

**POLITICA FISCALE E MONETARIA NELL'UE:
NECESSITA' DI COORDINAMENTO IN VISTA DI UN
OBIETTIVO COMUNE**

RELATORE

Prof. Mirella Pellegrini

CANDIDATO

Giovanna Ieluzzi

Matr. 179011

ANNO ACCADEMICO 2014-2015

*Alla mia famiglia,
senza della quale non sarei quella che sono.
A mio nonno,
che può vedere questo giorno.*

Sommario

Introduzione	4
Capitolo I La dicotomia tra politica monetaria e fiscale nell'UE	5
1.1 Funzionamento Eurozona	5
1.2 Ruolo ed interdipendenza di politica monetaria e fiscale.....	7
1.2.1 La politica fiscale	7
1.2.2 La politica monetaria.....	13
1.3 La crisi 2007-2008: uno shock asimmetrico	15
Capitolo II La teoria delle Aree Valutarie Ottimali nell'Unione Europea	21
2.1 La teoria delle Aree Valutarie Ottimali. Limiti delle AVO e crisi in Europa.	21
2.1.1 Limiti delle Aree Valutarie Ottimali.....	27
2.2 Le fragilità dell'Eurozona	28
La dimensione dei bilanci bancari	29
La convergenza dei tassi d'interesse.....	30
Ribilanciamento dei portafogli con asset periferici	31
Crescita della domanda e destabilizzazione dei bilanci	31
2.3 Il Trattato di Maastricht: una difesa inadeguata.....	32
2.3.1 Istanze di modifica del Trattato di Maastricht.....	37
Capitolo III La Banking Union e le prospettive di medio-lungo periodo	39
3.1 La complessa evoluzione post-Maastricht. L'armonizzazione delle regole e delle pratiche di vigilanza.....	39
3.2 L'Unione Bancaria	45
3.3 I poteri di vigilanza della BCE	52
Conclusioni	56
Bibliografia	58

Introduzione

Questo elaborato va ad inserirsi nelle molteplici analisi della situazione attuale dell'Unione Europea, soffermandosi su come le politiche monetaria e finanziaria siano componenti essenziali dell'evoluzione sia economica che politica verso cui ci si sta muovendo.

In particolare, il focus del primo capitolo tratta del funzionamento e della correlazione tra le stesse, con riferimento anche alle misure implementate per contrastare la recente crisi, oltre che a fornire una descrizione della stessa e di come essa abbia assunto le caratteristiche di shock asimmetrico.

Il secondo capitolo, invece, confronta l'Unione Europea con la Teoria delle Aree Valutarie Ottimali come elaborata da Mundell e Kenen, evidenziandone le incongruenze ed inadeguatezze. Ad un elenco delle fragilità dell'Unione seguono le motivazioni per cui il Trattato di Maastricht si è rivelato una difesa inadeguata, soprattutto alla luce degli squilibri, prevalentemente provenienti dal mondo finanziario, emersi durante la crisi.

Ed è proprio la riforma della finanza europea attraverso la costituzione di un'Unione Bancaria, nuove procedure di risoluzione e ristrutturazione delle banche ed aumentati poteri di vigilanza alla Banca Centrale Europea, che viene analizzata nel terzo capitolo dell'elaborato, cui seguono infine le conclusioni.

Capitolo I

La dicotomia tra politica monetaria e fiscale nell'UE

1.1 Funzionamento Eurozona

Sin dalla stesura del Trattato di Maastricht è stato chiaro che la nascente Unione Monetaria Europea avrebbe necessitato di una costante attenzione ai temi della conciliazione tra le politiche monetaria e fiscale. Infatti, la prima è stata affidata alla Banca Centrale Europea, mentre la seconda all'autonomia degli Stati nazionali. Per una maggiore comprensione di come si sia pervenuti alla separazione della politica monetaria e alla dipendenza di essa dalla politica fiscale, può essere d'aiuto un sintetico richiamo ai parametri di Maastricht, ed in particolare ai criteri di convergenza, a cui i Paesi aderenti hanno dovuto ottemperare sin dalla prima fase¹:

1. Il tasso d'inflazione non deve superare di più dell'1,5% la media dei tre tassi d'inflazione più bassi del Sistema Monetario Europeo²;
2. Il tasso di interesse a lungo termine non deve superare di più del 2% la media osservata nei tre paesi a bassa inflazione;
3. Il tasso di cambio non deve aver subito una svalutazione nei due anni precedenti;
4. Il disavanzo di bilancio pubblico del paese non deve superare il 3% del prodotto interno lordo, e
5. Il debito pubblico non deve essere superiore al 60 % del prodotto interno lordo.

¹ Il Trattato di Maastricht, elaborato a seguito del cosiddetto rapporto Delors – uno studio presentato dal Comitato per lo studio dell'Unione Economica e Monetaria (1988) – ha scelto un approccio graduale all'UME dividendo il processo di unificazione in tre fasi. La Prima fase doveva incentrarsi sul completamento del mercato interno, sulla riduzione delle disparità tra le politiche economiche degli Stati membri, sulla rimozione di tutti gli ostacoli all'integrazione finanziaria e sull'intensificazione della cooperazione monetaria. La Seconda fase, che doveva costituire un periodo di transizione prima della tappa finale, prevedeva l'istituzione degli organi fondamentali e della struttura organizzativa dell'UEM nonché il rafforzamento della convergenza economica. La Terza fase comportava la fissazione irrevocabile dei tassi di cambio e la piena assegnazione delle rispettive competenze in ambito monetario ed economico alle istituzioni e agli organi della Comunità.

² Lo SME, un sistema a cambi parzialmente fissi istituito nel 1979, prevedeva che le valute che ne facevano parte potessero oscillare all'interno di una banda, al di sopra o al di sotto della parità fissata del 2,25%. Le bande hanno subito delle modifiche negli anni a seconda dei paesi che riscontravano difficoltà nel rispettare la parità fissata.

I criteri sopra elencati, infatti, concorrono tutti a definire un'alta credibilità dell'Euro, che così non potrà subire gli effetti di politiche economiche "dissennate" attraverso una perdita di valore causata da eccessi di circolazione monetaria.

Il criterio principale – che costituisce anche l'obiettivo della Banca Centrale Europea – è mantenere un basso livello di inflazione, fissato empiricamente al 2%. Quanto poi previsto per i tassi d'interesse e di cambio è volto a limitare il canale estero come fonte di creazione di liquidità, poiché aumenti dei primi generano afflussi di capitali e svalutazioni dei secondi generano invece avanzi nel conto delle partite correnti. Ancora maggiore attenzione va riservata ai punti 4 e 5, poiché pongono le basi per la limitazione della politica fiscale. La criticità risiede nel finanziare il deficit, ovvero la differenza tra le entrate e le uscite del settore pubblico³. Emettere dei titoli comporta un aumento del debito, indi un aumento della quota interessi relativa al debito stesso e di conseguenza un aumento del deficit; ammettendo che il prodotto interno lordo cresca allo stesso modo, l'emissione provoca un aumento sia del rapporto indicato al punto quattro che di quello indicato al punto cinque. Se poi si tiene conto della possibilità che i governi si trovino nella condizione di non poter ripagare il debito già emesso⁴, eccessi di emissione di titoli verranno prima o poi finanziati attraverso l'emissione di nuova moneta, strada ovviamente non percorribile per via degli stessi principi di Maastricht. Blinder e Solow, poi, sostengono che l'emissione di titoli sia ancora più inflazionistica dell'emissione di moneta.⁵ In tal modo, la necessità di ridurre il debito si lega ineluttabilmente alla necessità di rallentare la crescita dei prezzi, obiettivo imprescindibile della BCE. La posizione di quest'ultima in caso di richieste di emissione di nuova moneta da parte del Tesoro sarebbe senz'altro negativa, in quanto un aumento della quantità di moneta genererebbe un diretto aumento dei prezzi e una perdita di credibilità della valuta; soprattutto data la circostanza che la banca centrale non ha più l'obbligo di finanziare il Tesoro attraverso la sottoscrizione di titoli di nuova emissione, poiché

³ "Il deficit è rappresentato dalla differenza fra la spesa in acquisti di beni e servizi, la spesa per gli interessi sui titoli del debito e l'imposizione fiscale: $G+rB-T=\text{deficit}$, il quale può essere finanziato con l'emissione di titoli, ovvero con l'emissione di moneta: $G+rB-T= \alpha \Delta B+ (1-\alpha) \Delta M$, ove G è la spesa pubblica, r il tasso di interesse sui titoli, B i titoli, T l'imposizione fiscale, M la moneta e α è la quota del deficit finanziata con titoli." (cfr. CANALE, *L'UME fra integralismo monetario e dipendenza della politica fiscale: alcune considerazioni*, Studi e note di economia, 1998, p. 75 s., spec. P. 81)

⁴ Si rimanda alla teoria della sostenibilità del debito, MANKIW-TAYLOR, *Macroeconomia*, Bologna 2011)

⁵ Blinder e Solow, 1974

l'autonomia della politica monetaria la vede unico arbitro sul controllo dell'offerta di moneta e dei tassi d'interesse.⁶ Risulta quindi evidente che ai governi non rimangono altro che la spesa e l'imposizione fiscale per agire sulla crescita e allo stesso tempo rispettare i parametri. Tuttavia le medesime misure che agiscono per ridurre il deficit e il debito allo stesso tempo fanno calare il livello di domanda aggregata, e di conseguenza il reddito ed il livello di occupazione. Emerge quindi la conflittualità relativa al cosiddetto "centralismo bancario" che persegue principalmente l'obiettivo della credibilità della valuta e, non possedendo alcun consenso politico, rischia di "svalutare" il lavoro, accettando un alto tasso di disoccupazione in cambio di una bassa inflazione⁷. Per fortuna il percorso di integrazione europea poggia su forti ragioni ideali e politiche, prospettando una maggiore unità politica che è auspicabile per il fine di un'unità economica che non sia un mero adeguarsi a dei parametri. Già Krugman nel 1990 affermava "La necessità di una valuta comune europea è discutibile. Nondimeno la creazione di una valuta comune europea è fortemente sostenuta da molti (...) per ragioni che hanno poco a che fare con l'economia. Ed essi hanno probabilmente ragione. Poiché l'Unione Monetaria sarebbe un necessario completamento di una maggiore unità politica europea, indipendentemente dal fatto che sia la cosa migliore dal punto di vista puramente economico."⁸

1.2 Ruolo ed interdipendenza di politica monetaria e fiscale

1.2.1 La politica fiscale

La realizzazione dell'Unione Monetaria Europea, dal punto di vista economico, ha comportato una sempre maggiore convergenza delle politiche nazionali ed il potenziamento di un sistema di cooperazione e vigilanza multilaterale. Il trasferimento della competenza per le decisioni

⁶ Di recente il presidente della BCE, Mario Draghi, contravvenendo alla *no bail-out clause*, dopo i ripetuti tentativi di salvataggio ricorrendo ai prestiti LTROs e all'abbassamento sistematico dei tassi d'interesse della Banca centrale ha deciso di autorizzare la sottoscrizione diretta dei titoli di nuova emissione da parte della BCE. La conseguenza è stata un'immediata immissione di liquidità nell'Eurosistema, che si spera stimoli l'investimento.

⁷ Un problema di cui tener conto è la possibile miopia dei governi, che potrebbero sacrificare la scelta di politica economica migliore alla logica del consenso. Questo meccanismo presenta il problema dell'*incoerenza temporale* (Kydland e Prescott, 1977) e di instabilità e potrà generare, nel lungo periodo, un'incapacità di gestire la politica economica, in particolare rispetto a shock asimmetrici.

⁸ Krugman e Rotemberg (1990)

di politica monetaria ad un'unica autorità, l'Eurosistema⁹, ha comportato delle sostanziali modifiche nelle politiche economiche dei Paesi aderenti all'UEM. La recente crisi economica, finanziaria e dei debiti sovrani, d'altronde, ha lasciato alle istituzioni europee dei significativi spunti di riflessione che sono sfociati in importanti riforme delle regole di governance economica dell'UE. Sono stati rafforzati, infatti, i sistemi di sorveglianza per le politiche economiche e di bilancio, ed è stata introdotta una nuova timeline per le scadenze di bilancio. Un ruolo fondamentale per l'introduzione di queste nuove norme è stato rivestito dalle leggi dei cosiddetti "Six Pack" e "Two Pack" e dal Trattato sulla Stabilità, sul Coordinamento e sulla Governance, che pongono le proprie basi sul Semestre Europeo¹⁰, vero e proprio calendario del coordinamento delle politiche economiche europee. Questo va a costituire un sistema integrato, che assicura regole più chiare, migliore coordinamento, aggiornamenti regolari e la possibilità di sanzionare in maniera più celere i membri non rispettosi, il tutto nell'ottica di rafforzare l'impegno dei Paesi aderenti e rendere l'Unione economica e monetaria più solida. Ogni anno, a Novembre, la Commissione Europea pubblica l'Analisi annuale sulla Crescita, che dispone le priorità economiche generali per l'UE e dà agli Stati membri indicazioni sulle policies da adottare l'anno seguente, e la Relazione sul meccanismo di allerta, che è il punto d'inizio del MIP¹¹. Dopo aver analizzato le proposte di riforma e gli impegni presi da ciascuno Stato, la Commissione si occupa anche di fornire dei consigli ad hoc per pianificare riforme fiscali e strutturali più profonde e di monitorare da vicino l'effettiva implementazione delle stesse, con particolare riguardo per gli Stati che abbiano avuto problemi fiscali o finanziari.

I cosiddetti "Six Pack" e "Two Pack", entrati in vigore rispettivamente nel Dicembre 2011 e nel Maggio 2013, hanno concorso a rafforzare,

⁹ Banca Centrale Europea e Banche centrali nazionali dei Paesi aderenti all'UEM

¹⁰ Il semestre europeo, introdotto nel 2010, assicura che gli Stati membri discutano i loro piani economici e finanziari con i loro partner europei in momenti specifici durante l'anno. Questo permette loro di commentare a vicenda i propri piani e, soprattutto, legittima la Commissione a dare delle linee-guida sulle politiche prima che il singolo Stato adotti la propria decisione. Inoltre, la Commissione vigila che gli Stati ottemperino alle direttive di 'Europa 2020', la strategia di crescita a lungo termine per il lavoro, l'istruzione, l'innovazione, i cambiamenti climatici e la lotta alla povertà. (cfr. EUROPEAN COMMISSION, Press releases, *The EU's economic governance explained*, Bruxelles 2014).

¹¹ Macroeconomic Imbalance Procedure, ossia la Procedura di Squilibrio Macroeconomico, che ha lo scopo di identificare ed agire in maniera mirata sugli squilibri che ostacolano il regolare funzionamento delle economie dell'Eurozona.

unitamente al già citato TSCG¹² - in vigore da Gennaio 2013 – il Patto di Stabilità e Crescita, che è stato introdotto in contemporanea con la valuta unica per assicurare sane politiche fiscali nell'UE. Tali “rinforzi” si sono resi necessari quando ci si è resi conto che il Patto, alla luce della recente crisi finanziaria, non è bastato a prevenire dei seri squilibri fiscali in alcuni Stati membri. Il Patto infatti si concentra sul miglioramento delle finanze pubbliche in termini strutturali, tenendo conto anche degli effetti di una congiuntura economica negativa o di misure una tantum sul deficit. Gli Stati impostano i loro obiettivi di bilancio a medio termine, aggiornandoli ogni tre anni, allo scopo di migliorare il proprio saldo di bilancio strutturale almeno dello 0,5% del PIL ogni anno¹³. Quindi, seguendo le nuove regole, la spesa pubblica non può crescere più velocemente del tasso di crescita potenziale a medio termine del PIL, a meno che non sia controbilanciata da entrate adeguate. Ecco quindi giustificato il cosiddetto Fiscal Compact¹⁴, che all'articolo 3 ha impegnato le parti contraenti ad applicare ed introdurre, entro un anno dall'entrata in vigore del Trattato¹⁵, “con norme vincolanti e a carattere permanente, preferibilmente di tipo costituzionale¹⁶, le regole che sono state

¹² Trattato sulla Stabilità, Coordinamento e Governance.

¹³ Questo garantisce un margine di sicurezza per non superare il limite del 3% di deficit, permettendo agli Stati membri, specialmente a coloro che hanno un rapporto debito/PIL maggiore del 60%, di fare di più quando la congiuntura economica è positiva e di meno quando ha un trend negativo.

¹⁴ L'obbligo di introdurre negli ordinamenti nazionali regole, costituzionali o legislative, volte ad assicurare il rispetto dei valori di riferimento relativi al disavanzo e al debito fissati a livello europeo non discende dai Trattati UEM, ma da impegni previsti da strumenti di diversa natura introdotti nel quadro della nuova governance europea. Innanzitutto, in seguito alla stipula del **Patto europlus** – accordo non giuridicamente vincolante adottato dai Capi di Stato e di governo dell'area euro nel marzo 2011 – gli Stati hanno assunto l'ulteriore obbligo di recepire nelle Costituzioni o nella legislazione nazionale le regole del Patto di stabilità e crescita, riservandosi la facoltà di scegliere lo specifico strumento cui ricorrere, purché di natura vincolante. La direttiva 2011/85/UE, poi, ha fissato le regole minime per garantire l'osservanza dell'obbligo di evitare disavanzi pubblici eccessivi. La materia disciplinata dalla direttiva costituisce inoltre oggetto di un ulteriore intervento legislativo dell'UE in merito a disposizioni comuni per monitoraggio e valutazione dei progetti di bilancio per assicurare la correzione dei disavanzi eccessivi – COM(2011)821, parte del Two Pack. (cfr. Camera dei deputati, sito istituzionale, “Temî dell'attività parlamentare: Il pareggio di bilancio in Costituzione)

¹⁵ “Trattato sulla stabilità, il coordinamento e la governance nell'Unione Europea”, ndr.

¹⁶ “In coerenza con l'evoluzione della governance economica europea e analogamente a quanto previsto in altri ordinamenti europei, anche il Parlamento italiano, oltre a ridisegnare la propria disciplina contabile ordinaria - attraverso la legge n.196 del 2009 e le successive modificazioni apportate dalla legge n.39 del 2011 - ha quindi provveduto a introdurre nella Carta costituzionale il principio del pareggio di bilancio e della sostenibilità del debito delle pubbliche amministrazioni. Il disegno di legge costituzionale recante l'introduzione di tale principio nella Carta costituzionale è stato definitivamente approvato il 18 aprile 2012, ed è ora divenuto la legge costituzionale n.1/2012, pubblicata nella G.U. del 23 aprile 2012. [...] Quanto al contenuto, la citata legge costituzionale, novellando gli articoli 81, 97, 117 e 119 Cost., introduce il principio dell'equilibrio tra entrate e spese del bilancio, cd. “pareggio di bilancio”, correlandolo a un vincolo di sostenibilità del debito di tutte le pubbliche amministrazioni, nel rispetto delle suddette regole in materia economico-finanziaria derivanti dall'ordinamento europeo.

parzialmente

già

citare:

- Bilancio dello Stato in pareggio o in attivo;
- La prima regola si considera rispettata se, come già esposto, il disavanzo strutturale dello Stato è pari all'obiettivo a medio termine specifico per Paese, e il deficit non eccede lo 0,5% del PIL;
- Gli Stati contraenti potranno temporaneamente deviare dall'obiettivo a medio termine (o dall'eventuale percorso di aggiustamento) solo nel caso di circostanze eccezionali, oppure in periodi di grave recessione, a patto che tale disavanzo non vada ad inficiare la sostenibilità di bilancio a medio termine;
- Qualora il rapporto debito/PIL risulti significativamente al di sotto del 60%, il valore di riferimento del deficit può essere compreso tra lo 0,5% e l'1% del PIL;
- In caso di deviazioni significative dal valore di riferimento (o dal percorso di aggiustamento verso di esso) le parti contraenti dovranno attivare un meccanismo di correzione automatica.

In particolare, se si è in presenza di una “significativa deviazione” dal target di medio termine (o dal processo di aggiustamento intrapreso), la Commissione invia allo Stato in questione un avvertimento, firmato dai ministri delle finanze dell'UE e che può essere reso pubblico. La situazione viene poi monitorata durante l'anno e, se uno Stato non riesce a correggere la situazione, la Commissione può proporre una sanzione che corrisponda allo 0,2% del PIL da trasferire in un conto fruttifero. Tali sanzioni per essere effettive devono essere approvate dal Consiglio Europeo e possono essere ritirate qualora il Paese corregga la propria situazione.

Il sistema è ulteriormente rafforzato da misure che garantiscono che le disposizioni vengano applicate e che i governi adottino misure efficaci per correggere i problemi economici. Gli Stati membri che presentano un disavanzo che superi il 3% del PIL o un debito eccessivo (superiore al 60% del PIL) sono soggetti alla Procedura per i disavanzi eccessivi, in base alla

In particolare, il principio del pareggio è contenuto nel novellato articolo 81, il quale stabilisce, al primo comma, che lo Stato assicura l'equilibrio tra le entrate e le spese del proprio bilancio, tenendo conto delle diverse fasi - avverse o favorevoli - del ciclo economico. Ai sensi del secondo comma dell'articolo 81, alla regola generale dell'equilibrio di bilancio è possibile derogare, facendo ricorso all'indebitamento, solo al fine di considerare gli effetti del ciclo economico e al verificarsi di eventi eccezionali, che ai sensi dell'articolo 5 della legge costituzionale possono consistere in gravi recessioni economiche; crisi finanziarie e gravi calamità naturali.” (cfr. nota 14)

quale si impegnano a realizzare una serie di obiettivi per riportare i disavanzi o i debiti eccessivi a livelli di sicurezza. In caso di omissione ripetuta possono ricevere un avvertimento e, in ultima istanza, delle sanzioni che corrisponderanno ancora ad un'ammenda dello 0,2% del loro PIL. Un'altra tipologia di sanzione consiste nel trattenere le sovvenzioni regionali erogate dal Fondo di coesione dell'UE. Nell'ambito della sovracitata MIP, o Procedura per gli squilibri macroeconomici, gli Stati membri che presentino squilibri eccessivi, come ad esempio un deficit (o surplus) commerciale eccessivo o persistente che risulta danneggiare o minacciare gli altri Stati membri, si assumono l'obbligo di presentare dei piani di azione volti a correggerli che abbiano una tabella di marcia e delle scadenze chiare. L'ammenda cui si va incontro in caso si ometta di correggere tali squilibri è dello 0,1% del PIL; essa viene proposta dalla Commissione e può essere bloccata se vi si oppone una maggioranza consistente dei governi dell'UE.¹⁷ La sorveglianza nell'area euro, quindi, è stata senz'altro intensificata, in quanto la crisi ha dimostrato che le difficoltà in uno Stato membro dell'Unione economica e monetaria possono avere effetti sulle economie degli altri Stati e generare dei rischi sistemici. Il cosiddetto "two pack", legge dal 30 Maggio 2013, ha introdotto un nuovo sistema di monitoraggio nell'area Euro, che prevede:

- Che gli Stati consegnino ad Ottobre di ciascun anno dei documenti programmatici di bilancio;
- Raccomandazioni più dettagliate e mirate nell'ambito della Procedura per disavanzi eccessivi¹⁸;
- Una maggiore attenzione nella sorveglianza sugli Stati che stiano vivendo difficoltà finanziarie o facciano parte dei programmi di assistenza preventiva del Meccanismo Europeo di Stabilità, che sono quindi tenuti a fornire informazioni e dettagli aggiuntivi riguardanti la loro posizione finanziaria;
- Programmi di assistenza finanziaria, per gli Stati membri le cui difficoltà potrebbero influenzare in maniera significativa l'andamento dell'economia dell'intera area Euro; si rende

¹⁷ Per quanto sopra, cfr. UNIONE EUROPEA, sito istituzionale, *Affari economici e finanziari: Governance economica dell'UE*, 30 luglio 2015

¹⁸ Gli Stati soggetti alla Procedura per disavanzi eccessivi, infatti, devono aderire a programmi di partnership economica che includono dettagli di riforme sia fiscali che strutturali indicate per superare in maniera stabile e permanente la loro situazione deficitaria. Esempi di tali riforme sono ad esempio le riforme del sistema pensionistico, della tassazione e della sanità pubblica.

necessario, dopo l'approvazione del Consiglio Europeo su proposta della Commissione, preparare dei programmi macroeconomici di risanamento dettagliati;

- Sorveglianza post-programma: gli Stati che abbiano terminato un programma di risanamento vengono monitorati fin quando non hanno restituito il 75% dell'assistenza finanziaria fornitagli.

Analizzando ora il Six pack, invece, notiamo come sia stato implementato per monitorare politiche economiche di raggio più ampio, e quindi per individuare problemi quali bolle del mercato immobiliare, problemi nella sostenibilità esterna o competizione inefficace. Questa è in breve la Procedura di Squilibrio Economico citata in precedenza, che si compone di diversi strumenti:

- Relazione sul Meccanismo di Allerta: gli Stati vengono analizzati in cerca di potenziali squilibri¹⁹ per misurare gli sviluppi della loro economia nel tempo. Il Memo viene pubblicato ogni Novembre ed identifica i Paesi che richiedono una più attenta analisi, ma non traccia alcuna conclusione sull'esistenza di squilibri né fornisce indicazioni sulle politiche da perseguire²⁰.
- In-Depth Reviews: la Commissione opera un'analisi più profonda sugli Stati indicati dalla Relazione per verificare l'esistenza e l'andamento di squilibri e i relativi rischi per il mercato del lavoro, per la crescita e per la stabilità finanziaria. Questo lavoro di natura analitica va ad alimentare le Raccomandazioni di politica economica specifiche per Paese che vengono pubblicate a Maggio/Giugno;
- Procedura di squilibrio eccessivo: lo Stato in cui si riscontri uno squilibrio eccessivo deve preparare un piano di azione per correggerlo, includendo delle precise scadenze per le riforme, che verrà approvato dal Consiglio Europeo e dalla Commissione, la quale si occuperà anche di verificare durante l'anno che le misure vengano implementate;
- Multe: le multe sono una risorsa di ultima istanza e si applicano sullo Stato che abbia ripetutamente omesso di intervenire o che abbia implementato un piano inefficace e non sullo squilibrio in sé. Le sanzioni sono proposte dalla Commissione al Consiglio Europeo,

¹⁹ A seconda dei loro punteggi in base a 11 indicatori principali, alcuni altri indicatori ausiliari ed informazioni supplementari.

²⁰ MEMO/13/970.

ma non vengono comminate se una maggioranza di Stati membri vi si oppone.

Come si può notare, le riforme che sono state messe a punto negli ultimi anni non hanno precedenti nella storia dell'Unione Economica e Monetaria, ma si sono rese necessarie alla luce dell'interdipendenza senza pari delle economie dell'Eurozona, anche e soprattutto durante la crisi. Difatti una più profonda e giusta UEM è una delle priorità della Commissione presieduta da Juncker²¹, che durante l'Eurosummit del 24 Ottobre 2014 è stata invitata a sviluppare nuove e più concrete proposte per un più forte coordinamento delle politiche economiche, per la convergenza e la solidarietà.

1.2.2 La politica monetaria

L'Unione economica e monetaria è stata il risultato di un lungo cammino di integrazione cominciato nel 1957, culminato col Consiglio europeo del 1991 nella città olandese di Maastricht e dalla successiva stesura del Trattato sull'Unione Europea. L'integrazione economica garantisce infatti indubbi vantaggi, quali ad esempio quelli delle maggiori dimensioni dell'economia, che consta anche di una maggiore robustezza interna che avvantaggia sia l'UE nel suo complesso che le economie dei singoli Stati membri. Questo offre, o per lo meno dovrebbe offrire, ai cittadini dell'Unione Europea maggiore crescita, maggiore occupazione e garantire la stabilità economica. "La partecipazione del nostro Paese ad una organizzazione sovranazionale conferisce nuova valenza alla contrapposizione tra stabilità ed incremento della spesa pubblica, stante la priorità riconosciuta alla prima rispetto agli altri obiettivi indicati dalla 'politica'. Ciò con ovvi riflessi sul conseguimento di una situazione di equilibrio ritenuta indispensabile in una prospettiva di sviluppo economico e di elevati livelli di benessere sociale."²² Il concetto di integrazione economica è vasto, ed un'unione economica e monetaria come quella europea costituisce uno stadio molto avanzato della stessa:

²¹ Si vedano le sue *Political Guidelines*.

²² Cfr. PELLEGRINI, Mirella. Banca centrale nazionale e unione monetaria europea: il caso italiano. Cacucci, 2003.

1. Zona di scambio preferenziale (con tariffe doganali ridotte tra alcuni paesi)
2. Zona di libero scambio (senza tariffe interne su talune merci o su tutte le merci scambiate tra i paesi partecipanti)
3. Unione doganale (con tariffe doganali esterne identiche nei confronti dei paesi terzi e una politica commerciale comune)
4. Mercato unico (con una regolamentazione comune dei prodotti e la libera circolazione di beni, capitali, lavoro e servizi)
5. Unione economica e monetaria (mercato unico con una moneta e una politica monetaria comuni)
6. Completa integrazione economica (tutti gli elementi suddetti più l'armonizzazione delle politiche di bilancio e delle altre politiche economiche).

Inizialmente, infatti, l'Unione Europea nacque con l'obiettivo di istituire un'unione doganale ed un mercato comune per l'agricoltura; successivamente, la portata limitata di questo mercato comune fu ampliata anche al mercato dei beni e servizi, che è stato completato in larga parte nel 1993. Attualmente l'UE si trova nel quinto dei sei punti elencati, e questo dimostra che l'integrazione economica e monetaria non è cominciata con la decisione di adottare l'euro come moneta comune, ma molto prima.

Con la nascita della moneta unica la competenza della politica monetaria è stata assegnata ad un organo indipendente, la Banca Centrale Europea (BCE), creata appositamente per svolgere questa funzione²³, e le banche centrali nazionali degli Stati membri che hanno adottato l'euro²⁴. Questi istituti, nel loro insieme, costituiscono l'Eurosistema o SEBC²⁵. La Banca Centrale non è però l'unico organo competente in materia di politica economica, dato che la responsabilità è condivisa anche dagli Stati membri, che definiscono i propri bilanci nazionali entro i limiti concordati

²³ “[...] l'aspetto che denota maggiore significato giuridico nel processo di emissione è rappresentato dal graduale, ma progressivo, radicarsi del relativo potere in capo alla banca centrale. Al riguardo, occorre tener presente che la concessione dell'emissione di moneta a soggetti diversi dallo Stato ha comportato problemi di non facile soluzione sotto il profilo della definizione tra i rapporti intercorrenti tra l'istituto di emissione e lo Stato ordinamento, nonché dell'organizzazione della banca centrale (il cui apparato deve risultare idoneo all'assolvimento delle funzioni che con la concessione dell'emissione prima, con l'istituzionalizzazione della stessa poi, le sono assegnate). (PELLEGRINI Mirella, op. cit.)

²⁴ Ad oggi, sono 19 i Paesi dell'Unione Europea che hanno adottato l'euro come propria moneta. Danimarca e Regno Unito, infatti, hanno ottenuto nel Trattato una deroga permanente che li esonera dalla partecipazione all'area dell'euro (*opt-out*), mentre molti dei nuovi Stati membri e la Svezia non hanno ancora soddisfatto le condizioni per adottare la moneta unica.

²⁵ Sistema Europeo Banche Centrali.

per il debito e il disavanzo pubblico²⁶ e formulano le proprie politiche strutturali in materia di lavoro, pensioni e mercati dei capitali, e da altre istituzioni dell'UE, come ad esempio il Consiglio europeo, che gestisce i principali orientamenti politici; il Consiglio dell'UE ("Consiglio dei ministri"), che coordina le politiche economiche nell'UE e decide se uno Stato membro può adottare l'euro; l'Eurogruppo, che coordina le politiche di interesse comune per gli Stati membri dell'area euro; la Commissione europea, che vigila su risultati e rispetto delle regole, e il Parlamento europeo, che condivide con il Consiglio il compito di formulare testi legislativi e sottopone la governance economica al controllo democratico²⁷, punto che a mio parere è uno dei più delicati nell'attuale situazione dell'Unione, come è stato recentemente dimostrato da quanto accaduto tra il governo greco del premier Tsipras e i creditori internazionali. Ovviamente questa è una questione molto sensibile e sentita diversamente nei diversi Stati membri, che hanno diverse modalità di legittimazione democratica dei provvedimenti UE.

1.3 La crisi 2007-2008: uno shock asimmetrico

Sin da quando fu contemplata, la creazione di una moneta unica è stata analizzata attraverso la lente della teoria delle Aree Valutarie Ottimali (AVO). Già Mundell nel 1961 aveva teorizzato il tradeoff tra i benefici, in particolare la riduzione dei costi di transazione e quindi la facilitazione del commercio tra Stati membri²⁸, e i costi derivanti dall'irrigidimento della politica monetaria e dei tassi di cambio, che rende più faticoso

²⁶ Ritroviamo questa tematica "sensibile" nella dottrina, ancora in Pellegrini (op. cit.): "Si comprende agevolmente come il principio di stabilità, a base del sistema monetario europeo, si traduca in un impegno a contenere e risanare il deficit pubblico; ciò prescindendo da ogni considerazione in ordine alla possibilità di raccordare alla costituzione dell'Unione Monetaria Europea la realizzazione di una unione politica tra gli Stati che alla medesima partecipano. L'obiettivo di una moneta unica, fondata su una situazione di equilibrio dei Paesi partecipanti all' *Unione*, ha finito in concreto col determinare una rinuncia da parte di questi ultimi ad un profilo (quello monetario) del proprio potere finora mai messo in discussione." V. *infra*.

²⁷ Per quanto riguarda gli organi competenti in politica economica, si prenda in riferimento la descrizione del sito ufficiale dell'UE.

²⁸ L'Euro produce anche altri benefici: a livello microeconomico, riduce i costi di transazione, il rischio di cambio, e aumenta la trasparenza dei prezzi relativi e dunque la concorrenza. A livello macroeconomico, il ruolo internazionale dell'Euro genera un trasferimento finanziario implicito dal resto del mondo. Inoltre, la teoria della 'credibilità importata' attribuisce all'arrivo dell'Euro il calo dei tassi d'interesse e di inflazione registrato alla fine del XX secolo in alcuni paesi europei. Gli stessi paesi speravano, grazie all'Euro, di passare dalla dipendenza dal marco tedesco all'interdipendenza valutaria, dove la loro influenza sulle condizioni monetarie dell'Europa fosse maggiore. (GAWRONSKI Piergiorgio, *Progetto Euro: cosa è andato storto? La riforma necessaria dell'Eurozona*, fondazione Ugo La Malfa, 2014)

l'aggiustamento in caso di squilibri macroeconomici. L'altra grande rigidità introdotta dall'euro è l'impossibilità di adattare la politica monetaria alle esigenze dei singoli Stati²⁹. Qualora vi siano degli shock asimmetrici reali la perdita di indipendenza monetaria diventa considerevolmente rilevante, e potrebbe essere compensata da uno dei tre meccanismi di aggiustamento che possono sostituirsi ai cambi flessibili:

- L'emigrazione (dei disoccupati dai paesi in crisi al resto dell'area, ristabilisce la piena occupazione (Mundell 1961);
- La redistribuzione attuata (se c'è) dal Welfare State a favore delle aree in crisi, dove cala automaticamente l'imposizione fiscale e aumenta la spesa sociale (Kenen 1969)³⁰;
- La flessibilità dei prezzi e dei salari (salgono nelle aree in crescita; calano nelle aree in crisi attirando investimenti e stimolando le esportazioni).

In seguito, Frankel e Rose (1997) hanno sostenuto che l'unione monetaria, diminuendo i costi di transazione, possa aumentare il commercio intra-industriale³¹ e favorire l'integrazione finanziaria, portando così ad una probabile riduzione della cosiddetta asimmetria ciclica regionale; definiamo infatti "asimmetrica" una situazione in cui il ruolo dei fattori interni ad un paese (condizioni di domanda e offerta in altri settori, livello e composizione della domanda finale, caratteristiche del mercato del lavoro) nella determinazione delle fluttuazioni cicliche di un settore (oppure di una regione del paese, o del paese nel suo complesso) è dominante (o molto alto) rispetto al ruolo attribuibile ai fattori internazionali: le variabili specifiche del paese giocano quindi un

²⁹ GAWRONSKI, op. cit.

³⁰ Si tratterebbe di trasferimenti pubblici tra nazioni, che non sono previsti dai Trattati UE (*no bail-out clause*); essi sono perciò limitatissimi ed indipendenti dal ciclo economico.

³¹ Il confronto globale rivela però, dopo il 2000, un rallentamento della crescita del commercio intra-europeo relativamente al trend nel resto del mondo, dove anzi vi è stata un'accelerazione (Subramanian e Kessler 2013)

ruolo considerevole, dato che il ciclo economico sarà correlato temporalmente da Paese a Paese³².

Un'ulteriore conseguenza dell'unione monetaria secondo Frankel e Rose consisterebbe in un aumento della convergenza dei redditi tra Paesi. Questa teoria, quindi, prevedeva che le asimmetrie fossero destinate a diminuire con l'avvento dell'euro come moneta unica, e che quindi i Paesi aderenti sarebbero riusciti a soddisfare ex-post le condizioni di Area Valutaria Ottimale nonostante non le soddisfacessero ex-ante, secondo il paradigma dell'endogeneità delle AVO. Possiamo comprendere che già negli anni '90 la teoria delle AVO indicava l'Eurozona come priva degli stabilizzatori automatici adeguati, e che pertanto la moneta unica poteva considerarsi un progetto economicamente pericoloso. Le risposte, ispiratesi per l'appunto al paradigma dell'endogeneità delle AVO, sostenevano che la spinta fondamentale sarebbe stata data dai trasferimenti intra-europei di un'Unione Politica che sarebbe arrivata, e all'integrazione socio-economica crescente, che avrebbe aumentato la mobilità del lavoro. In effetti, ciò sta avvenendo (Deutsche Bank, 2011), particolarmente in Irlanda, ma senza che l'enorme costo umano, economico e sociale dell'emigrazione sia sufficiente per risolvere la crisi. Pertanto, i padri fondatori affidarono la stabilità dell'Eurozona quasi esclusivamente alla flessibilità di prezzi e salari (per entrare nell'euro era necessario avere un tasso d'inflazione non superiore all'1,5% alla media dei tre paesi con inflazione più bassa, ma già nei primi anni della moneta unica questa condizione artificiale venne violata), affidandosi, in un modo che Gawronski giudica "imprudente"³³ ad un solo meccanismo ed una sola teoria. La deflazione si è dimostrata un meccanismo di riequilibrio inefficiente, tale da richiedere, per funzionare, tassi di disoccupazione molto elevati; l'idea di fondo è quella di conseguire una flessibilità salariale senza precedenti. In caso di squilibri commerciali e divergenza della competitività, inoltre, l'aggiustamento verso il basso dei prezzi e salari dovrebbe essere innescato dal deflusso di moneta (Hume 1742). Ma nel mondo moderno, questo meccanismo scatta con molto ritardo: la libertà dei movimenti di capitali e il grande spessore dei

³² ROVELLI Riccardo, *Corso di Economia dell'Integrazione Europea: Benefici e costi di un'unione monetaria*, Bologna 2002

³³ GAWRONSKI Piergiorgio, op. cit.

mercati finanziari (Philippon & Reshef 2013) possono finanziare deficit commerciali molto ampi e molto a lungo, provocando squilibri maggiori che in passato (Obstfeld 2012; Blanchard & Giavazzi 2002)³⁴. Proprio a proposito dei mercati finanziari, ciò che non era stato previsto era la minaccia per la moneta unica costituita dalla crescita incontrollata dei bilanci delle banche dell'Eurozona nel contesto di una crisi finanziaria globale. Non era stata contemplata infatti l'idea che un collasso finanziario e fallimenti bancari di grandi proporzioni potessero minare a tal punto gli equilibri raggiunti, portando alla bancarotta degli Stati sovrani ed impedendo loro l'accesso ai mercati finanziari. Eppure risiedeva proprio in questo meccanismo il più grande shock asimmetrico che avrebbe potuto colpire l'Unione Europea (Rey 2013). Agli albori dell'unione monetaria l'integrazione finanziaria avanzava rapidamente e le banche poterono approfittare di un grado sempre più alto di leva finanziaria, arrivando così a detenere degli assets che erano multipli del PIL dei Paesi³⁵. I bassi tassi di interesse seguiti all'introduzione dell'Euro e la conseguente scomparsa del rischio di cambio comportarono, negli anni dal 2003 al 2007, un consistente incremento della concessione di credito al settore privato³⁶. Nel periodo immediatamente precedente alla crisi, la crescita del credito venne alimentata dalla diminuzione dell'avversione al rischio dei mercati globali dal 2003 in poi, oltre che dal boom delle cartolarizzazioni. In particolare, Spagna e Irlanda furono protagoniste di un boom dei mercati immobiliari provocato dall'interazione dei flussi finanziari provenienti dall'estero e delle distorsioni interne. In Irlanda i prezzi degli immobili aumentarono del 30% tra marzo 2005 e marzo 2007 (OECD Statistics). La crescita del credito al settore privato non è stata controbilanciata né con manovre di politica fiscale né con manovre di politica monetaria, né tantomeno con misure macroprudenziali, quali ad esempio l'introduzione di un requisito di capitale più elevato per le banche. L'evento determinante per il precipitare della situazione fu proprio la

³⁴ Idem

³⁵ Per citare alcuni esempi, nel secondo semestre 2012 gli assets delle banche irlandesi erano otto volte più grandi del PIL dell'Irlanda e quelli delle banche spagnole tre volte e mezzo il PIL della Spagna (OECD Banking Statistics and IMF, 2012).

³⁶ I prestiti al settore privato sono aumentati in Italia del 60%, in Spagna del 94%, in Francia del 50%, negli Stati Uniti del 57%, in Irlanda del 120% ed in Grecia del 154% (OECD Statistics)

dichiarazione di bancarotta di Lehman Brothers Holdings Inc., la quarta banca d'investimento americana per dimensioni, avvenuta il 15 settembre 2008. Il fallimento dell'istituto creditizio comportò delle conseguenze su vastissima scala. Innanzitutto portò ad una rivalutazione consistente dei rischi, dei prezzi dei titoli e delle previsioni di crescita in tutto il mondo; lo shock colpì in particolare i Paesi periferici che avevano maggiormente usufruito del credito e videro scoppiare le bolle immobiliari. Questo ha causato quindi dei grandi fallimenti (o rischio di fallimenti) bancari, tali da rendere le banche insolventi e minacciare la solvibilità stessa degli Stati sovrani, che erano stati colpiti in maniera asimmetrica da tale shock, per l'appunto in maniera coerente con la loro esposizione ai titoli tossici, con la dimensione delle banche e con la gravità delle bolle immobiliari. La situazione fu complicata poi dalle misure differenti che gli Stati adottarono per contrastare lo shock, rendendolo così ancora più asimmetrico: "Per vero, le autorità monetarie – diversamente da quanto avvenne all'epoca della grande crisi del '29 – pur dimostrando piena consapevolezza della necessità di adottare meccanismi idonei ad incrementare la liquidità dei sistemi (dove la compiuta valutazione del fenomeno da contrastare), hanno fatto registrare un notevole divario nelle capacità reattive dei differenti paesi. Pertanto, si è assistito ad una realtà statunitense caratterizzata dalla tempestività ed efficacia dell'azione politica, a fronte di un'Europa che a fatica sta trovando una via d'uscita dalla situazione d'*impasse* nella quale l'ha costretta la crisi [...] La limitata coesione che contraddistingue il processo decisionale dell'Unione europea ha causato effetti distonici nelle politiche di intervento, traducendosi in un *agere* nel quale l'assunzione di provvedimenti a favore degli Stati in difficoltà è avvenuta in un clima di contrasti e tensioni. Ne è conseguito un inevitabile ritardo nel recuperare i livelli di sviluppo ante-crisi; inoltre, alcuni Stati (fra cui l'Italia), pur non avendo fruito di 'aiuti finanziari' nel corso degli anni, hanno subito l'onere di una 'logica del rigore' che ha esasperato i disagi rivenienti dalle forme di cedimento economico (tuttora presenti) e, sul piano delle concretezze, ha finito col contrastare la ripresa."³⁷. Nel caso dell'Irlanda, ad esempio, i cittadini, tramite le tasse, finirono per salvare

³⁷ Si veda in proposito CAPRIGLIONE Francesco, TROISI Angela, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*, UTET 2014, pp. 19 ss.

perlopiù banche straniere. Questo significava che la maggior parte dello shock veniva finanziato dai Paesi debitori e, d'altro canto, costituiva un esempio importante di *moral hazard*³⁸. Inoltre, questi stessi Paesi entrarono nel già citato processo di aggiustamento deflazionario, sperimentando un alto tasso di disoccupazione (superiore al 15% e vicino a quello sperimentato in Grecia), dato che tutti gli Stati, anche coloro i quali in realtà avevano accesso al mercato finanziario, operarono politiche fiscali restrittive. In sintesi, l'area dell'Euro fu colpita da un serio shock asimmetrico, la cui asimmetria fu rafforzata dalle politiche di risposta adottate. Tali shock asimmetrici di grande portata rappresentano esattamente la tipologia di eventi che un'unione monetaria non può affrontare senza una maggiore integrazione fiscale.

³⁸ L'espressione *moral hazard*, o azzardo morale, nella sua definizione macroeconomica, è l'assunzione, da parte di un soggetto o di un collettivo, di un rischio estremamente elevato, le cui eventuali conseguenze positive recano un vantaggio a chi ha assunto il rischio, mentre le eventuali conseguenze negative ricadono su terzi. L'azzardo morale, dunque, implica una presa di rischio passibile di essere ritenuto eccessivo – da cui il termine “azzardo” – a fronte del disallineamento degli effetti del rischio stesso, perché se i possibili effetti positivi si traducono in vantaggi immateriali o profitti che rimangono strettamente privati, i possibili effetti negativi si traducono in perdite o costi accollati ad altri. Quando le perdite gravano su un collettivo, per esempio sullo Stato, si parla di socializzazione delle perdite. (GHERARDI, L. (2012). *Moral hazard*. IMPRESA & STATO, (94), 68-74.)

Capitolo II

La teoria delle Aree Valutarie Ottimali nell'Unione Europea

2.1 La teoria delle Aree Valutarie Ottimali. Limiti delle AVO e crisi in Europa.

Il padre della teoria delle Aree Valutarie Ottimali nonché architetto delle fondamenta dell'Unione Monetaria Europea è Robert Mundell, il quale, nel 1961, pone una domanda innovativa nello scenario della dottrina: su quale criterio economico deve basarsi la decisione di due o più regioni del mondo di adottare una moneta unica? Per rispondere a tale domanda, egli propone un'analisi costi - benefici: i benefici dell'adozione di una moneta unica comportano una riduzione dei costi di transazione generati dalla presenza di varie valute e una maggiore liquidità della moneta attribuibile prevalentemente all'espansione dell'area delle transazioni; i potenziali svantaggi derivano invece, come già accennato, dall'eliminazione dei tassi di cambio come strumento di stabilizzazione macroeconomica tra i partecipanti all'unione, che quindi non possono più utilizzare strumenti di politica monetaria per assorbire gli shock asimmetrici.

I benefici commerciali dell'integrazione valutaria appaiono però essere stati sopravvalutati: una moneta comune facilita i commerci, ovviamente nella misura in cui i commerci interstatali incidono nell'area presa in considerazione; alla luce di un confronto tra Europa e Stati Uniti, invece, risulta che il commercio tra le nazioni dell'Eurozona è pari al 17% del PIL, mentre quello interstatale degli Stati Uniti è al 66% del PIL (O'Rourke e Taylor 2012). Bisogna considerare però che gli Stati USA sono mediamente di minori dimensioni e maggiori nel numero rispetto a quelli europei, e di conseguenza attenersi a delle misurazioni dinamiche: dalla comparsa della moneta unica il commercio intra-europeo è cresciuto di 2,8 punti percentuali di PIL, divisi tra il 2,2% dei beni e lo 0,6% di servizi (Eurostat 2013). La crescita del commercio intra-europeo però non sembra essere dovuta all'introduzione dell'Euro, in quanto si tratta di aumenti nettamente inferiori (stimati in circa la metà) rispetto a quelli registrati negli anni precedenti (Dean 2004); anche a livello globale, dopo

il 2000, il confronto rivela un rallentamento della crescita del commercio intra-europeo relativamente al resto del mondo, che ha subito invece un'accelerazione (Subramanian e Kessler 2013). I criteri che un'unione monetaria deve rispettare per potersi definire ottimale sono riassumibili nei seguenti:

- I. Flessibilità di prezzi e salari
- II. Mobilità dei fattori produttivi (capitale e lavoro)
- III. Integrazione finanziaria nel mercato dei capitali
- IV. Libera mobilità delle merci prodotte all'interno dell'area
- V. Integrazione fiscale

Ad oggi l'Unione Europea rispetta unicamente i punti I e IV, parzialmente i punti II e III, ma non è presente alcun tipo di integrazione fiscale. La mobilità del lavoro è altresì molto bassa, specialmente se comparata a quella degli Stati Uniti, probabilmente lo Stato che più si avvicina a soddisfare i cinque criteri; questo è senz'altro dovuto ad una miriade di barriere linguistiche, culturali e legali. Ad esempio, solo il 14% della popolazione è nata in uno Stato diverso da quello in cui attualmente risiede, contro il 42% degli USA (O'Rourke e Taylor, 2012). La mobilità del lavoro negli Stati Uniti è stata stimata come sei volte maggiore rispetto a quella europea, ed anche per quanto riguarda i Paesi del vecchio continente si notano significative differenze tra la mobilità trans-nazionale, che risulta essere appena il 10% della mobilità interregionale all'interno della nazione stessa; inoltre, la mobilità interregionale del lavoro appare significativamente minore in Italia e Spagna rispetto a Germania, Francia e Gran Bretagna (Copaciu 2011). L'Europa non ha neanche un welfare comune ben definito, perché non è uno Stato: i trasferimenti pubblici tra nazioni, quindi, rimangono totalmente indipendenti dal ciclo economico oltre ad essere limitati. Specialmente in situazioni in cui il credito è "razionato", un assorbimento di parte dei bilanci nazionali nel bilancio europeo permetterebbe l'assorbimento, almeno parziale, degli shock asimmetrici in cui l'area potrebbe incorrere. Questo comporterebbe, però, che in ogni fase del ciclo siano presenti sostanziosi flussi di trasferimenti dai Paesi più ricchi a quelli più poveri. Neumann (2013) sostiene inoltre che delle riforme

che comportino dei miglioramenti paretiani³⁹, in cui almeno una nazione ha un guadagno senza arrecare danno a nessun'altra, sembrano essere possibili per scenari di crisi abbastanza gravi e per alti livelli di avversione al rischio degli individui. Data la situazione, riflette ancora Neumann, si tratta di ponderare il *trade-off* tra i guadagni apportati da una unione fiscale europea ed i costi che i suoi effetti redistributivi comportano. Queste ed altre questioni, come quelle evidenziate nel primo capitolo⁴⁰, portano a concludere che l'Eurozona non risponde ancora ai criteri di Area Valutaria Ottimale. Mario Draghi, nel suo discorso all'Università di Helsinki tenutosi il 27 Novembre 2014, afferma che “[...] operiamo in un contesto in cui non esistono trasferimenti di bilancio permanenti tra Paesi. Questo aspetto ha conseguenze importanti. In tutte le economie nazionali i trasferimenti avvengono dalle regioni più prospere a quelle più depresse, dalle aree più densamente popolate a quelle meno abitate, dalle aree più ricche di risorse naturali a quelle meno dotate. Questo accade negli Stati Uniti, dove i trasferimenti sono effettuati tramite il bilancio federale. E accade anche in Germania, Italia, Finlandia. I trasferimenti di bilancio, purché restino equi, spesso aiutano a cementare la coesione sociale ed a scongiurare tentazioni secessionistiche. Ma dato che tali trasferimenti non sono previsti all'interno dell'area Euro, questo modello a noi non si applica.” Ed aggiunge ancora che “è improbabile che i flussi migratori transfrontalieri riescano mai ad affermarsi come motore dell'aggiustamento dei mercati del lavoro dopo un grande shock.” Quindi non solo l'Unione Europea non soddisfa il secondo criterio, ma probabilmente anche nel futuro non lo soddisferà mai abbastanza da contrastare uno shock locale di grandi dimensioni.

³⁹ Il principio paretiano di efficienza, nell'ambito della cosiddetta *welfare economy* o *economia del benessere* prevede che, qualora una modifica permetta di migliorare la situazione di alcuni individui senza d'altro canto peggiorare quella di nessun'altro, essa debba essere necessariamente perseguita perché va ad incrementare il benessere collettivo. Ne derivano quindi i concetti di miglioramento paretiano e miglioramento paretiano potenziale (David Begg, Stanley Fisher, Rudiger Dornbush, *Economia*, McGraw-Hill, 2001).

⁴⁰ Ossia l'inefficienza del meccanismo di deflazione come meccanismo di riequilibrio e gli squilibri provocati dai deficit commerciali, più ampi e finanziati più a lungo grazie alla libertà di movimento di capitali e dall'enorme spessore dei mercati finanziari, che vanno a ritardare il meccanismo di aggiustamento di prezzi e salari. (cfr. par. 1.3)

Un ulteriore contributo fondamentale alla teoria delle AVO è stato dato da Peter Kenen (1969), secondo il quale proprio l'integrazione fiscale tra le regioni può mitigare gli effetti di uno shock attraverso i trasferimenti di denaro. Se si guarda ancora una volta all'esempio statunitense per capire come il funzionamento di questi trasferimenti, possiamo analizzare il caso dello stato della Florida. La Florida infatti, dopo il recente crollo immobiliare, ha affrontato un periodo di crisi profonda e per questo ha beneficiato di trasferimenti di compensazione automatici per i programmi sociali (Medicare e Medicaid⁴¹) dal resto del Paese. Dal lato pratico, la Florida ha pagato meno tasse per un determinato periodo (in particolare dal 2007 al 2010 i contributi sono diminuiti di 25,1 miliardi di dollari, circa il 18% - Krugman 2012) ed ha ricevuto sussidi per la disoccupazione e buoni alimentari per circa 8 miliardi. In questo modo la Florida è riuscita a risollevare la sua economia sia grazie agli aiuti, sia grazie agli investimenti che è stata in grado di effettuare tramite la riduzione del carico fiscale.

In sintesi, le soluzioni suggerite dalla teoria delle Aree Valutarie Ottimali agli shock asimmetrici sono costituite principalmente da due meccanismi: la mobilità dei lavoratori e l'integrazione fiscale. Risulta evidente che l'Unione Europea al momento presente non dispone né dell'uno né dell'altro, ottemperando solo parzialmente ai cinque criteri delle AVO. Siamo però alle porte di quello che potrebbe essere un cambiamento epocale nella gestione del sistema bancario dell'eurozona, di cui si parlerà più diffusamente nel capitolo finale di questo lavoro. Importante è però sottolineare come Van Rompuy *et al.* abbiano correttamente proposto che vi sia una capacità o dimensione fiscale per l'eurozona, considerato che la necessità di un braccio fiscale in un'unione

⁴¹ "Medicaid and Medicare are two governmental programs that provide medical and health-related services to specific groups of people in the United States. Although the two programs are very different, they are both managed by the Centers for Medicare and Medicaid Services, a division of the U.S. Department of Health and Human Services. Medicare is a social insurance program that serves more than 44 million enrollees (as of 2008). The program costs about \$432 billion, or 3.2% of GDP, in 2007. Medicaid is a social welfare (or social protection) program that serves about 40 million people (as of 2007) and costs about \$330 billion, or 2.4% of GDP, in 2007. Together, Medicare and Medicaid represent 21% of the FY 2007 U.S. federal government. Both Medicaid and Medicare were created when President Lyndon B. Johnson signed amendments to the Social Security Act on July 30, 1965." (cfr. Medicalnewstoday.com)

monetaria - che è sulla strada per diventare anche un'unione bancaria – è stata da tempo analizzata da vari studiosi che hanno esplorato le possibilità delle AVO.

Citiamo a questo proposito Kenen⁴², che più di quarant'anni fa affermava: “La sovranità economica ha diverse dimensioni, due delle quali particolarmente rilevanti per la gestione della domanda aggregata e per mantenere la piena occupazione. La politica fiscale e quella monetaria devono andare mano nella mano; se vi deve essere un *optimum policy mix* esse devono avere lo stesso dominio. Vi dovrebbe essere una tesoreria, con poteri di spesa e di tassazione, di fronte a ciascuna banca centrale, sia per cooperare sia per litigare. [/] Quando una regione o una comunità soffre un declino nelle sue vendite all'esterno, con disavanzo nella bilancia commerciale e disoccupazione interna [...] i suoi pagamenti per imposte federali diminuiscono subito, rallentando il declino nel suo potere di acquisto e comprimendo le fuoriuscite di cassa attraverso la bilancia dei pagamenti. Vi è inoltre un afflusso di danaro dal centro per i sussidi di disoccupazione.”

Ancora, agli inizi degli anni 2000, lo stesso autore si esprimeva così sui rapporti tra unione monetaria e unione fiscale: “Naturalmente è importante disporre di un meccanismo per stabilizzare le economie nazionali in un'unione monetaria se i suoi membri sono esposti ad ampi shock asimmetrici. Ecco perché il rapporto MacDougall propose un sistema di stabilizzatori automatici da regioni o paesi prosperi ad altri meno fortunati. [...] Tuttavia, la stabilizzazione richiede più centralizzazione, il che implica una più ampia perdita per l'autorità locale su ambo i lati del bilancio. Vi è una forte ragione per la centralizzazione fiscale, tuttavia, quando i paesi sono membri di un'unione monetaria, poiché quest'ultima altera gli effetti di debito degli stabilizzatori automatici. In primo luogo, può ridurre la creazione di debito. Secondariamente, può produrre una diversa distribuzione degli oneri debitori e quindi una differente distribuzione dell'effetto ricardiano indotto sulla spesa del settore privato. [/] Tale effetto non impedirà il

⁴² Kenen, 1969, pp. 45-47

funzionamento dell'unione monetaria, ma ridurrà la capacità dei paesi membri dell'unione di stabilizzare il loro reddito.”⁴³

In verità, lo shock che ha colpito i debiti pubblici dell'eurozona meridionale, come descritto nel capitolo precedente, con l'innalzamento degli *spreads* a livelli elevati e con la contemporanea flessione che ha assicurato rendimenti negativi per quelli virtuosi, ha suscitato il forte interesse degli studiosi ad analizzare la prospettiva di risolvere uno shock fortemente asimmetrico escogitando forme di comunitarizzazione del debito, vale a dire uno stabilizzatore automatico per un'economia divenuta altamente finanziarizzata e con un forte impatto sulla dimensione reale⁴⁴. Le proposte più interessanti che sono state elaborate in merito sono diverse: alcuni (Delpla e von Weizsäcker, 2010) ipotizzano una divisione tra *blue bonds*, emessi fino a coprire il 60% del rapporto debito/PIL di ciascun paese membro, e *red bonds*, emessi dal singolo paese e di rango inferiore rispetto agli altri, per coprire il resto dell'indebitamento pubblico. Un secondo schema prevederebbe invece di applicare tassi differenziati di interesse agli *eurobonds* in base alle condizioni finanziarie dello Stato emittente. Il primo schema è stato esposto a delle critiche sul *moral hazard*, che verrebbe incentivato, a meno che le finanze pubbliche (e quindi il ricorso all'indebitamento) non siano tenuti sotto stretto controllo dalle istituzioni dell'Unione o dai partners. Il secondo modello cerca invece di arginare il problema dell'azzardo morale abbassando il costo medio del debito ma innalzando fortemente quello marginale: soluzione opinabile, dato che la storia dei debiti pubblici ci insegna che raramente questo ha comportato un riordino delle finanze, eliminando o riducendo così il ricorso al debito. Più elaborata appare invece l'idea di emettere *Eurounionbonds* (Prodi e Quadrio Curzio, 2011) ma anch'essa non sfugge al rischio di azzardo morale, per evitare il quale sarebbe necessario che la pubblica finanza europea venga centralizzata in una misura apprezzabile e/o che le finanze statali siano severamente controllate dall'alto⁴⁵.

⁴³ Kenen, 2000, pp. 95-97

⁴⁴ Per questo spunto di riflessione, cfr. Sarcinelli, M. (2013). L'Unione Bancaria Europea E La Stabilizzazione Dell'Eurozona (The European Banking Union and the Stabilization of the Eurozone). *Moneta e Credito*, 66(261), 7-42.

⁴⁵ Si faccia riferimento a Sarcinelli, op. cit.

2.1.1 Limiti delle Aree Valutarie Ottimali

La teoria delle AVO non è stata solamente presa sottogamba dagli architetti dell'Euro, ma ha rivelato delle debolezze intrinseche.

La prima di queste sorprese riguarda proprio le conseguenze dell'emigrazione che, a causa degli altissimi livelli della disoccupazione giovanile, coinvolge soprattutto i giovani istruiti dei Paesi in crisi (Sole 24 Ore 2013; Hutengs e Stadtmann 2013). La teoria delle AVO non ha valutato che l'emigrazione rischia di aggravare le asimmetrie dell'eurozona, se combinata con numerosi altri fattori contingenti la crisi, quali ad esempio l'intenso invecchiamento della popolazione e l'impatto negativo della crisi economica sulla fertilità, deprimendo in particolare il reddito potenziale e mettendo in crisi la base imponibile e la sostenibilità del welfare state e dei debiti pubblici. Krugman (2000), in realtà, aveva implicitamente previsto che le forze di agglomerazione e di specializzazione, promotrici della divergenza, avrebbero prevalso su quelle della 'convergenza endogena'. Man mano che procede l'integrazione, a causa della crescente influenza delle economie di scala, i paesi membri si sarebbero viepiù specializzati nei settori dove hanno vantaggi comparati; ciò avrebbe reso l'Eurozona più vulnerabile agli shock asimmetrici soprattutto di offerta: il reddito nazionale dei paesi membri sempre meno correlato. Krugman sosteneva dunque una tesi opposta a quella di Frankel e Rose - la c.d. "endogeneity hypothesis" - ma solo nel contesto della teoria della crescita, senza applicazioni all'Europa. La seconda problematica è che, in presenza di grandi debiti pubblici e privati, il meccanismo principe proposto dall'UME – ossia quello della deflazione – si scontra con l'effetto Fisher⁴⁶ (1933), creando in questo modo una situazione di trade-off tra il recupero della competitività, la riduzione del rapporto debito/PIL e il rilancio della domanda interna: si

⁴⁶“L'identità di Fisher (anche detta effetto Fisher, dal nome dell'economista Irving Fisher (1867-1947)) descrive la relazione diretta tra le variazioni del tasso di interesse nominale (i) – l'ammontare monetario aggiuntivo derivante da un investimento di un'unità di moneta – e le variazioni del tasso di inflazione attesa (π^e). Tale relazione discende dalla cosiddetta ipotesi di Fisher che, coerentemente al principio di neutralità della moneta, afferma che il tasso di interesse reale (r) – il ricavo di the derivante da un prestito al netto dell'erosione del potere d'acquisto determinata dall'inflazione – non è condizionato dall'andamento delle variabili monetarie. In formule:

$$i_t = r_t + \pi_t^e$$

(cfr. Mankiw- Taylor, op.cit.)

crea così una situazione in cui i costi economici e sociali di aggiustamento crescono fino all'inverosimile. Recenti modelli nekeynesiani confermano che in trappola di liquidità ed in presenza dell'effetto Fisher la funzione di domanda aggregata può dimostrarsi crescente rispetto ai prezzi, mentre la deflazione può portare ad un'ulteriore contrazione del credito, della domanda interna e del PIL, invece che una crescita verso i valori potenziali⁴⁷.

2.2 Le fragilità dell'Eurozona

Il processo, quanto mai evidente nel mondo attuale, di integrazione dei sistemi finanziari e crescita esponenziale del settore ha contribuito in diversi modi al danneggiamento della stabilità macroeconomica e finanziaria dell'Unione (Obstfeld 2013).

Innanzitutto, Obstfeld (2013) spiega come sia entrato in funzione il meccanismo del *financial/fiscal trilemma* in unioni monetarie simili all'eurozona: "Nel momento in cui il livello di penetrazione del mercato finanziario raggiunge un certo livello, è impossibile mantenere tutte queste tre caratteristiche: integrazione finanziaria transnazionale, stabilità finanziaria ed indipendenza fiscale nazionale."⁴⁸ Questo è riscontrabile osservando come, nel periodo tra il 2000 e il 2008, i bilanci delle banche sperimentarono un'espansione tale da mettere a repentaglio la capacità di emissione di garanzie fiscali credibili degli Stati stessi. Conseguentemente, questo ha dato l'avvio al cosiddetto *doom loop*, un circolo vizioso che collega la solvibilità delle banche a quella degli

⁴⁷ EGGERTSSON G.B. - KRUGMAN P., «Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach», *The Quarterly Journal of Economics*, 2012.

TOBIN J., «Price Flexibility and Output Stability: An Old Keynesian View», Cowles Foundation Discussion Papers with no. 994R, 1991.

(cfr. Gawronski, op. cit.)

⁴⁸ Il modello del *financial/fiscal trilemma* non è stato esente da rivisitazioni; ad esempio è interessante proporre la visione che ne dà Hélène Rey (2013). "Il ciclo finanziario globale ha trasformato il noto trilemma in un "dilemma". Politiche monetarie indipendenti sono possibili se e solo se il conto capitale viene gestito, direttamente o indirettamente. Le giuste politiche per gestire questo 'dilemma' dovrebbero ambire a frenare l'indebitamento eccessivo e la crescita incontrollata del credito. Una combinazione di politiche macroprudenziali, guidate da aggressivi *stress-test* e razionali di indebitamento più duri da gestire sono necessari, così come potrebbero esserlo anche controlli sui capitali." (tradotto da Rey, Hélène. *Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence*. No. w21162. National Bureau of Economic Research, 2015.)

Stati sovrani. I tassi d'interesse delle varie zone d'Europa, poi, manifestarono la tendenza a convergere verso i valori dei rendimenti dei *risk-free bonds*, rendendo così difficili le opportune differenziazioni tra i Paesi con finanze pubbliche stabili e Paesi ritenuti invece più vulnerabili. Un'ulteriore problematica è rappresentata dalle banche nord europee, che cambiarono la composizione dei loro portafogli favorendo titoli provenienti da Paesi della periferia europea e concentrando così il rischio. Bisogna tener conto, inoltre, anche dei bassi tassi d'interesse nominali e dell'accesso facilitato al credito che negli anni hanno portato ad un aumento della domanda reale e dell'inflazione, oltre che ad una depressione dei tassi d'interesse reali nelle zone periferiche, con un effetto che possiamo considerare destabilizzante.

La dimensione dei bilanci bancari

La rapida crescita degli attivi bancari in relazione al PIL, tra gli anni 1991 – 2009, si è resa evidente in particolare nelle banche di Stati come Irlanda, Olanda, Belgio, Francia, Austria e Spagna, i cui bilanci nel 2009 rappresentavano svariati multipli dei rispettivi PIL. La significatività delle dimensioni di questi bilanci risiede ovviamente nel fatto che, qualora le banche si ritrovino coinvolte in una crisi generale, potrebbero compromettere il potere di soccorso fiscale degli Stati. Quando le risorse fiscali sono o sono considerate limitate rispetto ai problemi in cui si potrebbe incorrere, la credibilità del supporto statale diminuisce: questo rende il sistema finanziario più fragile, aumentando di fatto le *chances* di un'effettiva crisi. In questo modo inoltre peggiorano anche le condizioni a cui lo Stato si finanzia sul mercato, minando anche la stabilità finanziaria del settore privato. Quindi il governo, indebitandosi ulteriormente per intervenire e fermare la crisi, spiana la strada al verificarsi di due effetti negativi: il primo è che si manifestano delle perdite per chi detiene titoli di debito dello Stato e i bilanci delle banche si deteriorano, in quanto i mercati sono spinti a pensare che la solvibilità del Paese sia peggiorata; il secondo effetto invece è che i mercati percepiscono che il governo avrà sempre meno risorse per affrontare piani di salvataggio che potrebbero rendersi necessari nel futuro. Questo *doom loop* ha operato durante la crisi in vari Paesi dell'Eurozona: una crisi

del debito di un Paese può autoalimentarsi in quanto i tassi d'interesse aumentano riflettendo le aspettative di un default, facendo diventare il default stesso sempre più probabile⁴⁹.

La convergenza dei tassi d'interesse

Con l'avvento del terzo stage dell'unione economica europea (tassi di cambio fissi e BCE responsabile della politica economica) i rendimenti sovrani delle economie europee conversero con quelli dei *bund* tedeschi. Questo avvenne però solo fino al collasso finanziario del colosso Lehman Brothers, nel 2008; da quella data in poi i rendimenti dei bond a scadenza decennale dei vari Paesi cominciarono ad avere rendimenti molto diversi, rendendo così evidenti le differenze degli emittenti. Nonostante la *no bail-out clause* presente nel Trattato di Maastricht, i mercati si aspettavano comunque un qualche intervento verso i singoli Stati in difficoltà da parte dell'Unione Europea in una situazione di simile instabilità, ed è proprio per questo motivo, probabilmente, che i tassi avevano assunto pressappoco lo stesso andamento (Obstfeld, 2013). Successivamente, però, emersero i problemi legati alle previsioni di crescita dell'eurozona, che erano in forte riduzione per tutte le aree economiche, e al deterioramento delle posizioni fiscali di numerosi Stati. Il *doom loop* di cui sopra si attivò nel momento in cui i mercati percepirono che ad impedire il recupero dei finanziamenti c'erano ostacoli politici e finanziari. Da tale punto di vista sembra quindi plausibile sostenere che la clausola di *no bail-out*, se fosse stata più credibile sin dal principio, avrebbe reso decisamente superiori gli spread dei titoli dei Paesi periferici rispetto a quelli tedeschi. Inoltre, la clausola non era in sintonia con alcuni elementi dell'impianto creato per la moneta unica. Buiter and Sibert (2005) sostengono, ad esempio, che applicando lo stesso taglio a tutti i bond offerti come garanzia senza

⁴⁹ A tal proposito è interessante menzionare la teoria delle *self-fulfilling expectations*, che sostiene proprio questo, ossia che i cambiamenti delle aspettative degli investitori possano avere un'influenza profonda sulle fluttuazioni dei mercati. Un cambiamento delle aspettative, infatti, una volta messo in atto, comincia a produrre degli effetti che confermano e rafforzano quella stessa aspettativa, che sia essa giustificata o meno. Questo viene provocato dagli investitori stessi che, comportandosi come se la loro convinzione fosse effettivamente verificata, fanno sì che essa produca i suoi effetti. Tale effetto di psicologia comportamentale è stato studiato in WOODFORD, Michael. *Self-fulfilling expectations and fluctuations in aggregate demand*. National Bureau of Economic Research, 1990., a cui si fa riferimento per questa spiegazione.

tener conto del rating e della posizione fiscale dello Stato la BCE ha tenuto artificialmente alti i prezzi dei bond dei Paesi più vulnerabili.

Ribilanciamento dei portafogli con asset periferici

L'aumento della domanda di titoli periferici ha avuto evidentemente come riflesso la convergenza dei tassi d'interesse. I titoli del debito dei Paesi periferici erano maggiormente richiesti dalle banche del nord Europa semplicemente perché questi registravano dei deficit maggiori rispetto a quelli dei Paesi nordeuropei: è fuori da ogni dubbio, quindi, che dopo l'introduzione della moneta unica i portafogli dei residenti dell'Unione si siano controbilanciati favorendo i titoli di altri Stati membri piuttosto che quelli di residenza. Infatti la percentuale di titoli a lunga scadenza emessi da residenti dell'area euro posseduti da residenti di altri Stati membri è passata dal 12% del 1997 al 58% del 2006 (Kalemli-Ozcan, 2009). Se guardiamo alle quote di partecipazione delle banche del nord Europa nel debito pubblico dei Paesi periferici tra il 1999 ed il 2009, notiamo come la maggior parte dei flussi si sia diretta verso Paesi come Irlanda e Spagna, che in quel momento stavano sperimentando l'espandersi di delle bolle speculative immobiliari di dimensioni non indifferenti.

Investendo in questo modo, le banche non solo apparivano come meno diversificate, avendo investito tutte in prodotti e derivati simili, ma erano altresì maggiormente esposte al rischio di contagio, in quanto le loro esposizioni risultavano tutte fortemente correlate tra loro.

Crescita della domanda e destabilizzazione dei bilanci

Solo dei rendimenti attesi degli investimenti più alti avrebbero potuto giustificare una simile concentrazione geografica del rischio. La situazione che le economie periferiche si trovarono a dover affrontare, in linea generale, fu la comparsa di deficit di bilancio persistenti e, in alcuni casi, molto ampi causati da una diminuzione del risparmio e da un aumento degli investimenti. Le dimensioni significative di tali deficit destavano molta preoccupazione, soprattutto perché ci si chiedeva se la

sostenibilità fosse messa a repentaglio o meno dalla situazione di crisi. Queste preoccupazioni non si sono dimostrate infondate: i flussi di capitali verso i Paesi della periferia si sono arrestati bruscamente, lasciando di fatto questi ultimi senza l' "ossigeno" per far fronte ai loro deficit. Poiché la maggior parte degli investimenti dei Paesi periferici era stata destinata al settore immobiliare, le partecipazioni divennero illiquide e questo comportò, allo scoppio della bolla immobiliare, che divenne quasi impossibile riavere il proprio denaro per le banche nordeuropee ed in generale per la maggior parte degli investitori nel debito pubblico dei Paesi periferici. Il rischio di liquidità⁵⁰ si era manifestato nella sua accezione più pura. In seguito a questi avvenimenti si è attivato il *financial/ fiscal trilemma* nell'eurozona: la stabilità finanziaria, nell'ambiente finanziario globale così come appare ai nostri giorni, risulta incompatibile con il 'dilemma' integrazione finanziaria e politiche finanziarie separate.

2.3 Il Trattato di Maastricht: una difesa inadeguata

Come naturale evoluzione delle premesse poste in essere dall'Atto Unico Europeo del 1986, già dalla fine degli anni '80 è stata progettata un'Unione Monetaria Europea, che potesse realizzare un mercato

⁵⁰ Possiamo definire il rischio di liquidità come "Rischio che un titolo non possa essere venduto a un prezzo equo con bassi costi di transazione e in breve tempo. Quanto maggiore è l'illiquidità di un titolo, tanto più gli investitori richiedono un premio per il rischio di illiquidità in aggiunta al rendimento del titolo. In sostanza, tale teoria spiega perché il grado di liquidità relativa di un titolo è un fattore che influenza il tasso di interesse di un titolo, ove gli investimenti con elevate caratteristiche di liquidità sono remunerati con tassi di interessi più bassi (a parità di tutte le altre condizioni).

Un premio per il rischio di liquidità è previsto inoltre per gli investimenti in titoli a lungo termine, a causa della maggiore sensibilità dei loro prezzi (valori attuali) alle oscillazioni nei tassi di interesse rispetto ai titoli a breve termine. In tal senso si sviluppa la teoria del premio per la liquidità, che si basa sull'idea che gli investitori saranno disposti ad investire in titoli a lungo termine soltanto se su di essi sarà offerto un premio, come compenso per l'incertezza del valore futuro di un titolo, che risulterà tanto maggiore quanto più distante si troverà la scadenza. Infatti, in un contesto di incertezza, gli investitori preferiranno investire in titoli a breve termine, convertibili in denaro con basso rischio di perdita in conto capitale (ovvero di un calo del prezzo del titolo al di sotto del suo prezzo di acquisto). Pertanto, affinché gli investitori siano incentivati ad acquistare titoli a lungo termine, maggiormente soggetti al rischio di perdita in conto capitale, deve essere offerto loro un premio per la liquidità. Tale premio per il rischio di liquidità può essere attribuito al fatto che i titoli a lungo termine sono più sensibili alle oscillazioni dei tassi di interesse rispetto a quelli a breve termine. In Italia, i mercati sono liquidi per gran parte dei titoli di Stato e per le azioni emesse dalle principali società. Ovviamente, i titoli a limitata capitalizzazione presentano minore liquidità." (cfr. Borsa Italiana S.p.A, sito istituzionale, def. Rischio di liquidità, aggiornato al 17 gennaio 2011)

unificato ed una completa liberalizzazione dei capitali. Ed è proprio nell'Atto Unico Europeo che vengono elaborati gli obiettivi per l'instaurazione dell'UME, fissati in modo dettagliato successivamente nel Rapporto Delors, predisposto dal Comitato di studio dell'Unione monetaria nel 1989. L'Europa, in tal modo, cominciava ad essere proiettata verso il mercato unico attraverso delle linee programmatiche che potremmo riassumere in: *a)* rafforzamento delle politiche economiche e monetarie al fine di ottenere una maggiore convergenza nei risultati economici; *b)* attuazione di modifiche istituzionali e (come la creazione dell'Istituto Monetario Europeo) e consolidamento dei risultati economici raggiunti, con particolare riferimento alla completa liberalizzazione dei movimenti di capitale; *c)* definitivo passaggio dei poteri e fissazione dei tassi di cambio irreversibili, con la creazione della BCE, unica responsabile della politica monetaria, e conseguente transizione alla moneta unica⁵¹. Così individuate, le fasi del processo di realizzazione dell'Unione Europea, troveranno poi formale consacrazione nel Trattato sull'Unione Europea, siglato a Maastricht il 7 febbraio 1992, che istituisce l'Unione e segna "una svolta nella configurazione delle prerogative essenziali della sovranità statale ed aprendo la strada ad una innovativa costruzione dei rapporti e delle forme di integrazione tra gli Stati membri della Comunità Europea."⁵² Tale Trattato riunisce in un unico documento le discipline giuridiche delle forme di collaborazione internazionale alle quali gli Stati sottoscrittori si sono reciprocamente vincolati negli anni, ampliando inoltre le materie oggetto di cooperazione istituzionale o intergovernativa, approfondendo i legami tra i vari Paesi aderenti, nonché predisponendo per alcuni settori soluzioni nuove e diverse tra Stato e Stato attraverso clausole di esenzione. Un esempio lampante ne è quella di *opting-out*, che indica quei Paesi (Regno Unito e Danimarca; v. Protocolli n. 25 e n. 26 allegati al Trattato) che in una fase iniziale hanno deciso di non aderire all'euro come moneta unica e quindi di non entrare nella terza fase dell'UME, nonostante il pieno rispetto di tutti i parametri indicati. Il Trattato si articola in tre distinti gruppi di norme: il primo è composto dalle

⁵¹ Per questo elenco si fa riferimento testualmente a PELLEGRINI, Mirella. Banca centrale nazionale e unione monetaria europea: il caso italiano. Cacucci, 2003, pp. 156. Vi si fa riferimento, inoltre, per quanto concerne il Trattato di Maastricht nel par. 2.3.

⁵² Idem.

disposizioni modificative dei Trattati istitutivi delle tre Comunità; il secondo dalle disposizioni relative alla politica estera e di sicurezza comune; il terzo dalle disposizioni relative alla cooperazione nei settori della giustizia e degli affari interni. Tali gruppi sono preceduti da alcune disposizioni comuni su obiettivi e principi e seguiti da alcune disposizioni finali che riguardano essenzialmente l'Unione Europea ed il Consiglio Europeo⁵³. Tra le disposizioni iniziali, in particolare, leggiamo nell'articolo A che "il Trattato segna una nuova tappa nel processo di creazione di un'unione sempre più stretta tra i popoli dell'Europa, in cui le decisioni siano prese il più vicino possibile ai cittadini. ... (L'Unione) ... ha il compito di organizzare in modo coerente e solidale le relazioni tra gli Stati membri e i loro popoli". L'articolo F, comma 1 stabilisce che l'Unione però "rispetta l'identità nazionale dei suoi Stati membri, i cui sistemi di governo si fondano su principi democratici." Assistiamo quindi ad una sorta di dicotomia tra il rispetto per l'autonomia degli Stati membri, che hanno tutti forme di governo democratiche, ed una spinta verso forme di cooperazione per attuare una politica esterna comune. Si evince quindi che alla base della neonata Unione Europea vi è una logica di insieme che trascende la semplice incorporazione delle tre Comunità (CECA, CEE, CEEA), ed ha arricchito tale unione con competenze in ambito economico (si pensi all'istituzione dell'UME) ed in altri settori, come ad esempio cultura, istruzione o addirittura l'istituzione della cittadinanza europea, che vanno ben al di là dello scopo *mercantilistico* che aveva animato la CEE.

Con il Trattato di Maastricht, inoltre, sono stati approntati dei meccanismi di difesa che miravano a raggiungere due obiettivi: stabilità dei prezzi (inflazione attorno al 2%) e solvibilità dei settori pubblici nazionali senza finanziamenti esterni o svalutazione del debito pubblico guidata dall'inflazione; il raggiungimento di tali obiettivi è supportato da diversi provvedimenti istituzionali. Innanzitutto vi sono i prerequisiti di entrata nell'Unione, definiti dall'articolo 104C: *a)* rapporto deficit/PIL non oltre il 3%; *b)* rapporto debito pubblico/PIL non oltre il 60%; *c)* il tasso di inflazione non deve superare di più dell'1,5% la media dei tre tassi

⁵³Cfr. Pellegrini, op. cit.

d'inflazione più bassi del Sistema Monetario Europeo⁵⁴. Tali vincoli però sono soggetti ad un'interpretazione piuttosto elastica: stando all'articolo 109J, la condizione fondamentale per entrare a far parte dell'unione monetaria è "la sostenibilità della posizione finanziaria del governo", che si realizza se i rapporti presi in analisi dall'articolo 104C, pur eccedenti le percentuali previste, dimostrano di avere un trend in diminuzione⁵⁵. Le motivazioni per cui questi prerequisiti devono essere osservati dagli Stati *prima* di entrare nell'unione monetaria sono probabilmente da ricercarsi nel tentativo di creare una "cultura di stabilità", o come incentivo per implementare le necessarie riforme istituzionali e strutturali; l'Unione Europea chiede sostanzialmente ai governi di aderire ad una visione che, pur chiedendo dei sacrifici nel breve periodo, porta nel lungo periodo benefici non raggiungibili autonomamente dagli Stati. Il Trattato prevede, per l'appunto, dei vincoli che operano nei confronti dei membri dell'Unione. L'articolo 21⁵⁶ dello statuto della BCE proibisce a tutti gli effetti l'acquisizione diretta di debito pubblico da parte dell'emittente dello stesso, vietando di fatto il diretto finanziamento dei deficit fiscali nazionali. Non è previsto nessun divieto che riguardi l'acquisizione di debito pubblico nel mercato secondario.

Si può facilmente intuire, a questo punto, l'importanza di regolare le interazioni tra politica monetaria e politica di bilancio⁵⁷, e di ricordare

⁵⁴ Cfr. capitolo 1

⁵⁵ In particolare, un deficit superiore al 3% non può essere considerato eccessivo se il rapporto è diminuito sostanzialmente e continuamente ed ha raggiunto un livello vicino a quello previsto; o, alternativamente, se la parte eccedente il valore di riferimento ha carattere temporaneo. Allo stesso modo, il valore del debito non sarà considerato eccessivo se esso è in diminuzione e si va approssiando al valore di riferimento.

⁵⁶ L'articolo 21, *Operazioni con enti pubblici*, recita così: "21.1. Conformemente all'articolo 123 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea, è vietata la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia da parte della BCE o da parte delle banche centrali nazionali, a istituzioni, organi o organismi dell'Unione, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di settore pubblico o ad imprese pubbliche degli Stati membri, così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della BCE o delle banche centrali nazionali.

21.2. La BCE e le banche centrali nazionali possono operare come agenti finanziari per gli organismi di cui all'articolo 21.1. 21.3. Le disposizioni del presente articolo non si applicano agli enti creditizi di proprietà pubblica che, nel contesto dell'offerta di riserve da parte delle banche centrali, devono ricevere dalle banche centrali nazionali e dalla BCE lo stesso trattamento degli enti creditizi privati."

⁵⁷ Citando ancora Pellegrini, Banca centrale nazionale e unione monetaria europea: il caso italiano. Cacucci, 2003, pp. 258 ss. "Ed invero, se obiettivo della politica monetaria è quello di mantenere la stabilità dei prezzi, tenendola al riparo da interferenze politiche di breve periodo dei governi, non meno significativo è l'obiettivo delle politiche di bilancio che, come si è in precedenza visto, tendono alla realizzazione di un contesto stabile nel quale la piena ed efficace operatività dei mercati sia di stimolo alla fiducia del pubblico ed al consenso politico."

le finalità di stabilità e crescita previste dal Trattato con una struttura di politica macroeconomica solida nel tempo, coerente nei suoi obiettivi e trasparente nelle regole e nelle procedure, scoraggiando i comportamenti legati solo alle contingenze di breve periodo. In tale contesto si colloca il Patto di Stabilità e Crescita, introdotto con il Protocollo di Amsterdam, che assume carattere integrativo nei confronti dei principi fissati nel Trattato ed aspira a realizzare le priorità che quest'ultimo si impone attraverso una attenta posizione di monitoraggio delle posizioni dei singoli Paesi membri, o stabilendo adeguati incentivi a favore dei responsabili delle politiche di bilancio (per le specifiche tecniche si rimanda al capitolo I, *La politica fiscale*, p. 3 ss.). A ciò bisognerà sicuramente aggiungere i vantaggi di un coordinamento nelle politiche, ad esempio in contesti di prevenzione dei rischi di una progettazione di interventi *ad hoc* o nel superamento dei problemi relativi all'assunzione di informazioni. Tale convenzione nasce quindi con il dichiarato intento di "assicurare il coordinamento delle politiche monetarie con quelle di bilancio e, dunque, di garantire che il grado di flessibilità consentito agli Stati membri per l'assorbimento degli shock asimmetrici non si risolva in un sostanziale abbandono delle finalità indicate nel Trattato."⁵⁸ Da qui la conclusione in dottrina che il Patto di Stabilità, nel definire un insieme di regole comuni di politica fiscale, risulta essenzialmente preordinato a "rassicurare i Paesi con forte reputazione antinflazionistica rispetto ai rischi di adozione di comportamenti destabilizzanti da parte dei Paesi con debole reputazione antinflazionistica"⁵⁹. Questa prevenzione dai rischi, in mancanza di un'autorità federale in grado di formulare linee guida a livello europeo, è stata ricercata nella fissazione di parametri di riferimento il cui rigore applicativo finisce col costituire fattore di garanzia nelle politiche fiscali e di bilancio.

Infine, un ulteriore provvedimento istituzionale è la clausola di *no bail-out*, che deriva dall'articolo 105(1), che riafferma come obiettivo del SEBC il mantenimento della stabilità dei prezzi. Un mezzo ritenuto essenziale dal Trattato per raggiungere tale obiettivo è che il debito non

⁵⁸ Pellegrini, op. cit.

⁵⁹ Così MASERA, *Il patto di stabilità e di crescita: investimenti in infrastrutture e Golden Rule*, in *Mondo Bancario*, 2002, n.6, p.19

possa essere coperto da aumenti nell'offerta di moneta, escludendo quindi fermamente la possibilità che la BCE compri titoli del debito pubblico di qualsiasi Stato membro. Questa clausola dovrebbe combattere il rischio di deresponsabilizzazione dei Paesi e ridurre quindi le esternalità negative legate al comportamento finanziariamente irresponsabile che i Paesi potrebbero assumere se avessero la certezza di un supporto dalla BCE come prestatore di ultima istanza. Eichengreen e Wyplosz (1998) hanno analizzato questa tipologia di rischio costruendo uno scenario in cui la paura del default di uno Stato sovrano deteriora l'attivo bancario causando una corsa agli sportelli. Hanno poi concluso che la soluzione a questo problema va ricercata in requisiti di capitale più alti e in una supervisione bancaria più severa. Quello che non avevano però previsto è che le dimensioni dei sistemi bancari odierni sarebbero state tali da pregiudicare la solvibilità nazionale scatenando un effetto contagio. La recente crisi ha posto l'accento su questa problematica, mostrando come un atteggiamento irresponsabile da parte di un Paese che non mantenga un adeguato spazio fiscale per contribuire ai finanziamenti di aiuto in caso di crisi (propria o altrui) impone un costo a tutti gli altri Stati membri e ne minaccia anche la stabilità finanziaria. Data l'importanza del rispetto delle regole del Trattato, è difficile capire come mai la supervisione e la gestione delle crisi bancarie sia stata affidata dal Trattato stesso a livello nazionale.

2.3.1 Istanze di modifica del Trattato di Maastricht

Negli ultimi anni, complice la crisi economica e la 'politica di austerità' che ha caratterizzato le direttive europee⁶⁰, i governi tutti si sono trovati ad avere a che fare con il malcontento, l'indignazione e talvolta la protesta dei cittadini nei confronti di un'Unione Europea percepita sempre più come iniqua e lontana dall'economia reale e dalle condizioni

⁶⁰ Si veda l'analisi fornita da CAPRIGLIONE Francesco, TROISI Angela. *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*. UTET Giuridica, 2014, p. 121 ss. "La pressante esigenza di recuperare disponibilità monetarie – destinate, per un verso, alla riduzione dei debiti pubblici, per altro al risanamento di economie logorate da lunghi periodi di decrescita e da ingiustificati, insostenibili meccanismi (pubblici) d'incentivazione - impatta su una realtà in fase recessiva, esasperando le criticità presenti in molti contesti nazionali dell'UE. Un dilagante impoverimento delle popolazioni, preoccupanti livelli di disoccupazione caratterizzano gli anni recenti, mostrando il 'volto oscuro' di un processo involutivo dell'era post-industriale".

dei suoi cittadini. Le opposizioni in molti Stati imputano all'Europa "gli effetti nefasti di una situazione che, in gran parte, ha radici lontane, riconducibili ai difetti endemici di taluni Stati, ai limiti e al disvalore di un'arretratezza culturale che non consente di approfondire, di comprendere fino in fondo le ragioni della presente realtà"⁶¹. Le origini dell'attuale malessere vengono spesso attribuite ad una poco ponderata adesione al Trattato di Maastricht, e tali convinzioni sfociano spesso nell'invocare l'uscita dalla moneta unica ed il ritorno alle valute nazionali; in particolare, si svalutano gli effetti positivi dell'armonizzazione delle regole finanziarie.

Bisognerebbe quindi far luce sui limiti nell'applicazione delle convergenze economiche avviate nell'eurozona per consentire alla moneta unica di operare i suoi effetti⁶², ma al contempo anche tener conto delle deroghe (all'applicazione della disciplina europea) talvolta consentite nel passato ad alcuni Stati membri, determinando forme d'apertura nell'applicazione delle clausole dei Trattati, quali al presente vengono negate ai paesi in difficoltà⁶³. Più in generale, bisognerebbe focalizzarsi sulle possibili interazioni negative della politica dell'austerità e del rigore sulla definizione di un impianto democratico che sia solida base per creare un grado di coesione necessario per accettare delle condizioni che troppo spesso vengono avvertiti come imposti *ab esterno*.

⁶¹ Cfr. Capriglione – Troisi, op. cit.

⁶² Cfr. DECARO, *Integrazione europea e diritto costituzionale*, in AA. VV., *Elementi di diritto pubblico dell'economia*, p. 49 ss.

⁶³ Si fa riferimento alle deroghe al Trattato di Maastricht accordate alla Danimarca dal Consiglio Europeo il 12 dicembre 1992, nonché la deroga al Trattato di Schengen concessa alla Francia nel 2012.

Capitolo III

La Banking Union e le prospettive di medio-lungo periodo

3.1 La complessa evoluzione post-Maastricht. L'armonizzazione delle regole e delle pratiche di vigilanza.

La crisi esplosa in Europa con il fallimento di Lehman Brothers ha evidenziato come la politica europea sia la maggiore determinante sia delle radici che dell'uscita dalla crisi. Volendo individuare un problema, questo risiederebbe più che altro nella forma che il disegno di Unione dovrà assumere nel prossimo futuro e nel medio-lungo periodo: gli inevitabili compromessi che hanno permesso di unirsi a Nazioni che per secoli si sono combattute hanno finito per causare fragilità strutturali ad una costruzione ancora in corso d'opera. Le dinamiche imposte dalla crisi stanno portando scompiglio nel quadro politico-istituzionale, forti anche dei rinascenti nazionalismi e delle correnti anti-europeiste negli Stati. L'opinione si sta polarizzando tra coloro che favoriscono il progresso verso una maggiore unificazione politica e coloro che vedono l'Unione Europea come un insieme di paesi autonomi, in concorrenza tra loro all'interno di regole comuni. Il riferimento non attiene solo al mercato unico: sembra che si possa abbandonare la costruzione della moneta unica senza distruggere allo stesso tempo l'intera costituzione europea⁶⁴; veti e compromessi stanno minando anche il raggiungimento dei risultati attesi con il progetto di Unione Bancaria, analogamente a quanto è accaduto e continua ad accadere per il completamento del progetto cominciato con il Trattato di Maastricht.

La crisi finanziaria, nella sua prima fase, ha colpito i paesi dell'Unione in maniera asimmetrica⁶⁵ ed ha reso evidente che le regole e le pratiche di vigilanza differiscono in maniera sostanziale tra i paesi dell'Unione, nonostante essi siano soggetti alla medesima legislazione europea in materia di regolazione finanziaria. Questo è dovuto al fatto che a tale

⁶⁴ Cfr. Tonveronachi, Mario. "L'Unione Bancaria Europea. Di nuovo un disegno istituzionale incompleto (The European banking union. An incomplete institutional design, again)." *Moneta e Credito* 66.264 (2013): 397-413.

⁶⁵ Si rimanda a 1.3, pag 12.

legislazione è stato impresso il carattere di *armonizzazione minima*, che concede molto alla discrezionalità nazionale. Nelle istituzioni europee l'opinione maturata in seguito alla crisi è che tale eterogeneità abbia troppo spesso lasciato spazio a pratiche di supervisione deboli (*light touch*), che hanno finito per accrescere la fragilità finanziaria dell'intera regione.

La Commissione Europea, oltre ad aver tentato di rimediare ad alcuni 'difetti' dell'impianto regolamentare di Basilea II⁶⁶ legiferando sulle successive versioni II.5 e III dell'Accordo, ha chiesto di abbandonare il principio dell'armonizzazione minima favorendo così un singolo insieme di regole e pratiche di vigilanza (*single rulebook* e *single supervisory handbook*). L'esortazione ai legislatori europei è quella di dare preminenza ai Regolamenti rispetto alle Direttive, in quanto i primi sono direttamente applicabili a livello nazionale, mentre le seconde lasciano spazio ad ampi margini di discrezionalità, dovendo essere prima trasformate in legge da ogni Stato membro. Questo di certo non vuol dire che i Regolamenti non contemplino alcuna discrezione, considerando come la nostra Unione, caratterizzata da significative differenze nelle

⁶⁶ "L'accordo di Basilea 2 è stato ratificato nel 2004 ed entrerà in vigore a partire dal gennaio 2007. Si tratta di un sistema di regole che hanno lo scopo di assicurare la stabilità patrimoniale delle banche principalmente a garanzia dei depositi ma anche a garanzia della sicurezza ed efficienza del sistema bancario. L'accordo è stato studiato, redatto e sottoscritto dal Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria, istituito nella città svizzera nel 1974 dai governatori delle banche centrali dei Paesi del Gruppo dei Dieci (Belgio, Canada, Francia, Giappone, Germania, Italia, Olanda, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia più la nazione ospitante, la Svizzera) per formulare le linee guida sulla regolamentazione dell'attività bancaria internazionale e promuovere la cooperazione nel campo della vigilanza. Le proposte del Comitato, pur non avendo potere legislativo, sono accettate come normativa vincolante da oltre 100 Paesi. L'evoluzione della gestione bancaria e dei rischi che le banche devono fronteggiare ha indotto il Comitato a rivedere l'accordo in vigore dal 1988 (Basilea 1)". Con tale accordo le banche, per essere considerate solide sotto il profilo patrimoniale, devono tenere in considerazione diversi elementi: cambia il metodo di calcolo del rischio e le sue basi di calcolo e viene introdotta la categoria del rischio operativo, che viene definito come "il rischio di perdite conseguenti a inadeguati processi interni, errori umani, carenze nei sistemi operativi o a causa di eventi esterni". Basilea II si basa su tre pilastri, che potremmo così riassumere: *a*) requisiti minimi di capitale- nuove regole per la quantificazione dei rischi (valutazione del rischio operativo e nuove regole del rischio di credito; in sostanza ogni banca viene chiamata a ricalcolare il proprio capitale di vigilanza, alla luce di una razionalizzazione dei requisiti di capitale); *b*) il ruolo degli organi di vigilanza- cambia l'oggetto della vigilanza delle autorità nazionali, che non sono più chiamate ad esprimere un giudizio sulla solidità della banca in base all'ottemperanza di requisiti formali ed al risultato del suo operato, ma sull'adeguatezza, efficacia ed effettivo funzionamento dei sistemi di valutazione dei crediti; *c*) trasparenza- nuove linee guida in tema di trasparenza delle informazioni sulle condizioni di rischio della banca al fine di sviluppare il ricorso alla disciplina di mercato come integrazione del lavoro delle autorità di vigilanza. (Per la citazione e per l'intero contenuto della nota si faccia riferimento a Sole24Ore, *L'accordo di Basilea 2*, 2006)

legislazioni nazionali, lascia molte istanze al di fuori di una armonizzazione completa.

La prima riforma istituzionale ha preso le mosse dalla necessità di produrre e monitorare una maggiore armonizzazione espressa dal *Rapporto de Larosière*; dal gennaio 2011 sono infatti operative le ESA, tre autorità indipendenti per la supervisione di banche, assicurazioni e mercati, cui è stato attribuito il compito di produrre gli standard tecnici necessari a rendere effettiva la relativa legislazione, di renderli omogenei ove possibile e di vigilare che siano applicati in campo europeo. Le specificità nazionali sono espressamente previste nelle considerazioni sugli standard tecnici delle ESA, ed inoltre i Regolamenti hanno lasciato al di fuori delle loro competenze alcune materie, come la produzione degli standard contabili. Il ruolo delle ESA nel sistema europeo di vigilanza finanziaria, di cui fanno parte assieme alle autorità nazionali, è di vigilare sull'adozione di pratiche comuni da parte delle stesse, e non costituisce quindi un ruolo di enti supervisor in senso pieno. Inoltre, gli inevitabili limiti nelle risorse a loro disposizione riducono il loro ruolo, oltre che di produzione di innumerevoli standard tecnici, al favorire la cooperazione delle autorità nazionali ed al cercare di risolvere eventuali contrasti.

Ai limiti che si riscontrano nella produzione ed effettiva applicazione di regole comuni bisogna aggiungere l'aperta opposizione di alcuni paesi, in particolare il Regno Unito, verso l'armonizzazione massima. Se si analizza l'idea di discrezionalità, possiamo facilmente capire come essa possa rendere i paesi membri in grado di adottare misure particolarmente stringenti, ma allo stesso tempo può lasciare che i paesi 'riluttanti' producano regole minime decisamente più blande che in caso di armonizzazione massima. Tale idea però, se si analizzano la Direttiva ed il Regolamento che applicano Basilea III, pare essere stata accantonata: gli spazi per la discrezionalità nazionale sono formalmente ridotti, ma non spariscono. Come la crisi ha reso evidente, l'anello debole della catena in un sistema così fortemente correlato mette a rischio l'intera costruzione; queste limitazioni alle regole comuni rendono ancora maggiormente rilevanti le iniziative volte all'armonizzazione delle pratiche di vigilanza.

In particolare, la crisi ha evidenziato tre problematiche cruciali: innanzitutto sono completamente assenti efficaci legislazioni nazionali e accordi transnazionali per la risoluzione delle crisi bancarie, in particolare per le banche pan-europee; come conseguenza, in una certa misura, la natura sistemica delle crisi bancarie ha prodotto un circolo vizioso tra crisi bancarie e crisi dei debiti sovrani, causando forti esternalità negative a livello regionale; infine, tale insieme di crisi bancarie e sovrane ha portato alla de-integrazione, o re-nazionalizzazione, della finanza europea, rendendo in gran parte inefficace la trasmissione della politica monetaria nell'eurozona. L'agenda europea ed internazionale si è focalizzata, a parte che sul rafforzamento delle difese *ex ante* tramite regole prudenziali più stringenti, sulla necessità di adottare procedure efficaci per risanamento e risoluzione delle banche in difficoltà, e nello specifico per le istituzioni con carattere sistemico. "Nella sostanza siamo tornati al problema di fondo, il potenziale fallimento delle banche internazionali, che a partire dagli anni Settanta diede una spinta decisiva prima alla stesura del *Basel Concordat*, sulla cooperazione tra autorità nazionali nella supervisione delle filiali di banche estere, e poi al tentativo di creare un 'piano livellato' di regole minime a livello internazionale."⁶⁷ Dato che lasciare che sia il mercato a risolvere le crisi di intermediari sistemici produrrebbe forti esternalità negative, per il cui contenimento dovrebbe comunque intervenire la finanza pubblica, la risoluzione delle crisi bancarie dovrebbe essere gestita attraverso regole *ex-ante*, che rendano gli investitori privati prevalentemente esposti alle perdite.

Il Consiglio dell'Unione Europea ha pubblicato la proposta per una direttiva atta a creare un quadro armonizzato sia per il risanamento che per la risoluzione delle istituzioni di credito e delle imprese di investimento (RDD)⁶⁸; in gergo europeo questo equivale ad una armonizzazione minima delle leggi nazionali. Le procedure di risanamento sono mantenute tra le prerogative delle autorità di supervisione nazionali, secondo quanto si intende normalmente per *conservatorship*: le banche hanno l'obbligo di preparare piani di

⁶⁷ Tonveronachi, op.cit.

⁶⁸ CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA (2013), Proposal for a Directive Establishing a Framework for the Recovery and Resolution of Credit Institutions and Investment Firms, Brussels, 28 giugno, disponibile alla URL <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/13/st11/st11148re01.en13.pdf>.

risanamento che i rispettivi supervisori devono approvare. Tali supervisori necessitano di essere dotati dei poteri necessari per adottare misure di intervento preventivo volte a riportare le istituzioni su 'sentieri sicuri' ; a questo fine le autorità che supervisionano la procedura hanno la facoltà di nominare un amministratore che sia di supporto o sostituisca la dirigenza bancaria esistente. Analizzando il regime di risoluzione proposto dalla direttiva, notiamo che questo va ad aggiungersi, ma non a sostituirsi, alle esistenti procedure di 'normale' insolvenza specificamente rivolte agli intermediari finanziari di cui molti paesi si sono dotati dopo la crisi. Per assicurarsi che le istituzioni finanziarie siano risolvibili, le autorità nazionali preposte hanno approntato appositi piani di risoluzione che contemplano il possesso di specifici requisiti in relazione ai fondi propri e a passività idonee a subire tosature ed operazioni di *bail in*⁶⁹. La Direttiva suggerisce la fissazione di un chiaro ordine per la *seniority* dei debiti bancari e fa innescare il regime di risoluzione dal momento in cui avviene il riconoscimento che una banca sta fallendo o è probabile che fallisca e la necessità di procedure dirette ad evitare la distruzione di servizi finanziari essenziali; occorre provare di stare tutelando rilevanti interessi generali, dato che tale regime di risoluzione viola i diritti di proprietà assicurati dalla Carta Europea dei Diritti Fondamentali⁷⁰. Difatti, è previsto che alle autorità di risoluzione vengano assegnati numerosi poteri per assicurare che le perdite vengano sopportate dagli investitori privati, mentre la sovracitata necessità di preservare servizi essenziali implica di fatto che le autorità di risoluzione si sostituiscano alla proprietà nei processi di liquidazione o ristrutturazione della banca. Le operazioni dell'autorità sono supportate da un fondo nazionale di risoluzione, da finanziarsi *ex ante* da parte delle banche con residenza legale nel paese per un ammontare pari allo 0,8%

⁶⁹ Ossia titoli di credito predisposti contrattualmente per assumere perdite quando venga avviata una procedura di risoluzione.

⁷⁰ "The limitations on the rights of shareholders and creditors should comply with Article 52 of the Charter of Fundamental Rights. The resolution tools should therefore be applied only to those institutions that are failing or likely to fail, and only when it is necessary to pursue the objective of financial stability in the general interest. In particular, resolution tools should be applied where the institution cannot be wound up under normal insolvency proceedings without destabilizing the financial system and the measures are necessary in order to ensure the rapid transfer and continuation of systemically important functions and where there is no reasonable prospect for any alternative private solution, including any increase of capital by the existing shareholders or by any third party sufficient to restore the full viability of the institution" (Commissione Europea, 2013, p. 23).

dei depositi assicurati, “con contributi individuali posti in funzione alla quota delle passività, al netto dei fondi propri, dei depositi assicurati, pesata per il profilo di rischio dell’intermediario”⁷¹. In principio, questi fondi sono intesi come finanziamenti temporanei, quindi non come mezzi per assorbire perdite o per ricapitalizzazioni, in quanto possono comunque essere usati solo dopo che le passività idonee abbiano subito una decurtazione dell’8%. In ogni caso, le banche che superino la procedura sono tenute a ricostituire nel medio termine la dotazione netta del fondo.

Vi sono inoltre delle disposizioni che prevedono che l’autorità di risoluzione possa ricorrere al mercato per ottenere ulteriori fondi e che vi sia una tassazione *ex post* del sistema bancario; esse derivano dalla consapevolezza che potrebbero essere richieste risorse eccedenti la capacità del fondo nel processo di risoluzione (che comprende ristrutturazione e ricapitalizzazione) di banche sistemiche. Come prestatore di ultima istanza può intervenire la fiscalità nazionale, seguendo le regole europee sugli aiuti di Stato; qualora venga invece messo in difficoltà il debito sovrano, è previsto il ricorso al Meccanismo Europeo di Stabilità⁷².

Potremmo quindi concludere che tale legislazione è mirata ad ottenere un pronto ed efficace trattamento delle crisi delle banche pan-europee. Dalla Direttiva traspare una preferenza per l’impostazione *single point of entry* (SPE), secondo la quale la responsabilità di preparare il piano di risoluzione, la fissazione dei requisiti e la gestione della risoluzione per l’intero gruppo bancario vengono attribuiti all’autorità di risoluzione del paese *home* dai collegi di risoluzione; il metodo alternativo, *multi-point of entry* (MPE), implica che siano invece le autorità di risoluzione dei paesi nei quali operano sussidiarie e filiali di rilevanza sistemica locale a fissare l’ammontare delle risorse da detenere in loco e gestire l’eventuale

⁷¹ “La proposta contiene una possibile asimmetria di trattamento. Mentre la risoluzione e l’intervento del fondo sono innescati dall’esistenza di un rilevante interesse generale, che escluderebbe l’intervento nel caso di banche minori, tutte le banche devono contribuire al fondo. Dato che l’interesse delle banche minori alla sopravvivenza delle banche maggiori potrebbe essere abbastanza debole, se non di segno opposto, il profilo di rischio sistemico dovrebbe per lo meno pesare notevolmente nel computo del contributo individuale delle banche.” (Tonveronachi, op. cit.)

⁷² “La possibilità che si attivi l’intervento pubblico obbliga la Direttiva a includere un ministro economico come co-attore della procedura di risoluzione. Comunque, interventi di risoluzione devono essere fiscalmente neutrali nel medio termine.” (idem)

risoluzione. L'autorità europea di supervisione bancaria, l'EBA, ha la facoltà di intervenire per dirimere le controversie all'interno dei collegi di risoluzione, ma di fatto le autorità nazionali hanno l'ultima parola se possono dimostrare che sono in gioco rilevanti interessi nazionali.

Come possiamo facilmente intuire, l'armonizzazione prevista nella Direttiva segna un livello minimo piuttosto basso. Come riconosce la stessa Commissione Europea (2013), "le numerose e rilevanti opzioni previste per l'applicazione nazionale e la discrezione lasciata alle autorità di risoluzione difficilmente sono in grado di produrre condizioni omogenee per la risoluzione di rilevanti crisi bancarie. O La discrezione nazionale riguarda aspetti fondamentali, come le eccezioni alle categorie da assoggettare a bail in. Va anche notato che il giudizio sulla risolvibilità di un intermediario dovrebbe essere basato su analisi di scenario che non sono esplicitate nella proposta. Una questione rilevante è come si raccordano queste analisi con quelle di stress compiute dal supervisore di riferimento. Una lettura interessante è il dettagliato contenuto del rapporto che l'EBA dovrà produrre per la Commissione entro il 2016 (Consiglio dell'Unione Europea, 2013a, art. 39-6), che include molto di ciò che potrebbe impedire pratiche omogenee di risoluzione."⁷³ Mersch, membro del consiglio esecutivo della BCE, afferma infatti: "La mia opinione è che per assicurare il Mercato Singolo sono possibili solo due opzioni in relazione allo schema di risoluzione. O si hanno autorità nazionali che decidono con una discrezione molto limitata, o si ha un'autorità centrale le cui decisioni ammettono una certa dose di discrezione. Considero l'accordo attuale – decentralizzazione con discrezione – la combinazione errata⁷⁴".

3.2 L'Unione Bancaria

Sin dai primi anni dopo la nascita dell'UME era ben presente nella percezione degli analisti la dimensione intra-europea della globalizzazione, in particolare quella finanziaria. Di certo veniva

⁷³ Cfr. Tonveronachi, op. cit.

⁷⁴ MERSCH Y. (2013), "The Single Market and Banking Union", intervento all'European Forum Alpbach, 29 agosto, (p.3, traduzione di Tonveronachi).

riconosciuto come “fondamentale e pervasivo” il legame tra la moneta unica e l’integrazione dei mercati finanziari. Nel caso dell’eurozona, un’area valutaria formata da più Stati, dove il tasso di cambio è completamente assente e dove per giunta il potere fiscale risiede sostanzialmente a livello centrale, l’aggiustamento deve procedere attraverso il flusso dei fattori e/o la variazione dei loro prezzi. Lavoro e capitale, quindi, dovrebbero fungere da meccanismi di assestamento; il primo però è caratterizzato da un livello dei salari piuttosto rigido verso il basso e da una migrazione all’interno dell’area costosa e difficile per ragioni linguistiche, sociali e di portabilità dei diritti sociali⁷⁵. Al contrario il capitale, in particolare quello finanziario:

- a. È altamente mobile;
- b. Permette la condivisione del rischio;
- c. Consente la redistribuzione intertemporale dei consumi, essenziale laddove la dimensione ed il ruolo del bilancio comune non permette una funzione compensatrice;
- d. Rende più efficace la politica monetaria, migliorandone il meccanismo di trasmissione;
- e. Riduce il ruolo della politica fiscale come strumento di stabilizzazione, a causa dell’integrazione dei mercati e della maggiore probabilità di shock di offerta, da affidare al mercato e non ad una politica fiscale discrezionale;
- f. Incoraggia le riforme strutturali facendo affluire i fondi dove sono produttivi: in un’area valutaria al cui interno non esiste più rischio di cambio, risulta in diminuzione la preferenza per gli emittenti locali, e non è più avvertito lo squilibrio della bilancia dei pagamenti.

Ed è proprio questo ultimo meccanismo, ossia l’afflusso di fondi a causa della scomparsa del rischio di cambio, dell’insensibilità all’andamento della bilancia dei pagamenti e della diversificazione degli investimenti su più paesi dell’eurozona, e in particolare su quelli dai tassi di interesse nominali più alti, che si sono originati i problemi degli ultimi anni⁷⁶. In

⁷⁵ Cfr. Sarcinelli Mario, “L’unione bancaria europea e la stabilizzazione dell’Eurozona”, *Moneta e Credito*, vol. 66 n. 261, pp. 7-42.

⁷⁶ Cfr. idem

verità, il dibattito post-Maastricht degli economisti si era concentrato su due temi: la maggiore convergenza (o divergenza) che si sarebbe verificata tra i membri dell'UEM e l'impatto destabilizzante di una politica monetaria unica. Il primo tema è stato esaurientemente trattato attraverso tre tesi: la prima, di Frankel e Rose (1998)⁷⁷, decisamente rosea, vedeva le diverse economie convergere ed endogeneamente promuovere, attraverso il commercio intra-area, l'evoluzione dell'eurozona in un'area valutaria ottimale; ad essa si è contrapposta la teoria di Bayoumi ed Eichengreen (1999), più pessimistica, che notava come l'area euro fosse caratterizzata da una più forte asimmetria tra paesi, in particolare quelli periferici, e da meccanismi di aggiustamento più deboli; Krugman (1993) invece sostenne che il medesimo meccanismo del commercio intra-area auspicato da Frankel e Rose avrebbe portato ad accrescere le divergenze attraverso effetti di agglomerazione.

In merito al secondo tema, invece, fu fatto notare che qualora ci si trovi in presenza di forti asimmetrie tra i paesi membri *a single monetary policy fits none*. Questo avrebbe potuto generare, a lungo andare, devastanti effetti prociclici causati da un'inflazione specifica per ogni singolo Stato, la riduzione del tasso d'interesse reale ed il contemporaneo apprezzamento del tasso di cambio reale (Walters 1990). L'ottimismo però ha prevalso, nonostante nel medio termine le previsioni sulla convergenza si siano rivelate errate: "tra il 1999 ed il 2002 le differenze all'interno dell'eurozona si aggravarono, i disallineamenti dei tassi di cambio reali peggiorarono, i disavanzi delle partite correnti si ampliarono e le posizioni nette sull'estero crebbero" (Pisani-Ferry, 2012, p. 3). In particolare, le sorprese per l'Unione sono arrivate dal fronte dell'integrazione finanziaria, probabilmente la conquista più significativa della moneta unica, attraverso la formazione di bolle, cicli di *boom and bust*, da un accresciuto rischio di contagio e dall'andamento prociclico dei flussi finanziari. Nel contesto UEM queste manifestazioni negative di attività finanziaria si sono espletate in una pericolosa interazione tra fragilità bancaria e dimensione del debito pubblico dei paesi. Inoltre, le debolezze finanziarie di uno dei paesi dell'UEM hanno attirato

⁷⁷ Cfr. capitolo 1.3

l'attenzione degli investitori sugli squilibri della sua bilancia dei pagamenti: non solo quindi non hanno più inteso coprirli acquistando i titoli di quel paese, ma hanno ritenuto opportuno liberare i propri portafogli delle rispettive attività, percepite come rischiose, provocando pesanti conseguenze sulle quotazioni soprattutto dei titoli pubblici e sullo *spread* nei confronti di paesi cosiddetti 'virtuosi' come la Germania. Questo ha senz'altro nuociuto al mercato unico, che si è trovato frammentato nella sua dimensione finanziaria in due Europe che si finanziavano ad una doppia velocità, provocando anche un nuovo avvento del rischio di cambio nel momento in cui cominciarono a diffondersi i timori che uno o più degli Stati in difficoltà avrebbero potuto abbandonare la moneta unica. Per affrontare questa complessa situazione la BCE si è spinta fino ai limiti del proprio mandato⁷⁸, ma non è stato possibile forzare ulteriormente i suoi limiti statuari per lanciarsi nella coraggiosa scelta di trasformarla in una banca centrale simile alla FED, allargandone così il mandato alla salvaguardia dell'occupazione e della crescita. L'Unione ha dovuto così pensare a metodi alternativi per

⁷⁸ "Il modello inaugurato dal Trattato di Maastricht prevedeva una BCE indipendente e votata prioritariamente alla lotta all'inflazione, un divieto di bail-out e un patto di stabilità; queste caratteristiche istituzionali avrebbero dovuto convincere risparmiatori e mercati che ciascuno Stato membro non poteva contare che sulle proprie forze per onorare il debito pubblico. Per rispondere alla crisi, però, il 10 maggio 2010 la BCE decise di fare interventi nei mercati dei titoli di debito pubblico e privato dell'eurozona (Securities Markets Programme) per assicurare spessore e liquidità a quei segmenti di mercato non più funzionanti. L'obiettivo del programma era quello di puntare ai malfunzionamenti dei mercati dei titoli e di restaurare un meccanismo di trasmissione appropriato per la politica monetaria. La volatilità dei mercati obbligazionari nell'eurozona aumentò considerevolmente, rispetto al precedente periodo di relativa calma, nel novembre 2010 e superò i livelli osservati nel maggio 2010, quando la crisi dei debiti pubblici dell'Europa meridionale si manifestò per la prima volta. I differenziali nei tassi d'interesse (*spreads*) tra i titoli di Stato dell'eurozona rispetto alla Germania tornarono ad ampliarsi considerevolmente tra la seconda metà del luglio 2011 e la prima metà di agosto. Le tensioni, che erano state circoscritte più o meno a Grecia, Irlanda e Portogallo, si allargarono in misura crescente all'Italia e alla Spagna. I differenziali di rendimento per i titoli pubblici del Belgio, e in minor misura per quelli della Francia, mostrarono significativi aumenti. Il 5 agosto 2011 i differenziali per i titoli decennali raggiunsero valori record nella maggior parte dei paesi dell'eurozona. Di conseguenza, le condizioni di liquidità nei mercati dei debiti pubblici di vari paesi dell'eurozona peggiorarono drasticamente. Alla fine del dicembre 2011 e alla fine del successivo febbraio la BCE si lanciò in due operazioni LTRO (long-term refinancing operations) per un totale di € 1.000 miliardi circa, per alleviare la situazione di illiquidità delle banche europee, in particolare di quelle dell'Europa meridionale tenute a rimborsare i propri bond. Si rinnovarono le voci di un possibile abbandono dell'euro da parte di uno o più paesi in difficoltà, tanto che il Presidente della BCE, Mario Draghi, in un discorso a Londra dichiarò che era pronto a fare "whatever it takes" per salvaguardare la moneta unica. La positiva reazione dei mercati fu rafforzata dalla possibilità di intervento della BCE sul mercato secondario, senza limiti quantitativi ex ante, attraverso transazioni monetarie definitive o OMT (outright monetary transactions), decisa il 6 settembre con il voto contrario della Bundesbank, e soggetta a una condizionalità indiretta." Sarcinelli, M. (2013). L'Unione Bancaria Europea E La Stabilizzazione Dell'Eurozona (The European Banking Union and the Stabilization of the Eurozone). *Moneta e Credito*, 66(261), 7-42.

risolvere le sue problematiche sistemiche principali, che potremmo riassumere così: *a)* la prevalenza del tasso di interesse reale rispetto al tasso di cambio reale che si è avuta nei primi dieci anni di vita dell'euro: proprio la regola *one size fits none*, caratteristica della moneta unica, ha determinato effetti prociclici nella maggior parte dei paesi membri, con conseguenti divergenze e squilibri, a casa dell'insufficiente spinta del tasso di cambio reale nel promuovere la convergenza dei prezzi e il riassorbimento degli equilibri; *b)* il coordinamento delle politiche fiscali e nella supervisione delle stesse, della cui criticità ci si è resi conto solo quando si sono manifestate le crisi di solvibilità: i paesi dell'area euro, emettendo debito in una moneta di cui non hanno il controllo, sono esposti a crisi di liquidità non risolvibili attraverso il deprezzamento del cambio, aumentando quindi la probabilità di insolvenza; *c)* la struttura dei mercati finanziari: per l'interdipendenza dei sistemi bancari, quelli dell'eurozona hanno forti possibilità di osmosi, ma anche di contagio; per converso, i singoli paesi sono stati sino ad oggi responsabili individualmente della supervisione e dei salvataggi del proprio sistema. In seguito a questi ultimi, il rischio bancario aggrava il rischio sovrano, che a sua volta retroagisce su quello bancario in funzione della dimensione del portafoglio di titoli pubblici in mano alle banche, con forti esternalità negative sul resto dell'unione monetaria⁷⁹. Per rispondere a queste differenti istanze, l'Unione Europea sta perseguendo diverse strategie:

- a) La creazione di *firewalls* (meccanismi di protezione), come l'European Financial Stabilisation Mechanism, garantito da tutti i 27 paesi UE; l'European Financial Stability Facility; l'European Stability Mechanism; i mezzi finanziari addizionali ottenibili dal Fondo Monetario Internazionale, che può intervenire in caso di crisi acuta per sostenere gli Stati i cui debiti pubblici sono sotto attacco, o per ricapitalizzare direttamente le banche dell'eurozona al fine di rompere il circolo vizioso tra salvataggi bancari ed aumento dei debiti pubblici⁸⁰;

⁷⁹ Le problematiche derivano da Delors, Jacques. "Consolidating the EMU, a vital task." Notre Europe 7 (2012)., la loro analisi da Sarcinelli, op. cit.

⁸⁰ A tale proposito si potrebbe valutare anche l'ipotesi di *comunitarizzazione* del debito tramite l'emissione di *eurobonds*, attraverso l'idea di una Agenzia Europea del Debito.

- b) Il coordinamento della disciplina di bilancio e della politica economica, cui è stata dedicata gran parte dell'attività diplomatica nel 2011, estrinsecatasi nell'accordo *Euro-Plus*, nel *Six-Pack* che ha previsto il 'semestre europeo', nel *Fiscal Compact*, cioè un separato trattato intergovernativo su stabilità, coordinamento e governance (in vigore dall'inizio del 2013 e firmato da tutti i Paesi UE tranne Regno Unito e Repubblica Ceca);
- c) Sulla base di un rapporto presentato dal Presidente Van Rompuy (2012a), l'unione bancaria, approvata nel Consiglio Europeo del 28-29 giugno 2012, che prevede il trasferimento dei poteri di supervisione alla BCE all'inizio del 2013. Per ora, la Banking Union si è concretizzata nel Regolamento del Consiglio dell'Unione Europea del 15 ottobre 2013 n. 1024.

Ed è proprio al presidente Van Rompuy che, insieme con i Presidenti di Commissione, Eurogruppo e BCE, vanno riconosciuti i meriti di aver pensato un'UEM diversa, finalizzata alla promozione di crescita, occupazione e stabilità. Egli ha affermato infatti: "Il prossimo decennio è l'arco temporale in cui realizzare un'architettura che poggi su strutture integrate, riguardanti il settore finanziario, la materia fiscale e la politica economica. Il coronamento dell'opera si ha, infine, con il rafforzamento della legittimità democratica e dell'obbligo di rendere conto circa le azioni intraprese. I blocchi di costruzione, perciò, non sono tre ma quattro, poiché alle materie più tecniche bisogna aggiungere, quella politico-istituzionale, relativa al modo in cui si prendono le decisioni nell'UEM, da basare sul congiunto esercizio della sovranità per le politiche comuni e per la solidarietà". Partendo dal *single rulebook*, una auspicabile struttura finanziaria integrata dovrebbe poggiare su due pilastri: un'unica supervisione bancaria a livello europeo, un comune meccanismo di assicurazione dei depositi e di liquidazione degli intermediari insolventi. Negli ultimi anni la fortissima interdipendenza delle economie dell'eurozona è stata dimostrata dalla crisi finanziaria e da quella dei debiti sovrani: bisognerebbe mettere l'Unione nelle condizioni di prendere decisioni unitarie in tema di bilancio pubblico per prevenire e correggere le derive dei singoli paesi. Nel medio termine, la costituzione di una Tesoreria unica porterebbe ad un livello di integrazione tale da far emergere la prospettiva di emettere un debito

comune. Gli obiettivi della Banking Union si muoverebbero quindi in una duplice prospettiva: rompere il circolo vizioso tra crisi bancarie e crisi del debito sovrano e schermare la trasmissione della politica monetaria della BCE dalle turbolenze nazionali. Se si procede in questa direzione, si auspica che nel futuro si arrivi ad uno stadio dell'UEM per cui sia necessario un bilancio comune dell'eurozona che sia in grado di operare sostanziosi trasferimenti di risorse in caso di shock negativi a livello regionale o per combattere una più estesa recessione quando la politica monetaria si riveli meno adatta o inefficiente, e per provvedere stabilità finanziaria all'eurozona. Ovviamente, una funzione di stabilizzazione nel medio periodo dovrà risultare neutrale dal punto di vista distributivo, ossia non dovrà comportare trasferimenti netti, e dovrebbe essere realizzata attraverso⁸¹:

- a) Un'assicurazione contro la disoccupazione di tipo congiunturale;
- b) Pagamenti ed esborsi dal bilancio legati a una misura del ciclo economico, così da offrire un complemento al Patto di stabilità e crescita, che è basato su un bilancio in pareggio al netto degli effetti del ciclo;
- c) Un sostegno diretto per ridurre l'impatto di deviazioni eccessive del tasso di interesse pagato da uno Stato membro sui propri titoli pubblici rispetto a quello medio (meccanismo anti-spread di Monti);
- d) Trasferimenti temporanei a paesi membri che dipendono in maniera vitale da decisioni politiche dell'eurozona (in questi anni è il caso della Grecia).

Tornando al Fiscal Compact, il commento di Capriglione⁸² afferma che "tale Trattato ha ricondotto ad unitarietà le procedure per il coordinamento delle politiche economiche attuate nei diversi Stati membri; formula operativa, questa, che deve ritenersi finalizzata all'obiettivo di attuare innovative e coese modalità di *governance* dell'intera realtà europea. In altri termini, si è voluto porre le basi per la costruzione di un sistema ordinatorio in grado di uniformare non solo l'assetto economico e finanziario dei paesi aderenti, ma anche i modelli

⁸¹ Elenco di Sarcinelli, op. cit.

⁸² Capriglione F. Troisi A., op. cit.

di *welfare* di ogni nazione e, di conseguenza, le politiche sociali in queste ultime adottate. [/] Sul piano fattuale sistematico, il Fiscal Compact ha suscitato non pochi dubbi per quanto concerne la sua interazione con la situazione di crisi che tuttora affligge alcuni Stati europei. Più in particolare, si teme che le limitazioni da esso imposte in materia di finanza pubblica possano configurarsi alla stregua di ulteriore causa di aggravio dell'instabilità dei contesti nazionali, sia in un'ottica macroeconomica, sia con riferimento agli aspetti di natura finanziaria e patrimoniale. Non a caso, la dottrina ha recentemente evidenziato come il ricorso a politiche di eccessivo rigore abbia fatto registrare un netto peggioramento delle condizioni di benessere. Si evidenziano conseguenze negative anche con riguardo alla definizione (da parte del regolatore europeo) di idonee linee disciplinari volte ad attuare un graduale aggiustamento dei conti pubblici di diversi paesi. Per quanto i suoi obiettivi appaiano pienamente condivisibili, il Fiscal Compact finisce col costituire un ulteriore gravame destinato ad appesantire la presente realtà già provata da anni di austerità e da politiche di rigore. [/] Ricorrono, dunque, i presupposti per una innovativa azione della politica nel riconoscere ai governi nazionali la ricerca di forme adeguate di conciliazione tra rispetto dei vincoli di aggiustamento finanziario e limitazione (per esigenze espansive connesse alla ripresa economica) degli oneri che ne conseguono [...] e fare affidamento su logiche di solidarietà e di condivisione tra i Paesi membri, logiche da ritenere indispensabili per ricondurre l'assetto strutturale di tutti gli Stati membri sotto l'egida di un univoco disegno politico-istituzionale.”

3.3 I poteri di vigilanza della BCE

L'attribuzione alla Banca Centrale Europea delle funzioni di vigilanza sugli istituti di credito europei segnerà una svolta nel processo di integrazione europeo di una portata che è stata giudicata simile a quella delle funzioni di banca centrale preposta al governo della moneta unica. L'entrata a regime, nel novembre 2014, del meccanismo di vigilanza unico (*Single Supervisory Mechanism*) era ritenuta impensabile fino a pochi anni fa, per via delle resistenze opposte ad un accentramento in capo alla Banca

Centrale Europea di poteri amministrativi che incidono sull'operatività e sulla stessa vita degli istituti di credito. Tale metodo persegue una pluralità di obiettivi: contrastare la frammentazione dei mercati finanziari a livello europeo che minacciava di compromettere l'integrità della moneta unica e del mercato interno; superare gli atteggiamenti troppo tolleranti (*forbearance*) da parte dei regolatori di ciascun paese soprattutto nei confronti delle banche nazionali vigilate di maggior dimensione; rompere il legame a doppio filo che lega la crisi di istituzioni finanziarie che detengono quantitativi elevati di titoli pubblici a quella dei debiti sovrani degli Stati in situazione di grave disequilibrio finanziario i cui titoli deprezzati pesano negativamente sui bilanci bancari⁸³. Il meccanismo di vigilanza unico è uno dei tasselli che andranno poi a confluire nell'obiettivo della Banking Union, che prevede non solo la centralizzazione della vigilanza bancaria in capo alla BCE, ma anche i già citati meccanismi di risoluzione delle crisi bancarie con effetti sistemici, mettendo a disposizione come strumento di soccorso di ultima istanza anche fondi pubblici e strumenti di garanzia dei depositanti armonizzati.

Il modello recepito nel Regolamento⁸⁴ prevede che la banca centrale europea mantenga anche nei confronti degli enti creditizi considerati di minor rilevanza, sui quali la vigilanza diretta viene esercitata dalle autorità nazionali, dei poteri piuttosto ampi di amministrazione e regolazione. Il tutto ovviamente inserito nella cornice delle regole generali di natura tecnica elaborate dall'Autorità bancaria europea, incluso il manuale di vigilanza europeo. La BCE ha poi la facoltà di decidere discrezionalmente, dopo aver consultato le autorità nazionali competenti, di attrarre nella propria sfera di competenza ed esercitare quindi appieno i propri poteri di vigilanza su uno o più enti considerati meno significativi, "per garantire l'applicazione coerente di standard di vigilanza elevati" (art. 6, paragrafo 5, lett. b). La possibilità di modifica in via amministrativa rende quindi mobile il confine tra le tipologie di enti creditizi, condizionando così anche i comportamenti di quelli meno

⁸³ Cfr. Clarich, Marcello. "I poteri di vigilanza della Banca Centrale Europea." L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni (2013): 107.

⁸⁴ Ci si riferisce al Regolamento del Consiglio dell'Unione Europea del 15 ottobre 2013 n. 1024, approvato all'esito di un progressivo e faticoso affinamento delle proposte elaborate in una prima versione il 12 settembre 2012 (COM(2102) 511 final), in una seconda versione il 14 dicembre 2012 e in una terza versione il 1 luglio 2013.

rilevanti e favorendo un effetto di armonizzazione negli stili e nelle prassi di vigilanza da parte delle autorità nazionali.

Il regolamento 1024/2013 dà origine ad un sistema di cogestione dei poteri di regolazione e amministrativi in senso stretto, oltre che di integrazione tra gli apparati della BCE e quelli delle autorità nazionali competenti. Il primo elemento di novità è l'applicazione integrata da parte della banca centrale di normative europee e nazionali. Inoltre, il meccanismo di vigilanza unico è un sistema che unisce alla regolazione l'amministrazione attiva, con l'esigenza ulteriore di attuare una cooperazione ed integrazione tra gli apparati amministrativi preposti a tali funzioni. L'integrazione europea, che dapprima si è mossa seguendo il modello dell'amministrazione indiretta⁸⁵, per arrivare più di recente al modello della cosiddetta amministrazione composita, caratterizzata da strutture operative in parte comunitarie ed in parte nazionali, complementari con le prime e chiamate a gestire procedimenti o fasi di procedimenti a loro volta di natura composita. Ergo, più che un accentramento di funzioni normative nel settore bancario (già realizzato con l'istituzione dell'EBA), ci troviamo dinanzi ad un trasferimento di funzioni propriamente amministrative di vigilanza dalle autorità nazionali competenti alla Banca Centrale Europea. L'art. 4 del Regolamento contiene un elenco tassativo di tutte le funzioni attribuite alla competenza esclusiva della banca centrale; i compiti degli Stati membri sono assegnati invece in via residuale. Inoltre il Regolamento attribuisce alla BCE, dagli articoli 9 e seg., una serie di poteri più specifici di vigilanza⁸⁶, dato che più volte si pone l'accento su obiettivi che comprendono il preservare la stabilità finanziaria dell'Unione, garantire un controllo efficace e solido di un intero gruppo bancario e della sua

⁸⁵ Sperimentato dall'Inghilterra per l'amministrazione delle colonie, esso è retto sulla distinzione tra disciplina della funzione, attribuita alla competenza comunitaria, e organizzazione e gestione della medesima, rimessa in via esclusiva agli Stati membri.

⁸⁶ "In particolare può esercitare poteri prescrittivi e ordinatori molto incisivi nei confronti di singoli enti creditizi, inclusi quelli meno rilevanti. Può, per esempio, ordinare di detenere fondi propri superiori a quelli minimi allo scopo far fronte a particolari profili di rischi; richiedere il rafforzamento dei dispositivi, dei processi, dei meccanismi e delle strategie; richiedere la presentazione di un piano volto a ripristinare il rispetto dei requisiti richiesti in materia di vigilanza; restringere o limitare le attività e le operazioni e di esigere la cessione di attività che presentano rischi eccessivi per la solidità dell'ente; vietare o limitare la distribuzione di utili agli azionisti; imporre requisiti specifici in materia di liquidità; rimuovere in qualsiasi momento membri del consiglio di amministrazione che non soddisfino i requisiti richiesti dalla normativa europea (art. 16, paragrafo 2)." Cfr. Clarich, op. cit.

salute complessiva, facendo riferimento ai rischi per la solidità di alcuni enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario nella zona euro e nell'Unione nel suo complesso; giustificando inoltre l'attribuzione di poteri alla BCE ai fini di un'attuazione coerente ed efficace della politica dell'Unione in materia di vigilanza prudenziale e sugli enti creditizi, per garantire altresì la stabilità macroprudenziale⁸⁷.

I poteri della Banca Centrale Europea sono resi effettivi attraverso la previsione di un sistema articolato di sanzioni amministrative, così come prevedono i modelli di *command and control*; tali poteri sono attribuiti a garanzia del rispetto da parte degli enti vigilati degli obblighi previsti dal diritto dell'Unione europea e comportano sanzioni fino al doppio dei profitti ricavati o delle perdite evitate per effetto delle violazioni o comunque fino al 10% del fatturato annuo; vengono esercitati secondo le procedure previste dal Regolamento (CE) n.2532/98, che ha per oggetto i procedimenti sanzionatori correlati alla funzione monetaria.

La Banca Centrale Europea, in aggiunta all'EBA, è dotata di poteri normativi e di indirizzo generale incisivi: può emanare regolamenti, orientamenti o istruzioni generali per le autorità nazionali competenti per rendere più omogenea possibile l'applicazione delle regole europee previste per gli enti creditizi; può inoltre adottare regolamenti nella misura in cui sia necessario per organizzare o precisare le modalità di assolvimento dei compiti. In particolare bisogna porre l'attenzione sul cosiddetto regolamento quadro (*framework regulation*) che ha dei contenuti minimi, ossia la definizione delle procedure per la preparazione dei progetti di decisione che le autorità nazionali devono trasmettere per l'esame alla Banca centrale europea in relazione ai provvedimenti di vigilanza attribuiti alla competenza di quest'ultima (lett. b) e la necessità di notificare alla Banca centrale europea qualsiasi procedura rilevante di vigilanza di competenza delle autorità nazionali in modo tale che la banca centrale europea possa richiedere una valutazione ulteriore o possa esprimere comunque una propria valutazione (lett. c)⁸⁸.

⁸⁷ Cfr. i *considerando* presenti nel Regolamento, in particolare i nn. 5, 6 e 15.

⁸⁸ Cfr. ancora Clarich, op. cit. p. 13.

Conclusioni

Con questo elaborato si è voluta fornire un'analisi della recente crisi finanziaria e dei debiti sovrani, cercando di focalizzarsi su vari aspetti che contraddistinguono l'Unione Europea e mostrano chiaramente come tale Unione costituisca ancora un processo in divenire e, nonostante i notevoli progressi riscontrati dalla stesura del Trattato di Maastricht, debba ancora maturare per giungere ad un livello di piena e completa integrazione.

Partendo da una descrizione del funzionamento delle due politiche fondamentali e strettamente correlate, quella monetaria e quella finanziaria, si è cercato di fornire un'esaustiva overview del funzionamento e dell'interazione delle stesse, per giungere alla comprensione di quale sia la loro importanza all'interno delle logiche europee, anche e soprattutto alla luce dell'introduzione di nuove misure e procedure implementate per far fronte alla crisi. La crisi stessa è stata presentata come uno shock asimmetrico che ha evidenziato le disparità e le fragilità intrinseche all'Unione, per le quali il Trattato di Maastricht si è rivelato uno strumento di tutela inefficace.

La teoria delle Aree Valutarie Ottimali, infatti, è servita da strumento per osservare l'Unione attraverso le lenti della modellizzazione economica, che è caratterizzata da linearità e semplicità. Tale confronto ha permesso di evidenziare come l'Unione non solo non corrisponde pienamente alle caratteristiche di tale teoria, ma non sembra sulla strada di poter risolvere tali inefficienze nel breve periodo, anche a causa di un'intesa a livello politico e di consenso tra i Paesi membri che tarda ad arrivare.

Si è scelto poi di parlare delle spinte innovatrici verso un'unificazione piena e completa derivanti dalla coraggiosa scelta di costituire un'Unione Bancaria come completamento della libertà di circolazione dei capitali sancita dal Trattato sull'Unione, date anche le considerazioni sul rischio sistemico e sul rischio di contagio che, ancora, sono risultate ben evidenti solo dopo l'avvento della crisi economica. In tale contesto, viene spiegato l'aumento dei poteri di vigilanza in capo alla BCE, oltre che le nuove

procedure per la risoluzione e la ristrutturazione delle banche, soprattutto paneuropee.

A conclusione di questo lavoro, che ha approfondito tante debolezze, sia strutturali che causate da precise scelte politiche dei Paesi membri, ma allo stesso tempo anche la profonda volontà di perseguire l'obiettivo Europa unita e gli sforzi profusi attraverso la tempestività degli interventi, ci si augura che il cammino intrapreso continui in una logica di solidarietà e coesione sociale, prima ancora che politica, tra i Paesi dell'Unione, e che le difficoltà non facciano dimenticare gli ideali che hanno alimentato lo spirito europeista dal Manifesto di Ventotene in poi.

Bibliografia

Blinder A. Solow R. "Analytical foundations of fiscal policy." The economics of public finance (The Brookings Institution, Washington 1974).

Canale, R. *L'Unione monetaria europea fra integralismo monetario e dipendenza della politica fiscale. Alcune considerazioni.* Published in: Studi e note di economia No. 1/1998 (1998): pp. 75-86.

Capriglione F., Troisi A., *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*, UTET 2014, pp. 19 ss.

Clarich, M. "I poteri di vigilanza della Banca Centrale Europea." Relazione svolta al convegno *L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni* (Modena 2013).

CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA (2013), Proposal for a Directive Establishing a Framework for the Recovery and Resolution of Credit Institutions and Investment Firms, Brussels, 28 giugno

Begg D., Fisher S., Dornbush R., *Economia*, McGraw-Hill, 2001

Decaro C., *Integrazione europea e diritto costituzionale*, in AA. VV., *Elementi di diritto pubblico dell'economia*, CEDAM PADOVA 2012

Delors, J. "Consolidating the EMU, a vital task." *Notre Europe* 7 (2012).

Draghi, M. *Discorso all'Università di Helsinki*, 2014

Eggertsson G.B. - Krugman P., «Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach», *The Quarterly Journal of Economics*, 2012.

Eichengreen, B. and Wyplosz, C. (1998). *The Stability Pact: More than a Minor Nuisance?* *Oxford Journals of Economic Policy*, 1998

EUROPEAN COMMISSION, *Press releases, The EU's economic governance explained*, Bruxelles 2014).

European Commission. (2012). *A Blueprint for a Deep and Genuine Economic and Monetary Union: Launching European Debate*. Brussels.

Fischer S. - Modigliani F., «Towards an understanding of the real effects and costs of inflation», *Weltwirtschaftliches Archiv*, Kiel, 1978.

Fisher I., «The Debt-Deflation Theory of Great Depressions», *Econometrica*, 1933.

Frankel, J. and Rose, A. The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria. *Economic Journal*, 1998

Gawronski P., Progetto Euro: cosa è andato storto? La riforma necessaria dell'Eurozona, fondazione Ugo La Malfa, 2014

Gherardi, L. (2012). Moral hazard. *IMPRESA & STATO*, (94), 68-74.)

IMF staff (2013), "A Banking Union for the Euro Area", Discussion Note, SDN/13/01, International Monetary Fund, Washington (DC).

Kenen P., "Currency Unions and Policy Domains, Cornell University Press, Ithaca e Londra, 2002

Kenen, P. The Optimum Currency Area: An Eclectic View. University of Chicago Press, 1969

Krugman P. , "Lessons of Massachusetts for EMU", Cambridge University Press, Cambridge 1993

Krugman, P. (2012). Revenge of the Optimum Currency Area. Dal blog URL: http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/06/24/revenge-of-the-optimum-currencyarea/?_r=1

Krugman,P., Rotemberg J. Target zones with limited reserves. National Bureau of Economic Research, 1990.

Kydland, F.,Prescott E. "Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans." *The Journal of Political Economy* (1977).

Mankiw-Taylor, *Macroeconomia*, Bologna 2011

Masera R., Il patto di stabilità e di crescita: investimenti in infrastrutture e Golden Rule, in *Mondo Bancario*, 2002, n.6, p.19

Mersch Y. , "The Single Market and Banking Union", intervento all'European Forum Alpbach, 29 agosto 2013

Mundell, Robert A. A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, Vol. 51., 1961.

Obstfeld, M. (2013). Finance at Center Stage: Some Lessons of the Euro Crisis. European Commission. Brussels

- OECD Banking Statistics and IMF, 2012
- O'Rourke, Kevin H., Taylor A. "Cross of Euros." *The Journal of Economic Perspectives* (2013)
- Pellegrini, Mirella. *Banca centrale nazionale e unione monetaria europea: il caso italiano*. Cacucci, 2003.
- Pisani-Ferry J. (2012), "The Known Unknowns and Unknown Unknowns of EMU", *Bruegel Policy Contribution*, n. 18
- Rey, H. *Fiscal Union in the Eurozone?*. London Business School. UK, 2013
- Rey, H. *Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence*. No. w21162. National Bureau of Economic Research, 2015.
- Rovelli R., *Corso di Economia dell'Integrazione Europea: Benefici e costi di un'unione monetaria*, Bologna 2002
- Sarcinelli M., "L'unione bancaria europea e la stabilizzazione dell'Eurozona", *Moneta e Credito*, vol. 66 n. 261, pp. 7-42.
- Sole24Ore, *L'accordo di Basilea 2*, 2006
- Subramanian A., Kessler M. "The hyperglobalization of trade and its future." *Peterson Institute for International Economics Working Paper 13-6* (2013).
- Targetti F., Tamborini R. "Globalizzazione, squilibrio e crisi." (2009). (Pubblicato in *Oltre lo shock. Quale stabilità per i mercati finanziari*, a cura di Emilio Barucci e Marcello Messori, Egea, Milano 2009)
- Tobin J., «Price Flexibility and Output Stability: An Old Keynesian View», *Cowles Foundation Discussion Papers* with no. 994R, 1991.
- Tonveronachi, M. "L'Unione Bancaria Europea. Di nuovo un disegno istituzionale incompleto." *Moneta e Credito* 66.264 (2013)
- Van Rompuy H.A. (2012a), *Towards a Genuine Economic and Monetary Union – Report*, EUCO 120/12, Brussels, 2012
- Van Rompuy H.A. (2012b), *Towards a Genuine Economic and Monetary Union – Interim Report*, Brussels, 2012
- Van Rompuy H.A. (2012c), *Towards a Genuine Economic and Monetary Union – Final Report*, Brussels, 2012

Vranceanu, R. "The Euro sovereign debt crisis and the built-in instability of the Euro." ESSEC University Press, 2013.

WOODFORD, M. Self-fulfilling expectations and fluctuations in aggregate demand. National Bureau of Economic Research, New York 1990.

SITI DI RIFERIMENTO

<http://www.camera.it/leg17/1>

http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/index_it.htm

http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/macroeconomic_imbalance_procedure/index_en.htm

www.stats.oecd.org

http://money.cnn.com/news/economy/world_economies_gdp/

<http://www.voxeu.org/article/dilemma-not-trilemma-global-financial-cycle-and-monetary-policy-independence>

<http://www.medicalnewstoday.com/>

<http://www.ilsole24ore.com/> ,

<http://www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm>