

Il futuro della moneta senza Stato

ASPENIA. *La campagna elettorale appena conclusa è stata tra le più accese della storia del Parlamento europeo. Le grandi famiglie politiche europee hanno prevalso, naturalmente: ma le voci critiche nei confronti dell'Unione non sono mai state così forti. Quali sono le ragioni del populismo antieuropeo e dell'euroscetticismo? In parte, l'Europa è solo un bersaglio strumentale. Ma queste posizioni non riflettono anche gli errori commessi in questi anni di crisi dalle istituzioni di Bruxelles? Davvero possiamo fidarci dell'UE?*

VISCO. L'introduzione dell'euro è stato un passo fondamentale del cammino verso l'integrazione europea, che è lungo, difficile e lontano dal compimento. Come notava già profeticamente Tommaso Padoa-Schioppa nel 1998, ha ragione chi sottolinea, oltre all'importanza, anche l'incompiutezza e i rischi dell'Unione monetaria.

L'incompiutezza si è concretizzata nell'assenza di un bilancio comune e di un'unione politica: l'euro, il bersaglio di tante accuse, è "una moneta senza Stato". Insieme con le debolezze di alcuni paesi membri, tale assenza ha alimentato a partire dal 2010 la crisi dei debiti sovrani dell'area dell'euro. La *governance* economica dell'area si era fondata su un fragile connubio tra forze di mercato e regole di bilancio. Dalle prime si aspettavano stimoli sufficienti alla convergenza

Ignazio Visco è governatore della Banca d'Italia.

macroeconomica tra i paesi membri, che in realtà è stata limitata. Alle seconde si era fatto ricorso per favorire la conduzione di politiche di bilancio prudenti; ma le regole si sono dimostrate chiaramente insufficienti.

I progressi compiuti da Irlanda e Portogallo, usciti di recente dai programmi triennali di assistenza finanziaria congiunta UE-FMI, dalla stessa Grecia, che lo scorso mese è stata nuovamente in grado di accedere ai mercati internazionali del capitale, e prima ancora dalla Germania agli inizi degli anni 2000, dimostrano che la strada delle riforme, nonostante gli inevitabili sacrifici iniziali, è quella che genera prospettive di crescita e di miglioramento degli standard di vita.

Che insegnamenti possiamo trarre sulla capacità delle forze del mercato di perseguire la stabilità e la crescita dell'area dell'euro?

19

Già il Rapporto Delors del 1989 notava che per la finanza pubblica i vincoli imposti dalle forze di mercato possono essere troppo lenti o deboli, oppure troppo repentini e travolgenti. All'avvio dell'Unione monetaria, l'ombrello dell'euro favorì la convergenza dei tassi d'interesse nominali, anche dei paesi con squilibri strutturali irrisolti, verso i livelli bassi prevalenti nelle economie più virtuose; la possibilità di finanziarsi a costi contenuti sui mercati del capitale permise a tali paesi di rinviare gli aggiustamenti necessari per poter competere in mercati resi più integrati dalle forze della globalizzazione. Nel frattempo le regole di finanza pubblica europee erano interpretate in maniera eccessivamente flessibile, minandone gli incentivi al rispetto e la loro stessa credibilità; dal canto loro, i mercati finanziari sottostimavano i rischi sovrani e fallivano nella loro funzione di incentivo alla tempestiva adozione di misure correttive degli squilibri, soprattutto quelli di finanza pubblica. Fino allo scoppio della crisi, i differenziali tra i rendimenti dei titoli di Stato all'interno dell'eurozona erano estremamente contenuti.

La risposta delle istituzioni europee alla crisi dei debiti sovrani non ha però certo brillato per efficienza e tempestività.

Sono stati due i fattori che hanno concorso a determinare quella crisi: una componente nazionale, connessa con le debolezze delle singole economie e finanze pubbliche, che ha determinato un rischio che si può definire “di sostenibilità”; e una componente europea, legata all’incompletezza del disegno istituzionale dell’area dell’euro e ai conseguenti timori sulla reversibilità della moneta unica – un rischio, cioè, “di ridenominazione”. La strategia di risposta alla crisi ha quindi dovuto fondarsi su due pilastri, uno nazionale e uno europeo. Alcuni Stati, fra cui l’Italia, hanno dovuto procedere a forti correzioni di bilancio, in tempi resi stretti dall’entità degli squilibri e dalle connesse pressioni dei mercati. Sul fronte europeo, è stato necessario compiere progressi nel rafforzamento della *governance* dell’Unione, progressi tanto importanti quanto difficilmente immaginabili prima della crisi. La Banca centrale europea ha sostenuto tali sforzi intervenendo già dalla fine del 2011, riducendo di 50 punti base il tasso d’interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e assicurando la liquidità delle banche attraverso operazioni triennali che hanno comportato un afflusso netto di risorse al sistema bancario superiore a 500 miliardi.

Ma gli spread, dopo un iniziale declino, continuavano a crescere.

A causa della complessità dei processi decisionali dell’UE, i tempi di attuazione della strategia europea di contrasto alla crisi non potevano che essere lunghi. Mentre la crescente frammentazione dei mercati finanziari lungo linee nazionali ostacolava in misura crescente la corretta trasmissione della politica monetaria. Ancora a luglio del 2012 il differenziale di rendimento tra il BTP italiani e i Bund tedeschi decennali era superiore ai 500 punti base, contro un valore coerente con i fondamentali delle economie italiana

e tedesca che allora stimavamo pari a meno della metà. La consapevolezza che i timori ingiustificati sulla disgregazione dell'euro potessero mettere a repentaglio l'intera strategia europea è alla base dell'annuncio da parte del Consiglio direttivo della BCE, nell'agosto 2012, di nuove modalità di intervento sul mercato secondario dei titoli di Stato, le Outright Monetary Transactions (OMT). Una decisione del genere si è potuta assumere solo condizionando l'eventuale attivazione del nuovo strumento all'assunzione di impegni precisi di finanza pubblica e di riforme strutturali, nell'ambito dei programmi di assistenza dell'European Stability Mechanism (ESM – un meccanismo permanente istituito per trattato internazionale e dotato di capitale proprio), da parte dei paesi che beneficiassero delle OMT. È molto importante tener presente questo legame fra la credibilità degli impegni nazionali, la nuova *governance* europea e l'azione di sostegno della BCE.

21

Effettivamente, l'intervento di Mario Draghi del 26 luglio 2012 ("la BCE è pronta a fare qualunque cosa sia necessaria per salvare l'euro. E credetemi, sarà sufficiente") avviò a soluzione la crisi dei debiti sovrani, con la drastica riduzione di quello che lei ha appena definito rischio "di ridenominazione".

L'annuncio delle OMT ha evitato un collasso finanziario con conseguenze potenzialmente devastanti e non limitate all'economia europea: del miglioramento delle condizioni sui mercati finanziari hanno tratto beneficio tutti i paesi, non soltanto quelli al centro della crisi dei debiti sovrani. Un'inefficienza del mercato è stata corretta, facendo rientrare l'errata percezione del rischio sovrano di alcuni paesi, tra cui, come abbiamo detto, c'è anche l'Italia. Ma è inesatto dire che le OMT sarebbero in generale attuabili per acquistare titoli di un paese con una situazione di finanza pubblica insostenibile: servono appunto quando valutazioni pessimistiche espresse dai mercati finanziari non corrispondono alle condizioni di sostenibilità di uno Stato membro.

Le OMT sono state al centro di accesi dibattiti, soprattutto riguardo alla loro compatibilità con le carte costituzionali dei diversi paesi dell'eurosistema. La Corte costituzionale tedesca solo pochi mesi fa ha ritenuto che le OMT eccedono il mandato della BCE perché violerebbero il divieto di finanziamento monetario dei bilanci pubblici e potrebbero condurre a una redistribuzione di risorse tra i paesi dell'area, non prevista dagli attuali trattati. I giudici di Karlsruhe hanno rinviato alla Corte di Giustizia europea il giudizio sulla legittimità delle OMT. Se l'esigenza di vagliare la conformità delle soluzioni adottate alle leggi costituzionali nazionali è legittima, bisogna osservare che l'obiettivo delle OMT non è di neutralizzare gli spread sui titoli di specifici Stati dell'area così da ridurre le difficoltà finanziarie, interferendo impropriamente con la formazione dei prezzi sul mercato, bensì di ridurre la componente dei differenziali legata a fattori indipendenti dalla sostenibilità finanziaria dei singoli paesi: l'intervento non mira a sostenere l'acquisto di titoli rischiosi ma a correggere l'errata percezione di tale rischio.

È un punto essenziale. Ma guardando avanti, quali sono gli altri strumenti a disposizione per contrastare le crisi economico-finanziarie a livello europeo?

Fino a tre anni fa, non dimentichiamolo, l'Europa non disponeva di alcuno strumento per la gestione delle crisi sovrane. I primi interventi in favore della Grecia, e in misura minore dell'Irlanda, sono stati effettuati per il tramite di prestiti bilaterali. Nel maggio 2010 è stato costituito lo European Financial Stability Facility, uno strumento temporaneo, utilizzato anche per il Portogallo, poi affiancato l'anno successivo dall'ESM. La capacità di prestito di questi strumenti, inizialmente pari a 250 miliardi, è stata gradualmente accresciuta fino a raggiungere i 700 miliardi, così come si è ampliata la gamma dei meccanismi di intervento: oggi includono, sulla base di un'appropriata condizionalità, interventi sul mercato primario e secondario dei



titoli pubblici, l'apertura di linee di credito precauzionali, la ricapitalizzazione di istituzioni finanziarie.

I progressi nel rafforzamento degli strumenti comuni di gestione delle crisi non devono distogliere l'attenzione da quello che resta l'obiettivo prioritario, la prevenzione delle crisi. Passi importanti sono stati raggiunti con il rafforzamento delle regole di bilancio e l'estensione della sorveglianza multilaterale agli squilibri macroeconomici. Ancor di più, con l'avvio del progetto di Unione bancaria si inizia la costruzione di un'opera di ingegneria istituzionale complessa almeno quanto quella che portò all'introduzione dell'euro.

L'attività preparatoria per il varo, il prossimo novembre, del Meccanismo unico di Vigilanza costituito dalla BCE e dalle autorità nazionali – il primo dei tre pilastri dell'Unione bancaria – si è intensificata. Sarà assicurata in Europa una supervisione bancaria basata sulle migliori pratiche in materia di metodologie di vigilanza, modelli di analisi e valutazione dei rischi. L'esercizio di valutazione complessiva delle condizioni delle maggiori banche dell'area, attualmente in corso, è propedeutico all'avvio del suddetto meccanismo; mira ad aumentare la trasparenza e l'affidabilità dei bilanci e ad accrescere la fiducia del mercato nella solidità del sistema creditizio europeo: l'obiettivo ultimo è contribuire alla ripresa dei flussi di finanziamento all'economia necessari per rafforzare la crescita. Nonostante la complessità delle procedure e la limitatezza delle risorse, il Meccanismo unico di Risoluzione delle crisi bancarie, che inizierà a operare dal 2015, costituisce un ulteriore passo verso il completamento dell'Unione bancaria. A esso dovrà fare seguito la costituzione di un sistema di assicurazione comune dei depositi.

23

L'Unione bancaria sarà sufficiente a colmare l'incompletezza di cui soffre l'Unione Europea, i difetti di fondo della moneta unica e le tendenze alla divergenza tra le economie europee?



La divergenza tra gli andamenti economici dei paesi dell'area non è l'unica da superare. La crisi ha investito anche altre dimensioni del vivere comune. Una delle sfide fondamentali è la riduzione delle divergenze oggi esistenti tra i governi e le comunità nazionali: si tratta di un problema di fiducia e di consenso democratico. A questo fine non possiamo limitarci all'individuazione delle debolezze di alcuni Stati e alla richiesta di correzioni a breve termine; dobbiamo considerare la sostenibilità dei sacrifici e la distribuzione dei benefici. Le regole concordate in sede europea sono un mezzo, non il fine, della politica economica dell'UE.

Crescita e occupazione sono le priorità decisive. Ma sbaglia chi ritiene che crescita e occupazione possano essere conseguite a scapito di politiche di bilancio prudenti.

Cosa resta allora da fare?

Pur in condizioni di emergenza e con non poche incertezze, sono stati compiuti passi rilevanti nella direzione di ristabilire la fiducia nell'irreversibilità dell'euro. Comincia a essere ricostruito un rapporto di fiducia reciproca tra i paesi membri dell'UE che si era pericolosamente incrinato durante la crisi dei debiti sovrani e già prima, con le ripetute violazioni ai patti di bilancio nei primi anni 2000.

Le riforme strutturali renderanno le nostre economie più resistenti agli shock futuri ma richiedono tempo per dare pieni frutti. Nel più breve periodo, con il perseguimento della stabilità monetaria l'azione della Banca centrale può sostenere la domanda interna. La vera e propria uscita dalla crisi non potrà però derivare da azioni isolate di singole autorità di politica economica: la fiducia originata dalle azioni della BCE e dai progressi nella costruzione dell'Unione bancaria non resisterà a lungo in assenza di risultati concreti e durevoli in termini di crescita e di occupazione. Questi obiettivi

richiedono una più ampia azione di politica economica, concertata a livello europeo, di sostegno alla domanda per investimenti e consumi. Interventi condivisi e tempestivi, in particolare sulle infrastrutture, contribuirebbero a orientare positivamente le aspettative dei mercati. Le occasioni fornite dal favorevole contesto esterno non vanno perdute.

La recente campagna elettorale europea, nonostante alcuni progressi, è stata nuovamente “occupata” da elementi di dibattito e scontro nazionali. Esiste una tendenza precisa alla rinazionalizzazione. Si direbbe che siano proprio le forze politiche europee ad alimentarla, scaricando su Bruxelles le responsabilità di ciò che non funziona.

Faccio ancora riferimento al pensiero di Padoa-Schioppa. “Una delle ragioni del discredito delle classi dirigenti nazionali e della crisi della politica è proprio questa: si continua ad alimentare l’illusione che sia possibile rifugiarsi nei confini dello Stato nazionale. L’illusione è che dalle capitali dei singoli Stati si possa riuscire ad affrontare problemi – basti nominare quelli legati all’energia, al clima, alla finanza, alla sicurezza, all’immigrazione o alle risorse naturali – che non hanno una dimensione solo nazionale, ma continentale o addirittura mondiale”.

Lo stesso vale, nell’immediato, per la definizione delle risposte di politica economica necessarie a superare definitivamente la crisi e avviare una crescita sostenuta e bilanciata. La disponibilità di strumenti che consentano di intervenire a sostegno della crescita dell’economia e del benessere dei cittadini aiuterebbe l’Unione Europea a riacquistare il consenso che è andata in parte perdendo.

Per accompagnare gli sforzi di riforma dei singoli paesi, all’impegno della politica monetaria nel suo ambito di competenza deve corrispondere quello degli altri attori istituzionali. Più di ogni condizione è però essenziale la

comune determinazione a procedere verso una piena Unione Europea. Occorre riavviare il dibattito sulla “capacità fiscale” dell’area stimolato dal Rapporto presentato dal presidente del Consiglio europeo e dal Piano della Commissione europea, bruscamente interrotto dopo che la Commissione ha presentato le sue proposte per il coordinamento delle “grandi riforme” e per il sostegno finanziario alle riforme strutturali nel marzo dello scorso anno. Le proposte della Commissione, dichiaratamente aperte alla discussione per individuare ogni margine di miglioramento, vanno nella giusta direzione, quella di individuare meccanismi atti a sostenere il processo di convergenza necessario a rafforzare l’Unione economica e monetaria. Su un bilancio comune europeo può poggiare la futura unione politica.

26

A volte ci si chiede se questa consapevolezza sia davvero diffusa tra le élite politiche europee.

Il presupposto delle scelte comuni sta nel riconoscere collettivamente che i benefici di un rafforzamento dell’integrazione europea eccedono di gran lunga i vantaggi solo presunti che deriverebbero da un suo indebolimento. Le scelte devono essere compiute con responsabilità: non si possono temere solo i rischi connessi con l’azione, trascurando i rischi molto più gravi che derivano dall’inerzia.