domanda di rifinanziamento presso la banca centrale.

---

<sup>76</sup> Cfr. Cafaro, *I primi accordi della Comunità europea in materia di politica monetaria e di cambio*, in *Il dir. Dell'Unione Europea*, n. 2, 1999, pp. 243 ss.

<sup>77</sup> Cfr. Pellegrini, *Banca Centrale Nazionale e Unione Monetaria Europea. Il caso italiano*, op. cit., p. 196.

<sup>78</sup> L'aggregato soggetto a riserva di un ente creditizio viene definito in rapporto alle passività a breve termine incluse in bilancio. Sono escluse dall'aggregato le passività nei confronti degli altri enti creditizi parimenti assoggettati all'obbligo di riserva, nonché le passività verso la BCE e le banche centrali nazionali.

Tale regime è stato concepito in modo da non comportare oneri a carico del sistema bancario dell'area dell'euro e da non ostacolare l'efficiente allocazione delle risorse; per conseguire tali obiettivi l'ammontare della riserva obbligatoria detenuta dagli enti creditizi è remunerato a un tasso molto prossimo a quello del mercato monetario<sup>79</sup>.

È evidente, infine, come intento dello Statuto del SEBC sia stato quello di creare un meccanismo di formazione e gestione delle riserve particolarmente elastico, fondato sulla possibilità di incrementare i fondi a disposizione della BCE con apporti successivi al conferimento iniziale di ciascuno degli Stati membri; questo allo scopo di garantire la possibilità di assicurare linee di politica monetaria in grado di far fronte a situazioni non valutate, o valutabili, in sede di definizione dei limiti quantitativi originari delle riserve della BCE<sup>80</sup>. La previsione, poi, della possibilità per le banche centrali nazionali di gestire le proprie riserve valutarie in maniera autonoma, fermo comunque l'intervento autorizzatorio della BCE per operazioni superiori ad un certo limite effettuate sul mercato dei cambi, risponde all'ulteriore esigenza di garantire la coerenza con la politica monetaria unica nell'Eurosistema<sup>81</sup>.

Le *operazioni di mercato aperto* costituiscono l'insieme più rilevante di operazioni di politica monetaria adottate dalla BCE. Esse svolgono un ruolo essenziale nell'influenzare i tassi di interesse, nel segnalare l'orientamento di politica monetaria e nel gestire le condizioni di liquidità nel mercato monetario; si realizzano mediante la facoltà della BCE e delle banche centrali nazionali di operare sui mercati finanziari *comprando e vendendo a titolo definitivo, a pronti e a termine, prestando o ricevendo in prestito crediti e strumenti negoziabili*, in euro o in altre valute, nonché metalli preziosi; è altresì concessa alla BCE e alle banche centrali nazionali la possibilità di *effettuare operazioni di credito* con istituti creditizi ed altri operatori di mercato, *erogando i prestiti sulla base di adeguate garanzie*<sup>82</sup>.

---

<sup>79</sup> Tale tasso risulta pari alla media, calcolata sul periodo di mantenimento, dei tassi marginali sulle operazioni di rifinanziamento principali, ponderati in base al numero dei rispettivi giorni di calendario.

<sup>80</sup> Cfr. M. Pellegrini, *Banca Centrale Nazionale e Unione Monetaria Europea. Il caso italiano*, op. cit., p. 199.

<sup>81</sup> Cfr. il documento intitolato *Le riserve valutarie e le operazioni in valuta estera dell'Eurosistema*, in Bollettino mensile della BCE, gennaio 2000, pp. 52 ss.

<sup>82</sup> Tali facoltà sono concesse alla BCE e alle banche centrali nazionali al fine di perseguire gli obiettivi del SEBC e di assolvere i propri compiti, secondo quanto previsto dall'art. 18.1 dello Statuto sul SEBC e sulla BCE.

Le operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema si articolano in differenti categorie a seconda della finalità, della regolarità e della procedura adottata: si possono distinguere le operazioni di rifinanziamento principali dalle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, si individuano, ancora, le operazioni di regolazione puntuale e, infine, le operazioni strutturali.

Le *operazioni di rifinanziamento principali* costituiscono lo strumento più importante della politica monetaria dell'Eurosistema; forniscono la maggior parte della liquidità necessaria al sistema bancario e svolgono un ruolo chiave nell'influenzare i tassi di interesse, nel regolare le condizioni di liquidità sul mercato e nel segnalare l'orientamento della politica monetaria. Le operazioni di rifinanziamento principali vengono effettuate con frequenza settimanale e scadenza a una settimana e sono condotte come aste standard a livello decentrato. Ad esse può partecipare ogni controparte che soddisfi i criteri generali di idoneità<sup>83</sup>.

Nell'intento di fornire liquidità di più lungo periodo al sistema bancario, oltre alle operazioni settimanali di rifinanziamento principali, l'Eurosistema effettua *operazioni mensili a più lungo termine* con scadenza a tre mesi; le modalità di esecuzione si identificano con quelle adoperate nelle operazioni di rifinanziamento principali.

Le *operazioni di regolazione puntuale* sono operazioni di mercato aperto predisposte ad hoc per assorbire o immettere liquidità mirando a regolare le condizioni di liquidità e a influenzare i tassi di interesse del mercato monetario, in particolare per attenuare gli effetti di fluttuazioni impreviste della liquidità sui tassi di interesse. Le operazioni di regolazione puntuale sono solitamente condotte a livello decentrato dalle banche centrali nazionali, ma il Consiglio direttivo può decidere, in circostanze eccezionali, che vengano svolte con procedura bilaterale direttamente dalla BCE<sup>84</sup>.

Da ultimo, la possibilità di condurre *operazioni di tipo strutturale*, prevista dall'assetto operativo dell'Eurosistema, è diretta a correggere la posizione strutturale di liquidità

---

<sup>83</sup> In linea di principio, tutti gli enti creditizi situati nell'area dell'euro sono potenzialmente controparti idonee dell'Eurosistema.

<sup>84</sup> Cfr. Scheller, *Banca centrale europea - Storia, ruolo e funzioni*, op. cit., p. 91.

dell'Eurosistema stesso nei confronti del sistema bancario; tale operazione costituisce un intervento sull'ammontare di liquidità a più lungo termine presente nel mercato.

Alle operazioni di mercato aperto si aggiungono le *operazioni attivabili su iniziativa delle controparti*; ad esse possono fare ricorso, quando necessario, le controparti dell'Eurosistema, usufruendo di *operazioni di rifinanziamento marginale e depositi presso la banca centrale*.

La molteplicità di operazioni attuabili tra banche centrali ed aziende di credito facenti parte dell'Eurosistema ha evidenziato l'esigenza di un efficace ed efficiente *sistema dei pagamenti* che è stato definito come l'insieme degli strumenti, delle procedure, degli operatori, delle infrastrutture, delle norme che concorrono ad assicurare il trasferimento della moneta tra operatori economici<sup>85</sup>.

Il compito dell'Eurosistema di promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento poggia sull'articolo 22 dello Statuto del SEBC, in virtù del quale la BCE e le banche centrali nazionali possono predisporre i mezzi atti ad assicurare sistemi di compensazione e di pagamento efficienti e affidabili all'interno della Comunità e nei rapporti con i paesi terzi.

L'Eurosistema si avvale infatti dei sistemi di pagamento per regolare le proprie operazioni di politica monetaria e di credito infragiornaliero. Poiché tali operazioni devono essere garantite da attività finanziarie, è necessario che le controparti dell'Eurosistema possano contare su un'infrastruttura affidabile ed efficiente per la compensazione e il regolamento delle transazioni in titoli.

La regolare operatività dei sistemi di pagamento e dei sistemi di regolamento titoli è anche di cruciale importanza per il funzionamento del mercato monetario in euro e, più in generale, per altri mercati finanziari nazionali e internazionali, come ad esempio quelli dei cambi, dei titoli e degli strumenti derivati.

In linea con il suo compito statutario di promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento, l'Eurosistema fornisce un'ampia gamma di servizi di pagamento e di regolamento delle transazioni in titoli, fra cui il più importante è il sistema *Target*,

---

<sup>85</sup> Cfr. Brizi – Sasso – Tresoldi, *Le banche e il sistema dei pagamenti*, Il Mulino, 1998, p. 9.

Sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale. Il sistema Target è stato sviluppato dall'Eurosistema per trattare in tempo reale pagamenti in euro di importo rilevante nell'insieme dell'area dell'euro. Target offre condizioni di parità concorrenziale agli operatori di mercato e uno strumento per l'esecuzione sicura e tempestiva delle operazioni di politica monetaria fra le banche centrali nazionali dell'Eurosistema e gli enti creditizi; esso rappresenta il solo sistema per l'elaborazione di pagamenti transfrontalieri in euro direttamente accessibile a tutte le controparti dell'Eurosistema nel quadro delle operazioni di politica monetaria. Target consente pertanto al mercato monetario in euro di funzionare in modo organico, rendendo possibile la politica monetaria unica.

In linea con il mandato conferito dal Trattato CE e dallo Statuto del SEBC, gli obiettivi di *policy* dell'Eurosistema sono volti a garantire la sicurezza e l'efficienza dei sistemi: a tal fine si provvede non solo ad offrire servizi di pagamento e di regolamento delle transazioni in titoli ma, altresì, a sorvegliare i sistemi per garantirne l'efficienza e la sicurezza.<sup>86</sup>

Ai sensi dell'art. 23 dello Statuto sul SEBC e sulla BCE, la BCE e le banche centrali nazionali possono, nell'ambito dell'attuazione delle *operazioni esterne*, stabilire *relazioni con banche centrali e istituzioni finanziarie di paesi terzi* e con *organizzazioni internazionali*, acquistare o vendere a *pronti* e a *termine* tutti i tipi di *attività in valuta estera e metalli preziosi*, *gestire le attività detenute ed effettuare tutti i tipi di operazioni bancarie con i paesi terzi e le organizzazioni internazionali*, ivi incluse le *operazioni di credito attive e passive*.

Tra le funzioni della BCE vi è anche quella di *autorizzare l'emissione di banconote* all'interno della Comunità e di approvare il volume di conio di monete metalliche da parte degli Stati membri; la disciplina di tale tipologia di interventi si innesta sull'art. 106 del Trattato di Maastricht. Le banconote possono essere emesse, dunque fabbricate e messe in circolazione, sia dalla BCE sia dalle banche centrali nazionali: sulla base di un'interpretazione estensiva del principio del decentramento, di cui all'art. 12 dello

---

<sup>86</sup> Cfr. Scheller, *Banca centrale europea - Storia, ruolo e funzioni*, op. cit., pp. 101 ss.

Statuto, è consentito che tale compito sia svolto, a discrezione della BCE, da parte della stessa, delle banche centrali nazionali su delega della prima, o di entrambe<sup>87</sup>.

Occorre ricordare che, col Trattato di Maastricht, i poteri di governo della moneta sono stati trasferiti al SEBC, e quindi alla BCE, mentre quelli di *vigilanza* restano nell'ambito della competenza delle autorità nazionali<sup>88</sup>; la normativa comunitaria in materia di conduzione delle politiche di vigilanza bancaria nell'area dell'Unione ha generato dei contrasti interpretativi che soltanto mediante il ricorso al principio di sussidiarietà possono essere risolti giustificando l'imponente ruolo delle banche centrali nazionali nell'esercizio dell'attività di vigilanza<sup>89</sup>.

Al riguardo, bisogna far riferimento a due specifiche disposizioni contenute nel Trattato sull'Unione Europea; esse fanno esplicito riferimento al coinvolgimento del SEBC e della BCE in materia di vigilanza bancaria. Secondo l'art. 105, comma 5 del Trattato, il SEBC *contribuisce ad una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario*. Il comma 6 del medesimo articolo dispone che il Consiglio, deliberando all'unanimità su proposta della Commissione e previa consultazione della BCE, nonché previo parere conforme del Parlamento europeo, può affidare alla BCE *compiti specifici in merito alle politiche che riguardano la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle altre istituzioni finanziarie, escluse le imprese di assicurazione*.

Il legislatore comunitario ha assegnato agli interventi della BCE in materia di vigilanza prudenziale, intesa come vigilanza sulle singole banche, un ruolo secondario rispetto a quello attribuito alle competenti autorità nazionali; sicché alle legislazioni interne spetta ancora la responsabilità di assumere puntuali forme di regolamentazione<sup>90</sup>.

---

<sup>87</sup> Cfr. Smits, *The European Central Bank. Institutional Aspects*, in *International and comparative law quarterly*, vol. 45, april 1996, pp. 319 ss.

<sup>88</sup> Questo costituisce il quadro definito dal Trattato sull'Unione Europea. Nel corso del 2013 e dell'anno precedente, tuttavia, si è consolidata la volontà degli Stati membri di realizzare una vigilanza *unificata e centralizzata* dell'Unione che, sotto la guida della BCE, conduca all'Unione bancaria europea.

<sup>89</sup> Cfr. Pellegrini, *Banca Centrale Nazionale e Unione Monetaria Europea. Il caso italiano*, op. cit., p. 235.

<sup>90</sup> Cfr. Costi, *Unione monetaria europea e ordinamenti nazionali della moneta, del credito e del sistema dei pagamenti*, cit., p. 68.

Le funzioni di vigilanza sono pertanto assolate a livello nazionale e ripartite secondo i dispositivi istituzionali specifici per ogni Stato membro; in alcuni paesi sono affidate in larga parte o esclusivamente alle banche centrali nazionali, in altri sono svolte da organismi a sé stanti in collaborazione con la rispettiva banca centrale.

Il contributo fornito dalla BCE ad una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario consiste principalmente nel promuovere la cooperazione tra le banche centrali e le autorità di vigilanza su questioni di interesse comune concernenti le politiche in materia di vigilanza prudenziale e stabilità finanziaria; esso si concretizza, inoltre, nell'adempimento delle funzioni consultive di cui agli articoli 4 e 25.1 dello Statuto del SEBC. Infine, la BCE coopera con altre istanze competenti su questi temi a livello europeo. Occorre ricordare, a tale proposito, che il primo passo verso la collaborazione tra autorità di controllo viene compiuto con il Concordato di Basilea del luglio 1974; da tale accordo, cui hanno partecipato i Governatori delle principali banche centrali, è scaturita la collaborazione istituzionale realizzata dall'attuale Comitato di Basilea<sup>91</sup>. Oltre alle relazioni poste in essere dal Comitato di Basilea, la BCE contribuisce alla nuova struttura dell'UE per la regolamentazione, la vigilanza e la stabilità del settore finanziario, partecipando al Comitato europeo dei valori mobiliari e ospitando e coadiuvando il Comitato per la vigilanza bancaria (BSC)<sup>92</sup>.

Dopo Maastricht, dunque, le problematiche della vigilanza sulle istituzioni bancarie con un'articolazione multinazionale restano affidate ai principi concordati in sede internazionale, principi volti a realizzare una progressiva convergenza degli standards e delle pratiche di vigilanza dei diversi paesi<sup>93</sup>.

---

<sup>91</sup> Va, tuttavia, tenuto presente che il Comitato non ha alcun potere sovranazionale in materia di vigilanza bancaria e i suoi documenti ufficiali non hanno forza di legge. Esso tende ad elaborare standard generali di vigilanza, regole che individuano linee guida e raccomandazioni di condotta per le autorità di vigilanza senza garantire tempi e modalità omogenei degli interventi necessari per un effettivo coordinamento. Per approfondimenti su tale aspetto cfr. Pellegrini, *Regole comunitarie per l'economia e la finanza*, cit., pp. 63 ss.

<sup>92</sup> Il BSC è un comitato del SEBC creato dal Consiglio direttivo della BCE nel 1998 per assumere le funzioni precedentemente assolate dal Sottocomitato di vigilanza bancaria.

<sup>93</sup> Cfr. Pellegrini, *Regole comunitarie per l'economia e la finanza*, cit., p. 63.

Per concludere, in virtù dell'art. 24 dello Statuto del SEBC e della BCE, oltre alle operazioni derivanti dall'assolvimento dei propri compiti, la BCE e le banche centrali nazionali possono *effettuare operazioni* per i loro *scopi amministrativi* e per il *proprio personale*.

## CAPITOLO III

# LA POLITICA MONETARIA TRA CONFERME E PROPOSTE DI RIFORMA

### 3.1 Crisi finanziaria e dei debiti sovrani: i limiti dell'Unione economica e monetaria

Lo scioglimento dell'antico vincolo tra moneta e sovrano nazionale appartiene alla storia recente di un'Europa nata dal processo di unificazione del Mediterraneo iniziato da Fenici e Greci<sup>94</sup>. Antiche, dunque, sono le radici di un'architettura europea oggi conosciuta sotto la forma di *Unione economica e monetaria*. Lungi dall'essere completata è la costruzione europea, continuamente alimentata, ieri come oggi, dalle instabilità intrinseche al mondo della finanza e della moneta<sup>95</sup>.

La crisi finanziaria iniziata nell'estate del 2007, ha riguardato inizialmente *asset* finanziari emessi dal settore privato, estendendo poi i suoi effetti, a partire dalla seconda metà del 2010, al mercato dei titoli del debito sovrano che ha evidenziato gravi squilibri, mettendo a dura prova la tenuta dell'Eurosistema e di alcuni paesi dell'eurozona in particolare<sup>96</sup>.

Gli accadimenti della crisi finanziaria vanno ricondotti ad un inappropriato uso dei meccanismi di cartolarizzazione correlato alla stipula di mutui sub-prime e, più in generale, all'esplosione del fenomeno dei derivati e alle relative degenerazioni<sup>97</sup>. Un effetto domino, favorito dal carattere banco centrico di numerosi sistemi finanziari, dal

---

<sup>94</sup> Cfr. Aymard, *Nuove regole per affrontare la società globale*, in M. Moussanet (a cura di), *Duemila. Verso una società aperta*, op.cit., p. 73.

<sup>95</sup> Cfr. Padoa-Schioppa, *Il futuro della moneta liberata*, op. cit., p. 214.

<sup>96</sup> Cfr. Capriglione – Semeraro, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione Europea tra rischi ed opportunità*, UTET, 2012, pp. 1 ss.

<sup>97</sup> Cfr. Visco, *La crisi finanziaria e le previsioni degli economisti*, Lezione al Master di II livello in Economia Pubblica presso l'Università La Sapienza, 4 marzo 2009, saggio reperibile sul sito [www.bancaitalia.it](http://www.bancaitalia.it).

processo di globalizzazione in atto e dalla carente azione di vigilanza pubblica sul settore bancario e finanziario, ha prodotto una rapida diffusione della crisi in gran parte del pianeta.

Strettamente correlata alla crisi finanziaria insorta nel 2007 è la *sovereign debt crisis* che si registra in alcuni Stati europei nel corso del 2010: in letteratura il fenomeno della crisi dei debiti sovrani è stato spiegato come conseguenza degli interventi effettuati da alcuni paesi per la salvaguardia dei propri sistemi finanziari al cospetto della *subprime mortgage financial crisis*, vale a dire come implicazione negativa del deterioramento dei conti pubblici causato dagli impegni assunti per far fronte alla crisi finanziaria<sup>98</sup>.

L'insorgere di un processo recessivo si pone a fondamento di un'aspettativa di incapacità degli Stati di ridurre il proprio debito e genera una realtà economica incerta e precaria che vede alcuni Stati vittima di una destabilizzante speculazione<sup>99</sup>.

La crisi finanziaria e quella dei debiti sovrani hanno comportato l'esigenza, per i paesi dell'Unione monetaria di rivedere la tipologia degli interventi atti a contenere ulteriori forme espansive degli squilibri presenti nei sistemi economici.

Quando, nel settembre del 2008, in seguito alla bancarotta di Lehman Brothers, sui mercati scoppia il panico, l'Europa, appare lontana dalle sofisticazioni Usa, ma i mercati si mostrano profondamente collegati e anche i titoli azionari dell'area dell'euro cominciano a perdere terreno. La BCE conduce aste settimanali di rifinanziamento a tasso fisso per fornire liquidità al sistema finanziario e, nel maggio del 2009, nuove operazioni LTRO<sup>100</sup> di finanziamento alle banche con scadenza a un anno.

Intanto la crisi incalza, nel 2009 anche le borse europee toccano nuovi minimi, a fine anno scoppia il caso della Grecia, il governo appena insediatosi rivede radicalmente, infatti, le stime sul bilancio, l'Europa chiede interventi immediati.

Le operazioni attuate dalla BCE portano i tassi dell'Eurozona all'uno per cento e i listini azionari reagiscono con una rimonta che promette quasi la ripresa. Ma, a partire

---

<sup>98</sup> Cfr. Colombini – Calabrò, *Crisi finanziarie. Banche e Stati*, UTET, 2011, pp. 69 ss.

<sup>99</sup> Cfr. Capriglione – Semeraro, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione Europea tra rischi ed opportunità*, op. cit., p. 23.

<sup>100</sup> Long Term Refinancing Operation.

dall'ottobre del 2009 si assiste ad un fenomeno di ripiegamento dei mercati che, a fronte di segnali di ripresa dell'azionario Usa, rende la crisi sempre più europea<sup>101</sup>.

All'inizio del 2010, mentre cominciano a scricchiolare le economie di Portogallo e Spagna, nasce l'Efsf<sup>102</sup>, la BCE appronta il Securities Markets Programme che le consente di intervenire nel mercato dei titoli di Stato<sup>103</sup> e vengono effettuati e pubblicati gli stress test condotti sulle principali banche europee.

Nel novembre del 2010 anche l'Irlanda chiede aiuto all'Europa. Si cerca di intervenire progettando il fondo salva-stati permanente ESM che ha preso, poi, il posto dell'Efsf. Nonostante gli interventi, però, l'Europa periferica sembra un colabrodo e i fantasmi di un default dell'Italia o della Spagna agitano a più riprese gli investitori<sup>104</sup>.

Nel corso del 2011, in seguito alla richiesta di intervento del Portogallo e alla nomina di Draghi come presidente della BCE, importante è l'approvazione, da parte del Consiglio europeo, della *six-pack*, la riforma della governance economica europea con la quale gli Stati membri si sono sottoposti a controlli sul budget e sul bilancio pubblico accettando una politica di rigore.

Nel 2012 sarà Cipro a chiedere aiuto all'Unione Europea dopo che le perdite sui titoli greci hanno messo in crisi il suo sistema bancario. Nel corso dello stesso anno i leader UE danno il via libera al *fiscal compact* con vincoli di bilancio più stretti<sup>105</sup>.

Nel marzo del 2013 si aggravano le condizioni del sistema finanziario cipriota ed anche in questo avvenimento il ruolo della Bce appare fondamentale: dopo le minacce di tagliare i fondi alle banche del paese nel caso in cui quest'ultimo non arrivi ad una decisione, si decide un prelievo forzoso sui depositi oltre i 100 mila euro, una loro

---

<sup>101</sup> Cfr. lo speciale *Gli interventi della Banca centrale durante la crisi* reperibile sul sito [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it).

<sup>102</sup> L'European Financial Stability Facility, detto fondo salva-Stati, è uno strumento costituito dagli Stati membri dell'Unione monetaria al fine di sostenere finanziariamente i Paesi in difficoltà preservando la stabilità finanziaria dell'Eurozona nel corso della crisi economica. Prenderà il suo posto l'ESM: European Stability mechanism.

<sup>103</sup> Gli interventi risultano però molto limitati perché la Germania e altri Paesi membri avversano la mutualizzazione del debito europeo che ne può seguire.

<sup>104</sup> Cfr. lo speciale *Gli interventi della Banca centrale durante la crisi*, cit.

<sup>105</sup> Cfr. Bussi, *Un anno di spread tra Bce, Ue e manovre*, in *Il Sole 24 Ore*, del 30 Luglio 2012, p. 4.

conversione in titoli bancari, un accorpamento della seconda banca del Paese nella prima e ad altre misure molto dure per Cipro<sup>106</sup>.

Si evidenziano, negli anni della crisi, i limiti di un'Unione europea fondata sul presupposto che determinati livelli di convergenza economica e giuridica possano essere sufficienti a sostenere linee di sviluppo comuni rese possibili dalla moneta unica.

Emergono le difficoltà applicative della delega contenuta nel Trattato di Maastricht alla BCE per la gestione della moneta e dei cambi: ciò con riguardo al disposto dell'art. 123 del Trattato sull'Unione Europea che vieta la concessione di facilitazioni creditizie agli Stati dell'Unione, e in particolare l'acquisto di titoli pubblici da parte della BCE e delle banche centrali nazionali e al contenuto del successivo art. 125 che sancisce il cosiddetto *no bail out*, ovvero il divieto per uno Stato membro di acquistare il debito di un altro Stato dell'Unione.

Le tensioni sul debito sovrano, nonché la fuga dei capitali al di fuori dell'eurozona, evidenziano l'insufficienza degli interventi di natura non convenzionale adottati dalla BCE al fine di incrementare la liquidità del sistema bancario dell'eurozona e, dunque, mettere a disposizione di quest'ultimo i fondi adeguati per un allentamento della restrizione del credito.

Tali operazioni appaiono, in un primo momento, decisive per il salvataggio dal *credit crunch*, ma non potranno nel lungo periodo tamponare le crescenti difficoltà di una crisi che, al di là del suo carattere economico finanziario, investe le fondamenta dell'UE, vale a dire la capacità dei Paesi membri di riuscire a stare insieme senza il collante dell'unione politica<sup>107</sup>.

La volatilità dei mercati ed il clima di diffusa incertezza lasciano intravedere poche vie d'uscita dalla situazione di impasse in cui molti paesi versano; da più parti ci si

---

<sup>106</sup> Cfr. lo speciale *Gli interventi della Banca centrale durante la crisi*, cit.

<sup>107</sup> Cfr. Capriglione – Semeraro, *Financial crisis and sovereign debt. The European Union between risks and opportunities*, in *Law and Economics Yearly Review*, vol. 1, part 1, 2012, pp. 5 ss.

interroga su quale possa essere la soluzione corretta per impedire che la crisi finanziaria, e con essa quella del debito sovrano, non finiscano col travolgere l'euro<sup>108</sup>.

Occorre, in primo luogo, riflettere sulla cornice entro la quale l'Eurosistema è tenuto ad operare: stabilità dei prezzi, finanza pubblica sana e bilancia dei pagamenti sostenibile. Rileva in argomento la mancata riferibilità al rapporto *debito pubblico-PIL* che avrebbe consentito di evitare, in alcuni Stati, forme di smisurata crescita della *spesa*<sup>109</sup>. A ciò si aggiungano le difficoltà che i paesi dell'eurozona sono, oggi, costretti ad affrontare in virtù dei divari connessi a differenze strutturali riscontrabili nelle diverse realtà degli Stati membri già nella fase costitutiva dell'Unione e non ancora colmati. Emergono, inoltre, i limiti della supervisione pubblica sull'attività finanziaria, limiti che mostrano un'insufficiente armonizzazione delle normative prudenziali con la conseguenza di incertezze nell'individuazione di soluzioni condivise e di una ridotta capacità di analisi dei rischi macroprudenziali<sup>110</sup>.

La letteratura sottolinea, infine, come la condotta della BCE improntata ad operazioni non convenzionali a sostegno dei debiti sovrani non appaia immediatamente riconducibile all'azione sua propria<sup>111</sup>. Di qui l'urgenza di una ridefinizione delle funzioni della banca centrale per l'euro che sia ancorata ad una sottostante realtà politica in ragione del superamento della sperimentazione ipotizzata nel Trattato di Maastricht con il quale gli Stati membri hanno ritenuto di poter conseguire, attraverso la sola unione monetaria, una coesione tra i governi europei idonea ad assicurare la tenuta del sistema<sup>112</sup>.

I paesi dell'eurozona versano dunque in un contesto di difficoltà risultante dalla mancata attuazione delle *promesse della moneta unica*, tradite, nei fatti, da convergenze

---

<sup>108</sup> Cfr. Alesina – Giavazzi, *C'è una sola via d'uscita*, editoriale del *Corriere della sera* del 24 novembre 2011.

<sup>109</sup> Cfr. Capriglione – Semeraro, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione Europea tra rischi ed opportunità*, op. cit., p. 13.

<sup>110</sup> Cfr. Boccuzzi, *Gli assetti proprietari delle banche. Regole e controlli*, Giappichelli, 2010, pp. 185 ss.

<sup>111</sup> Cfr. Reichlin, *Tassi e ruolo della BCE*, in *Corriere della Sera*, 18 agosto 2011.

<sup>112</sup> Cfr. Capriglione – Semeraro, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione Europea tra rischi ed opportunità*, op. cit., pp. 4 ss.

economiche inadeguate e da una volontà politica poco disposta a dare realmente corso al disegno programmatico sotteso all'Unione monetaria<sup>113</sup>.

### **3.2 Segue: le politiche monetarie negli anni della crisi: BCE e Fed a confronto**

La crisi finanziaria manifestatasi, a partire dall'estate del 2007, nelle interrelazioni tra gli andamenti negativi dei mercati finanziari, nelle difficoltà degli intermediari finanziari, nelle tensioni sui debiti pubblici, nonché nelle turbolenze sui mercati dei cambi, produce i suoi riflessi sugli strumenti finanziari, sugli stati e sulle banche centrali indicando correlazioni, interdipendenze ed instabilità finanziaria<sup>114</sup>. Differenti sono le risposte di politica monetaria adottate ai lati opposti dell'atlantico.

Le decisioni in merito agli interventi di politica monetaria e, di conseguenza, la loro concreta attuazione non possono che discendere dalle finalità che le stesse autorità di politica monetaria intendono perseguire.

Negli USA, il fondamento giuridico dell'operare della *Federal Reserve* è da rinvenirsi nel *Federal Reserve Act*, nel suo Statuto ed in altri atti legislativi e documenti che, nel corso della sua lunga storia, ne hanno modificato, integrato ed adattato i compiti istituzionali, secondo le mutate esigenze dell'economia americana<sup>115</sup>. La sezione 2A del *Federal Reserve Act*, legge costitutiva del *Federal Reserve System*, sancisce testualmente: *The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates. Pieno impiego, stabilità dei prezzi e dei tassi di*

---

<sup>113</sup> Cfr. Di Taranto, *Le basi problematiche della moneta europea*, in *Aspenia, I futuri del capitalismo*, 2012, n. 56, pp. 176 ss.

<sup>114</sup> Cfr. Colombini, *Banche, Stati e Banche centrali nelle crisi finanziarie. Evoluzione e prospettive*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n. 3, 2012, pp. 160 ss.

<sup>115</sup> Cfr. Di Giorgio, *Lezioni di economia monetaria*, terza edizione, CEDAM, 2007, p. 79.

*interesse* sono dunque gli obiettivi che devono guidare l'assunzione di decisioni da parte del FOMC, organo decisorio della Fed. Oltre a non essere previsto alcun ordinamento gerarchico degli obiettivi da perseguire, è assente, nei documenti di riferimento, la definizione di un esplicito vincolo a parametri ufficiali di carattere numerico: tali caratteristiche implicano una notevole autonomia e flessibilità di comportamento della Fed nella gestione della politica monetaria.

Nell'ambito dell'architettura istituzionale europea, il Trattato sull'Unione Europea ed il relativo Protocollo sullo Statuto del SEBC e della BCE assegnano alla Banca centrale europea il compito prioritario ed irrinunciabile di perseguire la *stabilità dei prezzi*; solo *subordinatamente* a tale obiettivo la BCE può contribuire a sostenere le *politiche economiche comuni* orientate allo sviluppo. Peraltro, a seguito della revisione della strategia di politica monetaria compiuta nel maggio del 2003, la BCE ha definito il perseguimento di una politica di *inflation targeting*<sup>116</sup> volta a conseguire un obiettivo di inflazione su *livelli prossimi al due per cento nel medio periodo*<sup>117</sup>.

L'assetto istituzionale, giuridico, finanziario, organizzativo ed operativo cui L'Eurosistema risulta improntato, rendono la Banca centrale europea maggiormente *indipendente* rispetto alla Federal Reserve. Al contrario, nell'analisi dei processi decisionali che informano la politica monetaria nelle sue diverse dimensioni, la Fed gode di una più ampia *trasparenza* con riguardo alla BCE. La Banca centrale americana, infine, risulta essere esplicitamente assoggettata ad un meccanismo di *responsabilità* previsto in caso di fallimento nel perseguimento degli obiettivi di politica monetaria; la BCE, viceversa, non risponde del proprio operato in termini di *accountability*.

Il sussistere di tali elementi distintivi, nonché l'impiego di una diversa struttura di *governance* tra le due banche centrali si riflette sulle modalità operative impiegate nella conduzione della politica monetaria in contesti normali così come in situazioni di crisi.

---

<sup>116</sup> Regime di politica monetaria orientato direttamente al controllo del tasso di inflazione, basato sul riconoscimento della stabilità dei prezzi come obiettivo prioritario della politica monetaria, ma anche su altre caratteristiche specifiche, adottato nei primi anni '90 da alcuni paesi, tra cui Nuova Zelanda e Regno Unito. Si veda al riguardo Walsh, *Monetary Theory and Policy*, MIT Press, second edition, 2002, passim.

<sup>117</sup> Cfr. Di Giorgio, *Lezioni di economia monetaria*, op.cit., p. 80.

Per il raggiungimento dei propri obiettivi, l'Eurosistema si avvale di un insieme di strumenti di politica monetaria: conduce *operazioni di mercato aperto*, offre *operazioni su iniziativa delle controparti* e impone agli istituti di credito di detenere *riserve obbligatorie* su conti presso la Banca centrale europea<sup>118</sup>.

Tra gli interventi di politica monetaria tradizionalmente posti in essere dalla Fed, si individuano, invece, operazioni di *discount lending*, *operazioni di mercato aperto*, nonché l'applicazione di *coefficienti di riserva obbligatoria*.

Ai *prestiti allo Sportello di Sconto* possono accedere, individualmente, tutte le banche usufruendo di un tasso fisso individuato dal tasso di sconto e, pertanto, più elevato del tasso di interesse di mercato. Occorre rilevare, inoltre, che la BCE effettua le operazioni di rifinanziamento principali e quelle di rifinanziamento a più lungo termine con una frequenza settimanale e mensile, la Fed, al contrario, svolge le *operazioni di mercato aperto* su base giornaliera. L'applicazione dei *coefficienti di riserva obbligatoria* da parte della Fed, si caratterizza, infine, per l'assenza di remunerazione e per la previsione di un periodo di mantenimento pari a quindici giorni<sup>119</sup>.

Lo sviluppo degli eventi della crisi finanziaria prima, e dei debiti sovrani poi, ha sollevato i limiti delle misure tradizionali di intervento adottate dalle Banche centrali sul mercato europeo così come in quello statunitense.

Sul mercato americano il *Fed funds rate*, ovvero il tasso obiettivo sui depositi presso la Fed, ha avvicinato, durante la crisi, il limite inferiore di zero, limite oltre il quale non può ovviamente spingersi la politica monetaria. Tale accadimento, insieme con l'inefficacia degli strumenti tradizionali adottati per contrastare gli effetti recessivi della crisi finanziaria, ha palesato la necessità di elaborare strumenti innovativi che alleviassero le tensioni sorte sul mercato monetario e ne mitigassero gli effetti sull'economia reale e sull'andamento dell'inflazione.

Nell'agosto del 2007 la Fed ha intrapreso una politica monetaria espansiva di *quantitative easing* che ha prodotto, mediante il riacquisto di buoni del tesoro, nonché di

---

<sup>118</sup> Si veda EUROPEAN CENTRAL BANK, *Economic Bulletin*, April 2002.

<sup>119</sup> Per un'analisi più approfondita degli strumenti di politica monetaria della Federal Reserve si consulti il sito <http://docenti.luiss.it/digiorgio/courses/economia-monetaria-e-creditizia/>.

mutui ipotecari, l'immissione di una enorme quantità di moneta sui mercati. Ancorando l'alleggerimento quantitativo all'andamento del mercato del lavoro ed intensificando, negli anni successivi, le manovre straordinarie sostenute per inviare segnali espansivi ai mercati, la politica monetaria americana ha conseguito la manifestazione di segnali di ripresa.

Viceversa, si è registrato, in Europa un circuito di recessioni e stagnazione. Non mancano le similitudini tra le politiche monetarie condotte dalla BCE da un lato e dalla Fed dall'altro: entrambi gli istituti hanno promosso, infatti, un graduale abbassamento dei tassi di interesse con l'obiettivo di fornire al sistema finanziario una liquidità adeguata e ridare fiato all'economia<sup>120</sup>. Diversi sono risultati essere i tempi di intervento: negli Stati Uniti si è deciso immediatamente di abbassare il costo del denaro, l'Europa ha inizialmente reagito con un innalzamento dei tassi a cui è seguito un allentamento che ha posticipato le manovre di diversi mesi.

Con l'approssimarsi del limite dello zero nei tassi d'interesse, che rischiava di spuntare l'arma della politica monetaria, anche la BCE ha promosso manovre straordinarie di carattere espansivo basate sull'acquisto di asset finanziari.

La politica espansiva posta in essere dalle due banche centrali riflette le differenti finalità di politica monetaria che i due istituti intendono perseguire: gli interventi di riacquisto dei titoli di Stato, nonché le manovre straordinarie della BCE sono stati vincolati a variabili politiche e non ad un semplice indicatore economico quale è l'andamento del mercato del lavoro. La Bce può intervenire in favore di uno Stato in crisi mediante un finanziamento diretto delle sue banche operato dal fondo salva-stati Esm, esclusivamente se lo Stato interessato accetta un programma di rientro economico dagli squilibri e quindi cede un'ampia fetta della propria sovranità nazionale in cambio degli aiuti economici.

Gli interventi straordinari eseguiti dalla massima autorità monetaria dell'area dell'euro sono sempre giustificati dall'esclusiva priorità di difesa della moneta unica; operare nell'Eurosistema per incoraggiare l'occupazione o la crescita economica significa, per

---

<sup>120</sup> Cfr. lo speciale *BCE e Fed: differenze di obiettivi a cavallo dell'atlantico* reperibile su [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).

la BCE, trascendere i propri compiti. Per quanto strettamente legata al contesto economico, il sostegno all'occupazione è demandato, in Europa, all'autorità politica.

Il confronto tra la politica monetaria operata dalla BCE e quella condotta, invece, dalla Federal Reserve costituisce un elemento di ricostruzione dell'analisi economica che, ancora una volta, dimostra i limiti, talvolta drammatici, dell'integrazione nell'Unione Europea.

### **3.3 Unione bancaria, di bilancio e politica nel grande cantiere UE**

Un grande cantiere per costruire le fondamenta di una Unione Europea più forte. Con impalcature ancora fragili perché esposte ai venti contrari della crisi che non appaiono essersi definitivamente sopiti<sup>121</sup>. Si presenta così l'Europa, con lavori in corso su almeno tre principali direttrici: l'*Unione bancaria*, l'*Unione di bilancio*, nonché l'*Unione politica* costituiscono i fronti sui quali si decide il futuro dell'Eurozona.

L'*integrazione nel sistema bancario* risponde all'esigenza di garantire una trasmissione adeguata all'economia delle iniziative di politica monetaria. Avere un sistema bancario integrato consente di evitare che la politica monetaria definita per l'area dell'euro resti bloccata a causa di fenomeni locali senza poter efficacemente esplicare la sua indispensabile funzione di contrasto alla recessione; mediante la costruzione di un'Unione bancaria si conseguirebbe, altresì, una riduzione dell'esposizione delle banche ai rischi posti dalle finanze pubbliche del paese di appartenenza<sup>122</sup>.

La segmentazione del mercato bancario è il frutto di politiche nazionali anti-crisi che, di fatto, hanno spinto ciascun sistema bancario a isolarsi concentrandosi sul paese di appartenenza. Per invertire il percorso nella direzione di un'Unione bancaria europea occorre, in primo luogo, trasferire alla sfera di competenza della BCE la vigilanza sui grandi istituti di credito oggi esercitata dalle singole Banche centrali nazionali. Una

---

<sup>121</sup> Cfr. Bussi, *Grande cantiere Ue: cinque fronti aperti dai fondi alle banche*, in *Il Sole 24 Ore* del 31 Dicembre 2012, p. 9.

<sup>122</sup> Cfr. Sorrentino, *Eurolandia gioca la sfida decisiva*, in *Il Sole 24 Ore* del 25 Giugno 2012, p. 11.

*vigilanza unificata e centralizzata* comporterebbe il rafforzamento dei poteri della BCE, la quale, divenuta spina dorsale dell'integrazione finanziaria, costituirebbe, al pari della Federal Reserve, l'organo di vigilanza sistemico.

Nell'intento di perseguire l'obiettivo di una vigilanza unica e centralizzata, interviene, il 21 maggio scorso, l'approvazione, da parte del Parlamento europeo e del Consiglio dell'Unione Europea, del *Regolamento n. 472/2013*.

Il *Regolamento sul rafforzamento della sorveglianza economica e di bilancio degli Stati membri nella zona euro che si trovino o rischino di trovarsi in gravi difficoltà per quanto concerne la loro stabilità finanziaria* è l'esito di una crisi globale senza precedenti che ha *pregiudicato gravemente la crescita economica e la stabilità finanziaria* e ha determinato un forte *deterioramento del disavanzo pubblico e del debito degli Stati membri*, inducendo alcuni di essi a cercare *assistenza finanziaria* al di fuori del quadro dell'Unione ed al suo interno.

Le disposizioni sul rafforzamento della sorveglianza economica e di bilancio contenute nel Regolamento, si rivolgono, dunque, ai sensi dell'art. 1 dello stesso, agli Stati membri che si trovino o rischino di trovarsi in condizioni di *instabilità finanziaria* o di *insostenibilità delle finanze pubbliche*, con potenziali *ripercussioni negative su altri Stati della zona dell'euro*; destinatari del Regolamento n. 472/2013 si intendono, di conseguenza, i Paesi membri che *richiedono o ricevono assistenza finanziaria* da uno o più *altri Stati membri o Paesi terzi*, dal *Meccanismo Europeo di Stabilizzazione Finanziaria*, dal *Meccanismo Europeo di Stabilità*, dal *Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria*, o da *altre istituzioni finanziarie internazionali pertinenti quali il Fondo Monetario Internazionale*.

Nel caso in cui uno Stato membro richieda ed ottenga assistenza finanziaria a seguito di una *valutazione della sostenibilità del suo debito pubblico*, nonché delle sue *necessità di finanziamento effettive e potenziali*, esso elabora, di concerto con la Commissione, che agisce d'intesa con la BCE, un *progetto di programma di aggiustamento macroeconomico* che comprenda, ai sensi dell'art. 7 del Regolamento, *obiettivi annuali di bilancio*. Il progetto di programma di aggiustamento è rivolto ai *rischi specifici* che lo Stato membro *pone alla stabilità finanziaria nella zona euro* e mira a ristabilire

rapidamente una *situazione economica sana e sostenibile* in cui lo Stato interessato sia pienamente capace di autofinanziarsi sui mercati finanziari.

Conformemente all'art. 4 del Regolamento, qualora il programma di *aggiustamento macroeconomico* includa una *ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie* del Paese considerato, quest'ultimo sarà tenuto a predisporre, con *cadenza semestrale*, una *relazione sulle condizioni imposte a tali istituzioni finanziarie*, incluse le condizioni relative alle *retribuzioni dei dirigenti*.

Secondo quanto stabilito dall'art. 3 del Regolamento, uno Stato membro soggetto a *sorveglianza rafforzata adotta, previa consultazione ed in collaborazione con la Commissione e d'intesa con la BCE*, nonché con le *Autorità Europee di Vigilanza* ed eventualmente il *Fondo Monetario Internazionale*, le *misure atte a eliminare le cause o le cause potenziali di difficoltà*. Su richiesta della Commissione, il Paese assoggettato a sorveglianza rafforzata *comunica* alla BCE, nella sua veste di autorità di vigilanza, *alla frequenza richiesta, informazioni disaggregate sull'evoluzione del proprio sistema finanziario*; esso *effettua*, sotto la vigilanza della BCE, le *prove da stress* e le *analisi di sensibilità* per valutare la *resilienza* del proprio sistema finanziario agli *shock macroeconomici e finanziari*; è tenuto a presentare, infine, nell'ambito di una valutazione specifica effettuata dalla BCE, *valutazioni periodiche della propria capacità di vigilanza* del settore finanziario.

Altro passo da muovere sulla rotta dell'integrazione nel sistema bancario è rappresentato dalla creazione di un fondo di garanzia unico mediante il quale i Paesi della zona euro garantiscano, in solido, i depositi bancari. La *garanzia unica sui depositi* bancari insieme con la definizione di regole comuni per l'assicurazione dei depositi, la liquidazione delle banche insolventi e per le procedure di ricapitalizzazione, consentirebbe di prevenire le fughe dei correntisti dai Paesi in crisi valorizzando l'uniformità dei sistemi di garanzia sui depositi.

Tali interventi attuatori del processo di costruzione dell'Unione bancaria risultano essere rallentati, nella realtà europea, dalle resistenze esercitate da parte delle autorità di vigilanza nazionali, nonché da alcuni gruppi bancari.

Il 23 luglio 2012 un tassello indispensabile all'integrazione apre la strada verso la vera e propria Unione bancaria europea: con la legge n. 115 viene ratificata la decisione del Consiglio europeo che modifica l'art. 136 del Trattato UE e con le leggi n. 114 e n. 116 sono ratificati rispettivamente il *Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione europea* ed il Trattato istitutivo del *Meccanismo europeo di Stabilità*.

L'intervento operato sull'art. 136 del Trattato sull'Unione Europea modifica, in risposta agli eventi della crisi, l'architettura *costituzionale* europea<sup>123</sup>. Il Consiglio europeo decide di introdurre nel titolo ottavo della parte Terza<sup>124</sup> dell'articolo un paragrafo che consenta agli *Stati membri la cui moneta è l'euro* di istituire un *meccanismo di stabilità da attivare ove indispensabile per salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo insieme*. Si prevede inoltre che *la concessione di qualsiasi assistenza finanziaria necessaria nell'ambito del meccanismo, sia soggetta ad una rigorosa condizionalità*.

Alla modifica posta in essere si collegano le due ulteriori ratifiche in esame. La ratifica del Trattato istitutivo del Meccanismo europeo di stabilità trasferisce al Mes il ruolo dei due meccanismi di stabilità già istituiti nel 2010 per far fronte alla crisi della Grecia; questi ultimi si identificano con l'European Financial Stabilisation Mechanism e l'European Financial Stability Facility.

Con la ratifica del Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e la *governance* nell'Unione Europea si specificano le regole del patto di bilancio già note come parametri di Maastricht e si dettano le regole di funzionamento delle istituzioni economiche degli Stati della zona euro al fine del rientro dai debiti pubblici elevati degli Stati sovrani; cruciali sono le ferree regole del *fiscal compact* stabilite all'art. 4 del Trattato, sulla cui sostenibilità dibattono gli economisti per proporre correzioni che le rendano più agevolmente applicabili<sup>125</sup>.

Successivamente alla sentenza della Corte costituzionale tedesca che ha ritenuto non incompatibili con la Costituzione tedesca i Trattati sul Meccanismo europeo di stabilità

---

<sup>123</sup> Cfr. Montedoro, *Breve nota sulla governance economica dell'UE di fronte alla crisi*, dossier reperibile sul sito [www.apertacontrada.it](http://www.apertacontrada.it).

<sup>124</sup> La parte Terza attiene le *Politiche dell'Unione ed azioni interne*, il titolo ottavo in essa ricompreso è indicato come *Politica economica e monetaria*.

<sup>125</sup> Cfr. Montedoro, *Breve nota sulla governance economica dell'UE di fronte alla crisi*, cit.

e sul Fiscal Compact<sup>126</sup>, si è proceduto nelle fasi di attuazione dell'integrazione bancaria le quali dovrebbero condurre, nel luglio del 2013, alla cessazione dell'attività dell'Efsf, organismo che lascerà il posto al Meccanismo europeo di stabilità.

Il *Meccanismo europeo di stabilità* è, secondo quanto stabilito dal Trattato, un'*istituzione finanziaria sovranazionale* dotata di piena personalità giuridica e piena capacità di agire privatisticamente; esso non rappresenta, dunque, una mera forma di coordinamento tra amministrazioni pubbliche, costituisce, bensì, un ente costituito dagli Stati dell'Eurozona e aperto all'adesione degli altri Stati dell'Unione.

Ambigua, ai sensi del Trattato, risulta essere la definizione del carattere pubblico ovvero privato dell'istituto; da un lato la qualifica di istituzione finanziaria internazionale lascia aperta la possibilità, al momento esclusa, di una operatività del tutto assimilabile ad una banca, dall'altro è di fatto riconducibile ad un ente connotato dal requisito della sovranazionalità per il quale, dunque, è difficile cancellare la dimensione schiettamente pubblicistica<sup>127</sup>.

L'obiettivo del Mes è quello di *mobilitare risorse finanziarie* e fornire un sostegno alla stabilità; questo secondo *condizioni rigorose* commisurate allo strumento di assistenza finanziaria scelto, a beneficio dei membri del Mes che già si trovino o rischino di trovarsi in gravi problemi finanziari, se indispensabile per salvaguardare la stabilità finanziaria della zona euro nel suo complesso e quella dei suoi Stati membri. A tale scopo al Mes è conferito il potere di raccogliere fondi con l'emissione di strumenti finanziari o la conclusione di intese o accordi finanziari o di altro tipo con i propri membri, istituzioni finanziarie e terzi<sup>128</sup>. La concessione dell'assistenza finanziaria è strettamente condizionata alla ratifica ed al rispetto del Trattato sulla stabilità da parte dello Stato destinatario di aiuti.

La governance dell'istituto si articola in tre organi rappresentati dal *Consiglio dei governatori*, dal *Consiglio di amministrazione* e dal *Direttore generale*. Lo schema

---

<sup>126</sup> Cfr. Di Martino, *La sentenza del Bundesverfassungsgericht sul Meccanismo europeo di stabilità e sul Fiscal Compact: una lettura alla luce della giurisprudenza precedente*, in *www.federalismi.it: Rivista di diritto pubblico italiano, comunitario e comparato*, n. 18, 2012, p. 1.

<sup>127</sup> Cfr. Napolitano, *La nuova governance economica europea: Il meccanismo di stabilità e il fiscal compact*, in *Giornale di diritto amministrativo*, n.5, 2012, p. 462.

<sup>128</sup> Cfr. Montedoro, *Breve nota sulla governance economica dell'UE di fronte alla crisi*, cit.

organizzativo riecheggia dal punto di vista nominalistico quello delle banche centrali ma il Mes non prevede in alcun modo requisiti di indipendenza per i governatori, anzi, essi, nominati dagli Stati, sono revocabili in qualsiasi momento.

Il Trattato prevede che la capitalizzazione dell'organismo, nonché la concessione del sostegno alla stabilità siano decise dal Consiglio dei governatori di comune accordo. L'Organo esecutivo della struttura è rappresentato dal Consiglio di amministrazione; capo del personale risulta essere, infine, il Direttore generale.

I meccanismi di aiuto prevedono un mutamento delle procedure di concessione del prestito da parte del Mes; all'interno di queste ultime va ad assumere un ruolo di rilievo il Fondo Monetario Internazionale. Gli interventi adottati dal Mes si andranno a concretizzare sulla base di *memorandum d'intesa* che dovranno prevedere una dettagliata disciplina delle modalità e dei tempi della ricapitalizzazione, oltretutto dei controlli da effettuare sul loro rispetto<sup>129</sup>.

A seguito della richiesta di aiuto da parte di uno Stato, la Commissione europea, insieme con la BCE ed avvalendosi del supporto del Fondo Monetario Internazionale, valuta l'esistenza di un rischio per la stabilità finanziaria nell'area dell'euro, la sostenibilità del debito pubblico, nonché le effettive necessità di finanziamento. In un secondo momento si procede alla negoziazione che condurrà ad un piano di aggiustamenti macroeconomici e, conseguentemente, alla sottoscrizione di un protocollo sulla base del quale il Consiglio dei governatori approverà il finanziamento. La BCE, la Commissione europea ed il Fondo Monetario Internazionale monitoreranno l'attuazione del piano. Il Consiglio dei governatori del Mes, può, peraltro, decidere la concessione di linee di credito in misura precauzionale qualora lo ritenga necessario<sup>130</sup>. In entrambi i casi di concessione del prestito vengono introdotte le *Cac's* al fine di contribuire ad una eventuale rinegoziazione ordinata del debito<sup>131</sup>.

---

<sup>129</sup> Cfr. Vella e Russo, *I cardini dell'Unione bancaria*, approfondimento reperibile su [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info).

<sup>130</sup> Cfr. Vella e Russo, *I cardini dell'Unione bancaria*, cit.

<sup>131</sup> Le *Collective Action Clauses* consentono a una determinata maggioranza di debitori privati di rinegoziare l'obbligazione modificandone il tasso di interesse, la maturità o l'ammontare. Si veda Bucheit e Gulati, *Drafting a model collective action clause for eurozone sovereign bonds*, in *Capital Markets Law Journal*, 2011, pp. 2 ss.

Oltre agli Stati, il Mes può intervenire anche a favore degli istituti bancari; il Mes, pertanto, non rappresenta esclusivamente un fondo salva-Stati ma anche salva-banche.

Gli strumenti di cui l'istituto dispone, sono attivati a fronte di una specifica richiesta di capitalizzazione dello Stato membro di appartenenza; non va ad instaurarsi, dunque, un diretto rapporto con gli intermediari, all'opposto, le risorse passano attraverso i governi nazionali, i quali con le stesse modalità procedurali previste per gli interventi sul debito pubblico, si impegnano ad identificare i destinatari, indicando per ciascuno di essi le risorse necessarie.

I *memorandum of understanding*, in base ai quali si realizza l'intervento, definendo una dettagliata disciplina della ricapitalizzazione e dei controlli da operare sulla sua esecuzione, introducono sul terreno comunitario una forma di controllo sulle banche salvate che, se per un verso traina l'Unione bancaria, al tempo stesso corre il rischio di non essere adeguatamente supportata da un più solido apparato di vigilanza europeo.

In altri termini, se il Mes sancisce per l'Europa il passaggio definitivo dalla comunità dei benefici alla comunità dei rischi diventa assolutamente necessaria la rapida costruzione di una struttura che sia in grado di prevenirli e gestirli<sup>132</sup>.

Nel futuro prossimo si renderà necessario un non facile lavoro per integrare il Meccanismo europeo di stabilità in un apparato che va delineandosi in conformità con la disciplina comunitaria sulla gestione delle crisi, nonché sugli aiuti di Stato; allo stesso modo potrà esigere profonde modifiche la struttura stessa del Fondo nel caso in cui si prevedessero anche interventi sulla liquidità.

Approfonditi gli elementi cardinali nella costruzione dell'Unione bancaria, più in salita nella direzione di una maggiore integrazione delle politiche economiche europee, appare la messa in opera dell'*Unione di bilancio*.

Gli ostacoli da superare per arrivare ad un'unione di bilancio sono ancora numerosi ed il processo sarà lungo nella misura in cui richiederà tra i cinque e i dieci anni per essere attuato. È infatti necessario avviare un cammino che porti alla creazione di un'autorità centrale di controllo delle politiche di bilancio, un trasferimento di poteri alle istituzioni

---

<sup>132</sup> Cfr. Chiti, *Le istituzioni europee, la crisi e la trasformazione costituzionale dell'Unione*, in *Giornale di diritto amministrativo* n. 7, 2012, p. 785.

comunitarie e, da ultimo, un'armonizzazione delle politiche di riforma del lavoro, del fisco e del welfare.

L'*Unificazione dei debiti dell'Eurozona* prevedendo il pagamento di interessi diversi e proporzionati al peso di ciascun debito nazionale, insieme alle emissioni comuni di obbligazioni per la mutualizzazione del debito europeo che prendono il nome di *Eurobond* costituiscono i tasselli fondamentali della strategia di unificazione delle politiche di bilancio. Si prevede, inoltre, la concretizzazione del trasferimento, in un *Fondo di riscatto dei debiti pubblici*, della quota del debito degli Stati della zona euro superiore al sessanta per cento del PIL.

Dall'unificazione dei debiti pubblici nazionali, conseguita mediante le misure descritte, discenderebbe la possibilità di neutralizzare la speculazione sui tassi dei titoli sovrani<sup>133</sup>.

Infine, l'*Unione politica*, il progetto più ambizioso ancorato al sogno dei padri fondatori e, al contempo, il percorso più irto di ostacoli, rappresenterebbe il traguardo finale dell'integrazione europea per mezzo della stesura di una nuova Carta Costituzionale.

Il nodo fondamentale da sciogliere, così come accade per l'Unione di bilancio, è quello della cessione di sovranità. Il nuovo Trattato sull'Unione Europea che si andrebbe a porre quale fondamento dell'Unione politica dovrebbe, ancora, essere approvato per via parlamentare e, nei Paesi che lo prevedono, tramite referendum popolare.

Gettare le basi per trovare un'intesa sul fronte dell'integrazione politica darebbe un forte segnale ai mercati mostrando la solidità delle fondamenta dell'architettura europea, nonostante le complessità della situazione di alcuni Paesi.

Intraprendere un percorso di questo tipo significherebbe, in particolare, sanare un vuoto: un'Unione monetaria senza un vero e proprio governo rimane un progetto incompleto. Solo in questo modo sarà possibile contribuire alla crescita e alla stabilità dell'area in un orizzonte di medio-lungo termine<sup>134</sup>.

---

<sup>133</sup> Cfr. Bussi, *Esame all'euro tra G-20 e vertici UE*, in *Il Sole 24 Ore* del 18 Giugno 2012, p. 17.

<sup>134</sup> Cfr. Bussi, *Esame all'euro tra G-20 e vertici UE*, cit.

## CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

### **La politica monetaria del domani tra euroscetticismo ed integrazione**

L'esperienza dei primi cinque anni successivi alla crisi mostra che tutte le banche centrali hanno adattato le proprie politiche monetarie lungo strade prima inesplorate: certezze sono state abbandonate, un nuovo paradigma non è ancora stato formulato, si vorrebbe uscire dall'emergenza per tornare alla normalità dove le regole sono quelle di una disciplina consolidata da una lunga storia, ma non si è certi di quale sarà la realtà che emergerà nel lungo periodo.

Nell'area dell'euro, la straordinaria affermazione della moneta unica ha celato per anni i rischi che venivano accumulandosi: già negli anni precedenti la crisi finanziaria si rendeva necessario un mutamento nel governo di una Unione Europea divisa tra paesi con saldi commerciali positivi e bilanci pubblici in ordine e paesi con deficit sull'estero e deficit di bilancio crescenti, finanziati con flussi di credito privato sempre più provenienti dal primo gruppo di paesi e utilizzati non per fare investimenti che accrescessero la competitività, ma per finanziare spese improduttive, o bolle immobiliari<sup>135</sup>.

La crisi finanziaria mondiale, innalzando drammaticamente e rapidamente la percezione che i mercati avevano del rischio, ha risvegliato brutalmente tutti gli attori da questa lunga, compiaciuta amnesia<sup>136</sup>.

Quale che ne sarà il suo esito ultimo, la grave crisi finanziaria ha scosso dalle fondamenta la costruzione europea e ne ha messo a nudo le debolezze e l'incapacità di

---

<sup>135</sup> Non è un caso che, da diversi anni ormai, si parli di *Europa a due velocità* in riferimento alle asimmetrie esistenti tra un gruppo di Paesi europei ad elevato sviluppo economico ed un altro insieme di Stati dell'area euro costretti a confrontarsi con difficoltà legate all'instabilità finanziaria e all'insostenibilità del disavanzo pubblico, nonché con le conseguenze occupazionali e sociali che da esse discendono. Da tale disallineamento non può che derivare una divergenza nelle linee politiche che rende difficile raggiungere il consenso dei membri dell'Unione necessario all'adozione di decisioni condivise.

<sup>136</sup> Cfr. Draghi, *Lectio Magistralis* tenuta in occasione della cerimonia di conferimento della laurea *honoris causa* in Scienze Politiche Università LUISS "Guido Carli", Roma, 6 maggio 2013.

elaborare, con necessaria rapidità e coerenza, una risposta politica, prim'ancora che economica, che fosse forte e condivisa.

L'Europa è, in taluni momenti, persa tornare ad essere poco più dell'espressione geografica di un insieme di Stati sovrani, i quali, per individuare soluzioni ai problemi di un'Unione traballante, hanno, senza eccessivo indugio, abbandonato la strada comunitaria per costituire meccanismi a latere dei Trattati istitutivi, facendo ricorso non alle procedure di revisione previste dal Trattato di Lisbona bensì alla stipula tra loro stessi di Trattati internazionali ed evitando, in tal modo, un confronto con il Parlamento europeo, luogo di legittimazione democratica dell'Unione<sup>137</sup>. È il caso della ratifica del Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance* nell'Unione europea e del Trattato istitutivo del Meccanismo europeo di Stabilità che ha seguito la modifica operata sull'art. 136 del Trattato UE.

Una nuova architettura di vertice europea qualificata dall'adozione di un meccanismo centralizzato per la stabilizzazione dell'area, unitamente ad un'efficace riforma della *governance* dell'UE, si sarebbero dovuti accompagnare ad una sostanziale ridefinizione del ruolo delle principali istituzioni; in particolare, sarebbe stato necessario introdurre dei correttivi nell'attuale contesto ordinatorio della BCE, sì da consentire a quest'ultima interventi coerenti con un appropriato svolgimento di funzioni in materia di politica monetaria che non si pongano in violazione dei Trattati.

L'attuale clima di incertezze, le perplessità sull'avvio di una ripresa che contrasti la recessione in atto ed il gioco perverso di una bieca speculazione che mette a dura prova la resistenza di alcuni Stati, danno contenuto ad un dibattito incentrato sugli inaccettabili ritardi della politica, in primo luogo di quella Europea. A quest'ultima si imputa, in via prioritaria, l'incapacità di guidare le economie dell'area dell'euro nella direzione dello sviluppo economico.

Con riferimento ai paesi mediterranei, tale sentimento di contrarietà alla politica si è manifestato nella accentuata disaffezione riscontrata in alcuni Paesi come l'Italia e in

---

<sup>137</sup> Cfr. Guarracino, *Brevi note sulla sentenza della Corte costituzionale tedesca in merito al Trattato istitutivo del Meccanismo europeo di stabilità e sulla collateralisation degli interventi dell'ESM finalizzati alla ricapitalizzazione degli istituti bancari*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n. 2, 2012, pp. 67 ss.

forme di insurrezione cittadina manifestatesi, ad esempio, nel corso della crisi greca con i *moti di Atene*<sup>138</sup>.

L'unica strada perseguibile al fine di superare il disagio economico che colpisce molte delle popolazioni europee fomentando tensioni ed allarme sociale è quella di riforme che mirino a sciogliere i nodi che imbrigliano la capacità competitiva e soffocano la crescita: ancora molto resta da fare, secondo quanto dichiarato dal presidente della BCE, per conseguire un'efficace promozione e tutela della concorrenza, un adeguato grado di flessibilità del mercato del lavoro che sia ben distribuito tra generazioni, una burocrazia pubblica che non sia di ostacolo alla crescita, un capitale umano adatto alle sfide poste dalla competizione globale.

Un continente che, durante la lunga crisi dell'euro si è, in sordina, rinazionalizzato nell'economia e soprattutto nelle pulsioni mentali, si trova oggi al bivio: in assenza di un progetto ambizioso, si pone a rischio la moneta unica<sup>139</sup>.

In alternativa, l'Europa può decidere di vincere gli ostacoli all'integrazione senza lasciarsi arginare da essi e diventare, in questo modo, adulta, unita.

La politica monetaria del domani non potrà che essere determinata dal perseguimento della volontà dei *padri fondatori* ovvero dalla rinuncia al *sogno europeo*.

---

<sup>138</sup> Cfr. Capriglione – Semeraro, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione Europea tra rischi ed opportunità*, op. cit., pp. 149 ss.

<sup>139</sup> Cfr. Cerretelli, *Piccoli passi non bastano*, in *Il Sole 24 Ore* del 25 Giugno 2012, p. 11.

## ***Bibliografia***

AA. VV., *Duemila. Verso una società aperta*, a cura di Moussanet, Il Sole 24 ORE S.p.A., 2000.

AA. VV., *Diritto Pubblico dell'Economia*, a cura di Giusti, CEDAM, 1997.

AA. VV., *Elementi di diritto pubblico dell'economia*, a cura di Pellegrini, CEDAM, 2012.

AA. VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, a cura di Alpa – Amorosino – Antonucci – Pellegrini – Conte – Sepe – Troiano, CEDAM, 2010.

AA. VV., *Vigilanze economiche. Le regole e gli effetti*, a cura di Bani – Giusti, CEDAM, 2005.

AA. VV., *Governance dell'economia e integrazione europea*, a cura di Adinolfi – Amadeo – Daniele – Nascimbene, Giuffrè, 2007.

AA. VV., *Trattato di diritto amministrativo europeo*, a cura di Chiti e Greco, Giuffrè, 1997.

AA. VV., *Commentario breve ai Trattati della Comunità e dell'Unione Europea*, a cura di Pocar, CEDAM, 2001.

AA.VV., *La nuova legge bancaria*, a cura di Ferro - Luzzi e Castaldi, Giuffrè, 1996.

Alesina – Giavazzi, *C'è una sola via d'uscita*, editoriale del *Corriere della sera* del 24 novembre 2011.

Antenbrink, *The stability pact – Placebo or panacea? European business law review*, 1997.

Banca centrale europea, *Le riserve valutarie e le operazioni in valuta estera dell'Eurosistema*, in Bollettino mensile della BCE, gennaio 2000.

Boccuzzi, *Gli assetti proprietari delle banche. Regole e controlli*, Giappichelli, 2010.

- Brizi – Sasso – Tresoldi, *Le banche e il sistema dei pagamenti*, Il Mulino, 1998.
- Bussi, *Esame all'euro tra G-20 e vertici UE*, in *Il Sole 24 Ore* del 18 Giugno 2012.
- Bussi, *Grande cantiere Ue: cinque fronti aperti dai fondi alle banche*, in *Il Sole 24 Ore* del 31 Dicembre 2012.
- Bussi, *Un anno di spread tra Bce, Ue e manovre*, in *Il Sole 24 Ore*, del 30 Luglio 2012.
- Cafaro, *I primi accordi della Comunità europea in materia di politica monetaria e di cambio*, in *Il dir. Dell'Unione Europea*, n. 2, 1999.
- Capriglione, *Mercato regole democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, UTET, 2012.
- Capriglione – Semeraro, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione Europea tra rischi ed opportunità*, UTET, 2012.
- Capriglione – Semeraro, *Financial crisis and sovereign debt. The European Union between risks and opportunities*, in *Law and Economics Yearly Review*, vol. 1, part 1, 2012.
- Cassese, *La nuova costituzione economica*, Editori Laterza, 2011.
- Cassese, *Lo spazio giuridico globale*, Editori Laterza, 2003.
- Cerretelli, *Piccoli passi non bastano*, in *Il Sole 24 Ore* del 25 Giugno 2012.
- Chiti, *Le istituzioni europee, la crisi e la trasformazione costituzionale dell'Unione*, in *Giornale di diritto amministrativo* n. 7, 2012.
- Colombini, *Banche, Stati e Banche centrali nelle crisi finanziarie. Evoluzione e prospettive*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n. 3, 2012.
- Colombini – Calabrò, *Crisi finanziarie. Banche e Stati*, UTET, 2011.
- Colombini, *Financial crises. Where do we stand?*, in *Law and Economics Yearly Review*, vol. 2, part 2, 2012.

Costi, *Unione Monetaria Europea e ordinamenti nazionali della moneta, del credito e del sistema dei pagamenti*, in *Banca, impresa e società*, 1990, n. 1.

Currie, *Hard-ERM, Hard-ECU and European Monetary Union*, in AA.VV., *Establishing A Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the Us*, a cura di Canzoneri, Grilli, Masson, Cambridge University Press, 1992.

D'Alessandro, *Il ruolo della Banca centrale europea nell'Unione monetaria europea*, in *Banca, impresa e società*, 1995, n. 1.

De Cecco, *L'unificazione monetaria europea in prospettiva storica*, in *Banca, impresa e società*, 1990, n. 3.

Di Giorgio, *Lezioni di economia monetaria*, terza edizione, CEDAM, 2007.

Di Martino, *La sentenza del Bundesverfassungsgericht sul Meccanismo europeo di stabilità e sul Fiscal Compact: una lettura alla luce della giurisprudenza precedente*, in *federalismi.it: Rivista di diritto pubblico italiano, comunitario e comparato*, n. 18, 2012.

Di Taranto, *Le basi problematiche della moneta europea*, in *Aspenia, I futuri del capitalismo*, 2012.

European Central Bank, *The accountability of the ECB*, in *Monthly Bulletin*, november 2002.

European Central Bank, *Economic Bulletin*, April 2002.

Guarracino, *Brevi note sulla sentenza della Corte costituzionale tedesca in merito al Trattato istitutivo del Meccanismo europeo di stabilità e sulla collateralisation degli interventi dell'ESM finalizzati alla ricapitalizzazione degli istituti bancari*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n. 2, 2012.

Louis, *L'Union économique et monétaire*, in *Cahiers de droit europeen*, 1992.

Malatesta, *Commento sub art. 105 Tr.*, in Pocar (a cura di), *Commentario breve ai Trattati della Comunità e dell'Unione Europea*, CEDAM, 2001.

Marzona – Caldirola, *Politica economica e monetaria*, in *Trattato di diritto amministrativo europeo*, diretto da Chiti e Greco, tomo I, Giuffrè, 1997.

Masciandaro, *Alla ricerca della reputazione perduta*, in *Il Sole 24 Ore*, del 24 Maggio 2009.

Masciandaro, *Chi ha paura della super Bce*, in *Il Sole 24 Ore*, del 26 Giugno 2012.

Masciandaro, *Il banchiere centrale non sia un apprendista stregone*, in *Il Sole 24 Ore*, del 26 Febbraio 2012.

Masciandaro, *Tra quiete e tempesta*, in *Il Sole 24 Ore*, del 25 Febbraio 2012.

Montefiori, *Il manifesto Hollande, Governo economico per i Paesi dell'euro*, in *Corriere della sera*, del 17 Maggio 2013.

Moussanet, *Finanza, moneta e risparmio*, in M. Moussanet (a cura di), *Duemila. Verso una società aperta*, Il Sole 24 ORE S.p.A., 2000.

Napolitano, *La nuova governance economica europea: Il meccanismo di stabilità e il fiscal compact*, in *Giornale di diritto amministrativo*, n.5, 2012.

Padoa-Schioppa, *Il futuro della moneta liberata*, in Moussanet (a cura di), *Duemila. Verso una società aperta*, Il Sole 24 ORE S.p.A., 2000.

Padoa-Schioppa, *La lunga via per l'euro*, Il Mulino, 2004.

Pellegrini, *Banca Centrale Nazionale e Unione Monetaria Europea. Il caso italiano*, Cacucci Editore, 2003.

Pellegrini, *Regole comunitarie per l'economia e la finanza*, in Giusti (a cura di), *Diritto Pubblico dell'Economia*, CEDAM, 1997.

Reichlin, *Tassi e ruolo della BCE*, in *Corriere della Sera*, 18 agosto 2011.

Rizzuto, *L'Europa monetaria. Dall'età dell'oro all'età dell'euro*, ARMANDO EDITORE, 2003.

Santini, *Banca Centrale Europea* (voce), in *Enc. delle Scienze Sociali Treccani*, vol. IX, 2001.

Sarcinelli, *L'unione bancaria europea e la stabilizzazione dell'Eurozona*, in *Moneta e Credito*, vol. 66, n.261 del 2013.

Scheller, *Banca centrale europea - Storia, ruolo e funzioni*, Banca centrale europea, 2006.

Smits, *The European Central Bank. Institutional Aspects*, in *International and comparative law quarterly*, vol. 45, april 1996.

Sorrentino, *Eurolandia gioca la sfida decisiva*, in *Il Sole 24 Ore* del 25 Giugno 2012.

Stadler, *Der rechtliche Handlungsspielraum des Europäischen Systems der Zentralbanken*, Baden – Baden, 1997.

Tenaglia Ambrosini, *La moneta e l'Europa, da Bretton Woods a Maastricht, e oltre*, GIAPPICHELLI EDITORE, 1996.

Ulissi, *Osservazioni sugli aspetti istituzionali del Sistema europeo di banche centrali*, in *Banca, impresa e società*, 1992, n. 1.

### *Sitografia*

<http://www.ecb.int/ecb/history/emu/html/index.it.html/>

<https://www.ecb.int/ecb/orga/escb/html/index.it.html/>

<http://www.ecb.int/ecb/orga/independence/html/index.it.html/>

<http://www.ecb.int/ecb/orga/transparency/html/index.it.html/>

<http://www.ecb.int/ecb/orga/accountability/html/index.it.html/>

[http://www.bancaditalia.it/interventi/intaltri\\_mdir/visco\\_040309/Visco\\_040309.pdf](http://www.bancaditalia.it/interventi/intaltri_mdir/visco_040309/Visco_040309.pdf)

<http://www.borsaitaliana.it/notizie/speciali/politicamonetariaevitareale/europa/interventi-bce/inteventi-bce.htm/>

<http://docenti.luiss.it/digiorgio/courses/economia-monetaria-e-creditizia/>

<http://www.borsaitaliana.it/notizie/speciali/politicamonetariaevitareale/europa/bce-fed-obiettivi-differenti/bce-fed-obiettivi-differenti.html/>

<http://www.apertacontrada.it/2012/09/07/breve-nota-sulla-governance-economica-dellue-di-fronte-alla-crisi/>

<http://www.lavoce.info/i-cardini-dellunione-bancaria/>

<http://www.federalismi.it/>