



Sapienza Università di Roma
Dipartimento di Scienze Sociali ed Economiche

Lezioni di Politica Economica Europea

Anno Accademico 2019-2020

Prof. Umberto Triulzi



Sapienza Università di Roma
Dipartimento di Scienze Sociali ed Economiche

La politica monetaria dell'UE



La politica monetaria e la nuova governance dell'UE

1. La politica economica e monetaria nei Trattati di Roma
2. Primi tentativi di integrazione monetaria europea
3. Il Sistema monetario europeo
4. Il Trattato di Maastricht
5. La gestione della politica monetaria europea (1999-2009)
6. L'Euro e la politica monetaria della BCE
7. La crisi finanziaria e la nuova governance dell'UE (2010-2015)
8. La governance europea: necessarie proposte più incisive



1. La politica economica e monetaria nei Trattati di Roma

Il Trattato affronta il tema della politica monetaria (artt. 103- 109) in modo del tutto insoddisfacente per i seguenti motivi:

-gli accordi di *Bretton Woods* garantivano condizioni monetarie stabili, parità fisse ed un sistema dei pagamenti che favoriva la crescita del commercio internazionale

- permanevano profonde differenze, quanto all'impostazione e alle modalità di attuazione degli obiettivi di politica economica.

- erano preferiti accordi concreti, come quello doganale che prevedeva la libera circolazione delle merci all'interno dell'area comunitaria e l'instaurazione di una politica commerciale comune, più che politiche che avrebbero richiesto la rinuncia ad ambiti di competenza nazionale

- il processo di integrazione delle economie dei paesi della Comunità veniva dunque affidato ai successi indotti dalla liberalizzazione ed espansione delle relazioni commerciali all'interno dell'area comunitaria.



2. Primi tentativi di integrazione monetaria europea

Dal 1958 alla metà degli anni '60 la Comunità europea vive un periodo di grande stabilità monetaria (assenza di perturbazioni per il buon funzionamento del sistema monetario e moderata crescita dei prezzi)

A partire dalla seconda metà degli anni '60 il clima all'interno dell'Europa cambia per la crisi del dollaro e le conseguenti oscillazioni dei tassi di cambio delle principali valute europee

Esigenza di stabilità tra le valute europee per assicurare il funzionamento della PAC e lo sviluppo del commercio intra-area

Nel febbraio 1969 la Commissione presenta al Consiglio un memorandum sul coordinamento delle politiche economiche e la cooperazione monetaria (Piano Barre)

Un impulso più deciso viene dalla Conferenza dei Capi di Stato e di Governo tenutasi a L'Aja nel dicembre del 1969 nella quale venne approvata l'istituzione di una unione economica e monetaria da realizzare in più tappe nell'arco di un decennio.



Primi tentativi di integrazione monetaria europea

Si contrappongono due visioni diverse di come pervenire a questo obiettivo, quella dei monetaristi (fissare subito in modo irrevocabile i tassi di cambio) e quella degli strutturalisti (favorire prima la convergenza delle politiche economiche e poi procedere all'UEM)

Viene costituito (marzo 1970) un gruppo di lavoro presieduto da Pierre Werner con l'obiettivo di trovare soluzioni accettabili per tutti i Paesi membri.

Il Piano Werner prevede un percorso per tappe della durata di almeno un decennio; la convertibilità totale e irreversibile delle monete comunitarie; l'eliminazione dei margini di fluttuazione dei cambi; la fissazione irrevocabile delle parità e la liberalizzazione totale dei movimenti di capitale, oltre alla creazione di due nuovi organi comunitari, un centro di decisione per la politica economica ed un sistema comunitario di banche centrali analogo a quello statunitense.

Il Piano venne approvato nel marzo 1971 ma non entrò mai in funzione.



Primi tentativi di integrazione monetaria europea

I violenti attacchi speculativi cui furono sottoposti i principali mercati dei cambi europei a seguito del venire meno della fiducia nel dollaro e la successiva dichiarazione di inconvertibilità in oro dell'agosto del 1971, impedirono di dare attuazione alle decisioni del Consiglio.

Nel dicembre 1971 gli Accordi Smithsonian di Washington con il riallineamento dei tassi centrali delle principali valute rispetto al dollaro (svalutato del 7,9%) e, contemporaneamente, l'ampliamento dei margini di oscillazione dei cambi dall'1 al 2,25% sopra e sotto le nuove parità.

L'Europa reagisce ai maggiori margini di fluttuazione accordata ai cambi con un accordo per una minore fluttuazione delle valute europee.

Nasce nel marzo 1972 il "serpente monetario" o "serpente nel tunnel" con l'obiettivo di contenere la fluttuazione dei cambi entro il 2,25% (1,125 sopra e sotto la parità), mentre la fluttuazione ammessa nei confronti del dollaro rimaneva quella decisa dall'accordo di Washington. Previsti anche interventi agevolazioni di credito a brevissimo termine tra le banche centrali e l'istituzione di un Fondo europeo di cooperazione monetaria (FECOM)



Primi tentativi di integrazione monetaria europea

Nel giro di pochi mesi il sistema fallì, uscirono prima la sterlina inglese, la sterlina irlandese, la corona danese e poi la lira ed il franco, restando in vita solo per il marco e le valute ad esso ancorate.

Le ragioni dell'insuccesso:

- disordine monetario internazionale causato dall'indebolimento del dollaro e dalle crisi valutarie che ne sono conseguite
- la crisi energetica del 1973 e gli effetti che ne sono conseguiti sugli squilibri economici finanziari e di bilancia dei pagamenti
- le reazioni non coordinate dei paesi membri (politiche economiche divergenti)
- l'impossibilità dei paesi con elevati tassi di inflazione, forti deficit di bp e valute deboli di restare ancorati alle monete più stabili del serpente (che andavano rivalutandosi rispetto al dollaro).

La fluttuazione delle valute ed il deterioramento delle economie porterà ad aggravare le divergenze tra i paesi membri e a rimettere in discussione lo stesso processo di integrazione (aumento dei costi della PAC e riduzione del commercio intracomunitario)



3. Il Sistema monetario europeo

Nasce nel 1978 l'iniziativa congiunta franco-tedesca per la creazione di una zona di stabilità monetaria in Europa.

Nel luglio 1978 i paesi membri approvano l'istituzione del Sistema monetario europeo (SME) che introduce molte innovazioni:

- una unità monetaria europea, l'ECU con funzioni diverse dall'UCE
- l'indicatore di divergenza per controllare l'evoluzione del cambio di ogni moneta rispetto alla media comunitaria (segnala l'allontanamento dalla soglia di divergenza)
- margini di fluttuazione più ampi per i paesi a moneta debole
 - ampliamento delle disponibilità finanziarie per i paesi membri
- creazione di un Fondo Monetario Europeo (FME) entro due anni dal varo dello Sme (che doveva sostituire il FECOM)

Dall'insieme di queste innovazioni emerge un progetto di costruzione monetaria dell'Europa comunitaria assai ambizioso e che porterà alla realizzazione dell'UEM.



3.1 I risultati dello SME (1979-1992)

Due periodi diversi.

Il primo, che va dal 1979 al 1987, coincide con la fase d'avvio, ma anche con il periodo di maggiore instabilità del sistema anche a causa degli shock petroliferi, inflazione e deficit bp, oscillazione dei cambi, ruolo egemone del marco e sua relazione con il dollaro. Sono stati necessari 11 riallineamenti dei tassi di cambio. Incongruenze nei meccanismi di intervento.

Il secondo, che va dal 1987 alla fine degli anni '90, è caratterizzato da una situazione di maggiore stabilità, grazie ad un più efficace coordinamento monetario realizzato dai Paesi partecipanti allo SME. L'unico riallineamento ha riguardato la lira rientrata nella banda ristretta nel gennaio del 1990. Miglioramento della congiuntura economica, riduzione dei tassi di inflazione e delle oscillazioni nei cambi, accordi del Plaza per il *lending* del dollaro, ma lo SME resta un sistema dei cambi asimmetrico con un limitato coordinamento delle politiche monetarie.



3.2 La crisi dello SME

Alla fine degli anni '80 ulteriori eventi aggravano la vulnerabilità dello SME: il crollo del Muro di Berlino ed il cambiamento nella politica monetaria della Germania, il rallentamento della crescita e l'aumento della disoccupazione in Europa, l'approvazione del Trattato di Maastricht (febbraio '92) con l'esito negativo del referendum in Danimarca (maggio '92), le tensioni sui mercati valutari con indebolimento del dollaro.

Crisi politica ed economica in Italia che è costretta, a seguito di attacchi speculativi sulla lira (e sulle altre valute europee deboli), ad uscire dallo SME (settembre '92).

Abbandona lo SME anche la sterlina, la peseta viene svalutata mentre il franco francese, sostenuto dalla Germania, vede ampliare i propri margini di fluttuazione (dal 2,25% al 15% sopra e sotto la parità) che saranno mantenuti tali fino all'avvio dell'UEM.

Dopo la crisi del 1992 la vita dello Sme, grazie ai maggiori successi ottenuti nella riduzione dei differenziali d'interesse e nel perseguimento di politiche più convergenti, è caratterizzata da un clima di maggiore stabilità.



4. Il Trattato di Maastricht

Le giugno del 1988 Il Consiglio europeo affida a Jacques Delors il compito di predisporre un progetto che avrebbe dovuto portare alla realizzazione dell'unione economica e monetaria in 10 anni.

Il Rapporto Delors (per molti versi simile a quello presentato da Werner 19 anni prima) disegna un percorso in tre fasi:

- la prima, che coincide con la liberalizzazione dei movimenti di capitale (1° luglio 1990), vede impegnata la Comunità a realizzare tre grandi progetti, il mercato unico (dicembre 1992), la riforma dei fondi Strutturali, l'avvio di nuove procedure per il coordinamento delle politiche economiche e per il risanamento fiscale e di bilancio.
- la seconda, la definizione delle regole per l'avvio della moneta unica e la costituzione di un Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC)
- la terza, la realizzazione completa dell'Unione con il passaggio a tassi di cambio irrevocabilmente fissi e l'attribuzione alle istituzioni comunitarie delle piene competenze in campo monetario.

Maastricht riprenderà in pieno il Rapporto Delors con la sola differenza dello spostamento del SEBC alla terza fase e l'avvio dell'IME nella 2° fase.



4.1 Le condizioni di accesso alla UEM

L'ingresso dei paesi membri nell'UEM è soggetto al rispetto di criteri di “condizionalità” e “gradualismo”.

Quanto alla “condizionalità”, il Trattato prevede specificatamente il rispetto di cinque criteri di convergenza:

- tasso di inflazione: non superiore dell'1,5% rispetto a quello medio dei tre paesi membri più virtuosi

- tassi di interesse a lungo termine: non superiori del 2% rispetto alla media dei tre paesi membri più virtuosi

- tasso di cambio: permanenza, nei due anni precedenti l'avvio dell'UEM, nello SME

- deficit di bilancio: non oltre la soglia di riferimento del 3% del prodotto interno lordo

- debito pubblico: non oltre la soglia di riferimento del 60% del prodotto interno lordo.

Quanto al “gradualismo”, il Trattato prevede che la realizzazione dell'UEM avvenga attraverso progressi paralleli da raggiungere in termini di convergenza sia economica che monetaria in tre distinte fasi.



4.2 Le critiche al Trattato di Maastricht

I parametri di Maastricht hanno sollevato molte critiche tra gli esperti (assenza di giustificazioni economiche), altri parlano di vincoli introdotti per accrescere la credibilità delle autorità monetarie.

Alla fine degli anni '80, questa può essere più semplicemente la spiegazione, i valori medi dei deficit annuali e dei disavanzi pubblici dei paesi europei più virtuosi si trovavano su livelli molti simili a quelli introdotti da Maastricht.

A partire dal 1992-93, le economie di tutti i paesi dell'Unione europea, compresi i Paesi entrati nel 1995 (Svezia, Finlandia ed Austria) evidenziano andamenti decisamente positivi, relativamente alla convergenza dei parametri monetari (riduzione dei tassi di inflazione e dei tassi di interesse) e al rispetto delle parità centrali (l'Italia rientra nello SME nel 1996) ma segnali decisamente negativi riguardo alle politiche di bilancio (aumento dei deficit per le politiche di sostegno della domanda interna).

Unici paesi virtuosi: Germania, Danimarca e Irlanda.

La Germania propone il Patto di stabilità per obbligare i paesi a rispettare i criteri di bilancio (interpretazione rigida del parametro del 3%).



4.3 Le questioni non affrontate da Maastricht

Quanto al criterio del 60%, l'atteggiamento della Commissione è stato più conciliante. Una interpretazione restrittiva avrebbe lasciato fuori dall'UEM la grande parte degli Stati membri.

A maggio 1998 il Consiglio europeo ammette 11 paesi a far parte dell'UEM e al 31 dicembre 1998 vengono fissati i tassi di conversione con l'euro. Solo la Grecia resta fuori (Regno Unito e Danimarca ottengono la clausola dell'*opting out*, la Svezia non aveva ancora aderito allo SME).

Il Consiglio europeo di Madrid (dicembre 1995) definisce tre periodi per l'attuazione della moneta unica: il periodo sino al dicembre 1998 per la selezione dei paesi, il periodo 1999-2002 per sensibilizzare gli operatori ed i cittadini europei all'uso dell'euro, i primi mesi del 2002 per il passaggio definitivo e la circolazione della moneta unica.

Due questioni restano fuori:

- le relazioni tra paesi *in* e paesi *out*
- la gestione delle politiche di bilancio dei paesi entrati a fare parte dell'UEM.



Le questioni non affrontate da Maastricht

Relativamente al primo tema, i paesi *in* temono che i paesi *out* possano applicare politiche monetarie autonome ed in caso di difficoltà della bilancia dei pagamenti svalutare i tassi di cambio.

Il Trattato di Amsterdam (giugno 1997) provvede a risolvere tali preoccupazioni obbligando:

- tutti i paesi membri a considerare la propria politica di cambio come un problema di interesse comune e a perseguire politiche coerenti con la stabilità dei prezzi;
- i paesi *out* a presentare programmi di convergenza sia per i saldi di bilancio che per la politica monetaria;
- istituisce per loro un nuovo meccanismo di cambio, lo SME 2, e fissa le parità centrali delle loro valute rispetto all'euro
- la banda di oscillazione resta quella ampia in vigore nello SME ($\pm 15\%$).

La BCE può intervenire con finanziamenti a brevissimo termine per sostenere i cambi dei paesi *out* ma solo se ciò non è in conflitto con l'obiettivo della stabilità dei prezzi.



Le questioni non affrontate da Maastricht

Quanto al secondo tema, la Germania in particolare temeva che i paesi in forte disavanzo, una volta entrati nell'UEM, allentassero il rigore delle politiche di bilancio con conseguenti pericoli per la stabilità monetaria.

Il Trattato di Maastricht non prevedeva norme di esclusione per i paesi con politiche di bilancio divergenti.

Il Patto di stabilità proposto dalla Germania viene approvato dal vertice di Dublino nel 1996 con l'aggiunta (richiesta dalla Francia) del termine "crescita": i paesi membri che intendono aderire all'UEM si impegnano a non superare la soglia del 3% e ad attuare nel medio periodo politiche di bilancio orientate "ad un saldo vicino al pareggio o positivo". Per chi supera la soglia del 3% sono previsti tre casi:

- se lo scostamento è provocato da fattori eccezionali (una riduzione annua del Pil del 2% o superiore) nessuna sanzione;
- se compresa tra lo 0,75% e il 2%, l'imposizione di sanzioni è soggetta a discrezionalità;
- se la riduzione del Pil è inferiore allo 0,75%, le sanzioni (sino ad un massimo del 0,5% del Pil) sono automatiche.



Le questioni non affrontate da Maastricht

La disciplina di bilancio imposta dal PSC, riaffermata dal trattato di Amsterdam senza nessuna modifica al testo concordato a Dublino, ha sollevato sin dalla sua approvazione molte critiche per la sua rigidità. I paesi hanno disavanzi molto diversi tra di loro e la politica fiscale risulta inutilizzabile come misura anticiclica.

In periodi di rallentamento dell'economia, e quindi minore entrate, la politica fiscale tende, attraverso gli “stabilizzatori automatici”, ad essere espansiva, cioè aumenta la spesa pubblica a carattere sociale (sussidi, indennità di disoccupazione e misure analoghe) stabilizzando in parte il ciclo.

Nel caso dei paesi con disavanzi eccessivi ed in presenza di una crisi recessiva l'impossibilità di ricorrere agli stabilizzatori automatici (che aggraverebbero evidentemente il bilancio) porta la politica fiscale ad essere ulteriormente restrittiva e quindi a produrre effetti pro-ciclici.

Il PSC è inoltre asimmetrico: impone vincoli rigorosi alla politica fiscale dei Paesi in forte disavanzo ma non chiede comportamenti virtuosi ai Paesi che si trovano in periodi favorevoli del ciclo economico.



Le questioni non affrontate da Maastricht

Critiche al PSC anche per le difficoltà di applicazione delle sanzioni nei confronti dei paesi disallineati (le decisioni spettano al Consiglio).

Nel novembre del 2003 le procedure richieste dalla Commissione nei confronti della Germania (ispiratrice principale del Patto) e della Francia per avere superato, in conseguenza di fenomeni recessivi interni, la soglia del 3% del rapporto deficit/Pil, vengono sospese dal Consiglio.

Nel marzo del 2005 il Consiglio Europeo apporta alcune modifiche al PSC per tenere conto delle diverse situazioni di bilancio dei paesi membri, per proporre percorsi di rientro del disavanzo che evitino politiche pro-cicliche e che tengano conto delle riforme strutturali (pensioni, assistenza sociale ecc.) avviate per ridurre la spesa pubblica, per assicurare una maggiore flessibilità nei tempi richiesti per l'aggiustamento.

La BCE ha più volte espresso il proprio dissenso sulle modifiche apportate al PSC.



5. La gestione della politica monetaria europea (1999-2009)

La politica monetaria europea è gestita dal SEBC, composto dalla BCE e dalle Banche centrali dei paesi membri dell'UE.

Il SEBC è governato dagli organi decisionali della BCE:

- il Presidente
- il Consiglio direttivo, formato dai governatori delle BC dei paesi membri dell'UEM
- il Comitato esecutivo, composto oltre che dal Presidente, da un Vice Presidente e da altri 4 membri

Il Consiglio direttivo è l'organismo che decide gli indirizzi della politica monetaria europea, mentre il Comitato esecutivo attua le decisioni assunte dal Consiglio ed è responsabile della gestione della BCE.

Le Banche centrali Nazionali concorrono alla politica monetaria dell'area dell'euro, attraverso le decisioni del Consiglio Direttivo.

I membri del Comitato, nominati dagli stati membri (a livello del Consiglio Europeo su proposta del Consiglio e previa consultazione del PE), hanno un mandato di 8 anni non rinnovabile.



5.1. Gli obiettivi della politica monetaria europea

L'obiettivo principale del SEBC (art.105 Trattato sull'Unione) è quello di assicurare la stabilità dei prezzi e subordinatamente di sostenere le politiche economiche dell'UE. I suoi compiti sono:

- definizione ed attuazione della politica monetaria dell'UEM
- svolgimento delle operazioni sui cambi
- detenzione e gestione delle riserve ufficiali in valuta estera degli Stati appartenenti all'UEM
- promozione del regolare funzionamento dei sistemi di pagamento all'interno dell'UEM
- contribuzione alla buona conduzione della vigilanza sui mercati, che resta però di competenza delle BCN

Relativamente agli obiettivi monetari, definiti dal Consiglio direttivo della BCE nelle sue prime riunioni, questi consistono nell'annunciare un obiettivo di inflazione (*inflation targeting*), piuttosto che un obiettivo quantitativo di crescita monetaria (*monetary targeting*), corrispondente ad un incremento annuo dei prezzi al consumo "su livelli inferiori ma prossimi al 2%".



Gli obiettivi della politica monetaria europea

La BCE deve rendere conto del proprio operato: obbligo di trasparenza e di informazione. Presenta al PE, al Consiglio europeo, alla CE e al Consiglio direttivo, un Rapporto Annuale sulle attività svolte.

Il Presidente e i membri del CE possono essere chiamati a riferire in Parlamento o alle Commissioni; il Presidente è normalmente invitato alle riunioni mensili dell'Eurogruppo (Ministri delle finanze). Il Presidente nelle conferenze stampa mensili spiega le decisioni di politica monetaria.

La trasparenza è importante perché serve ad accrescere la prevedibilità della politica monetaria della BCE contribuendo in tal modo ad attenuare la volatilità dei mercati

Tasso di cambio: flessibile, fissato dai mercati. Il tasso di cambio non è uno strumento di politica economica. “Non vi è alcun obiettivo di cambio e la BCE tiene conto del tasso di cambio nella conduzione della politica monetaria solo nella misura in cui questo incide sulla situazione economica e sulle prospettive per la stabilità dei prezzi” (BCE, Bollettino Mensile, 10° Anniversario, Frankfurt am Main, 2008, p. 25)



5.2 L'indipendenza della BCE

La BCE è totalmente indipendente dalle istituzioni comunitarie e dai governi nazionali. L'IME ne ha definito le caratteristiche principali:

- indipendenza istituzionale, non riceve istruzioni da nessun organismo e deve essere consultata su qualsiasi proposta di atto comunitario o di legge nazionale su materie che rientrano negli ambiti di sua competenza
- indipendenza personale, i membri degli organi decisionali non possono essere sollevati dal loro incarico se non per gravi irregolarità, contratti lunghi
- indipendenza funzionale, deve poter perseguire gli obiettivi assegnati
- indipendenza finanziaria, dispone di mezzi finanziari autonomi, il capitale della BCE è interamente versato dalle BCN.

Le BCN che hanno aderito all'UEM hanno dovuto modificare i loro statuti per renderli compatibili, anche in termini di indipendenza, con quello del SEBC.



5.3 Gli strumenti della politica monetaria europea

L'IME ha definito i seguenti strumenti di politica monetaria:

- l'adozione di un tasso di interesse a breve termine per il rifinanziamento delle banche nazionali (si è preferito evitare la predisposizione di un vero e proprio Tasso Ufficiale di Sconto);
- la capacità di creare ed assorbire liquidità nel breve termine, attraverso operazioni di mercato aperto;
- la capacità di influenzare la posizione strutturale del sistema bancario nei confronti del SEBC, attraverso l'introduzione di una riserva obbligatoria (ROB).



5.3 Gli strumenti della politica monetaria europea

Per mantenere il livello dei prezzi sui valori desiderati, la BCE agisce attraverso due strumenti operativi.

Il primo consiste nelle operazioni di mercato aperto attraverso le quali la BCE concede e regola, nel brevissimo periodo, la liquidità necessaria al sistema bancario.

Il secondo strumento è costituito da concessioni alle banche di crediti *overnight*.

La riserva obbligatoria è stata fissata dal Consiglio direttivo della BCE in una quota compresa tra l'1.5 ed il 2.5 per cento del totale dei depositi degli istituti di credito.

Le BCN hanno trasferito al SEBC una quota non inferiore al 15% delle loro riserve ufficiali complessive (il cui utilizzo resta comunque soggetto all'approvazione della BCE).



6. L'Euro e la politica monetaria della BCE

Gli aspetti principali emersi nei sedici anni di vita dell'Euro sono i seguenti:

- le responsabilità assunte nella gestione della politica monetaria nell'Eurozona
- la sua indipendenza ed il livello di rappresentatività nei riguardi delle altre istituzioni comunitarie
- la funzione dell'Euro ed i rapporti con le principali istituzioni monetarie internazionali

Quanto al primo tema, l'obiettivo centrale della BCE è stato quello di difendere la stabilità dei prezzi anche a scapito, secondo i critici del suo operato, di pregiudicare le potenzialità di crescita dell'area euro. Non vi è dubbio che la politica monetaria della BCE abbia svolto la sua funzione con efficacia non essendo ricorsa nel periodo 1999-2009 a misure di intervento straordinarie ed avendo contribuito ad accrescere il ruolo dell'euro sia all'interno che all'esterno dell'economia europea.



6. L'Euro e la politica monetaria della BCE

Il confronto tra le politiche di *inflation targeting* attuate della BCE e della FRS nell'ultimo decennio evidenzia:

- una maggiore capacità della FRS di intervenire sul ciclo economico con misure in grado di favorire la ripresa dell'economia degli Stati Uniti la cui crescita è risultata, infatti, mediamente più alta di quella europea
- nell'Eurozona permane una condizione di minore crescita della domanda, segnale quest'ultimo che il mandato affidato alla BCE per il mantenimento dell'obiettivo della stabilità monetaria ha finito con l'orientare l'economia europea in senso deflazionistico.



6. L'Euro e la politica monetaria della BCE

Sempre in questa ottica, altrettanto importante è stata l'azione della BCE orientata ad acquisire una credibilità presso i mercati (che inizialmente non poteva avere) sia in termini di lotta all'inflazione (come *inflation crusher*) sia in termini di trasparenza del suo operato.

Sempre in tema di giudizi sul comportamento della BCE, appare interessante menzionare quello relativo alla politica del tasso di cambio euro-dollaro.

La forte oscillazione osservata negli ultimi 16 anni nel rapporto di cambio tra le due più importanti valute internazionali va attribuita a diversi fattori, quali gli evidenti squilibri di natura commerciale e finanziaria che si sono manifestati nell'economia globale, le operazioni speculative che hanno interessato i prezzi della materie prime (petrolio, prodotti agricoli, l'oro ecc. tutti espressi in dollari) o altre attività di copertura dei rischi derivanti dalle operazioni in dollari, la reazione più contenuta della BCE nella riduzione dei tassi di interesse per favorire la ripresa economica.



L'Euro e la politica monetaria della BCE

La diversità nelle dinamiche dei tassi di interesse osservate nelle due aree nel periodo 1999-2006 evidenzia funzioni di reazione, e quindi preferenze molto diverse nel rispondere alle fluttuazioni economiche. Alla crisi verificatasi a livello globale nel 2001, la FRS ha reagito prontamente di fronte al rallentamento dell'economia americana abbassando in un anno il tasso di interesse dal 6,5% al 2%, mentre la BCE ha applicato politiche di riduzione del tasso di interesse molto più caute e in tempi più lunghi.

Analoghi comportamenti, se pure in direzione contraria, si osservano negli anni successivi.

A partire dalla metà degli anni 2004 la politica monetaria della FRS torna ad essere restrittiva, mentre quella della BCE, in una situazione economica di forte decelerazione (analoga a quella del periodo 2001-2003 degli USA) è più lenta a reagire nell'applicare politiche di stimolo della domanda.



L'Euro e la politica monetaria della BCE

L'interpretazione sulle differenze di *policy* applicate dalle due banche centrali, può essere così sintetizzata:

- ad aspettative della BCE di crescita dell'inflazione e conseguente rialzo dei tassi di interesse per contrastare l'aumento atteso dei prezzi nell'Eurozona segue un apprezzamento dell'euro (e svalutazione del dollaro) che danneggia l'economia dell'UEM.

- si determina così un forte conflitto interno tra un euro rivalutato che indebolisce la competitività delle merci europee e la BCE che non ha possibilità di intervenire sulla sua evoluzione per la preferenza accordata all'obiettivo della stabilità monetaria.

- questo conflitto, con un euro che è restato rivalutato rispetto al dollaro per una buona parte del decennio, oltre il livello giustificabile dall'andamento delle principali macrovariabili dei due sistemi economici, ha penalizzato le esportazioni dell'area euro sui mercati globali con conseguenti danni per le imprese e l'occupazione europea.



L'Euro e la politica monetaria della BCE

A partire dalla fine del 2009, l'euro inizia ad indebolirsi nei confronti del dollaro alternando fasi di ripresa con fasi di forte svalutazione del suo tasso di cambio.

Nel 2015 l'euro, nel suo rapporto con il dollaro, ha toccato il minimo storico negli ultimi dodici anni in conseguenza delle politiche monetarie espansive della BCE e del peggioramento delle prospettive di crescita e di inflazione nell'area dell'euro rispetto a quelle più favorevoli previste per l'economia degli USA.



I tassi di cambio dell'euro nel periodo 2004-2014





L'Euro e la politica monetaria della BCE

Quanto al secondo tema, indipendenza e rappresentatività, si segnala che la BCE è la banca centrale più indipendente al mondo.

Modifiche allo statuto della Fed (o di altre banche centrali), in situazioni di disaccordo del governo con le sue politiche, possono sempre essere apportate da parte dei parlamenti nazionali.

Nel caso della BCE modifiche dello statuto sono possibili solo se si modificano i Trattati istitutivi.

Inoltre se le politiche monetarie della BCE finiscono con l'esercitare un forte condizionamento sulle politiche dei governi dei paesi membri, altrettanta influenza non può essere esercitata dalle decisioni dell'Ecofin sull'operato della BCE.



L'Euro e la politica monetaria della BCE

Relativamente al terzo tema, funzioni dell'Euro e rapporti con le altre istituzioni monetarie internazionali, si segnalano i seguenti aspetti positivi:

- l'inflazione media nell'area Euro è risultata inferiore o di poco superiore al 2% (conferma della credibilità della BCE, gli operatori hanno allineato le loro decisioni alle aspettative di inflazione di lungo periodo formulate dalla Banca)
- impatto positivo dell'Euro (assenza rischi di cambio) nella crescita del commercio estero e degli investimenti diretti all'interno dell'Eurozona- accresciuto il ruolo e l'uso dell'Euro come valuta di riferimento delle transazioni internazionali e come valuta di riserva da parte delle banche centrali
- la creazione di un'area monetaria integrata, unitamente a politiche macroeconomiche più convergenti, ha aumentato le difese nei confronti delle crisi esterne



L'Euro e la politica monetaria della BCE

Relativamente ai rapporti con istituzioni esterne, la BCE ha sviluppato relazioni con le più importanti banche centrali e con le principali istituzioni finanziarie.

Partecipa come osservatore alle riunioni di molte istituzioni quali il FMI, il G7 ed il G20, il *Financial Stability Forum* (FSF), l'OCSE e la Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) quando vengono affrontati temi rilevanti per il sistema economico e finanziario internazionale.

Nonostante la credibilità come banca centrale ed il ruolo assunto dall'Euro a livello internazionale il riconoscimento attribuito a questa istituzione nella *governance* monetaria mondiale è ancora limitato.

A livello delle istituzioni finanziarie internazionali sono gli Stati nazionali che hanno diritto di voto, e quindi decidono le politiche di competenza di tali istituzioni. La BCE, pur avendo poteri sovranazionali nella determinazione della politica monetaria dei 19 Stati dell'Eurozona, non ha la possibilità di parlare con una voce unica.



L'Euro e la politica monetaria della BCE

Non appare ancora immaginabile pensare di assegnare all'area euro, in seno al FMI, un seggio unico in rappresentanza dei 19 Stati membri.

E' un obiettivo politico di lungo periodo sul quale non è possibile fare oggi previsioni.

È auspicabile, tuttavia, che la BCE abbia in futuro una rappresentanza più forte e più attiva negli organismi multilaterali, sia per rendere più fruttuosa la cooperazione con il FMI, sia per trovare soluzioni più efficienti e condivise sulla sorveglianza finanziaria internazionale.



Le criticità dell'Euro

Una prima criticità è dovuta alla scelta operata dall'UE di dotarsi di una politica monetaria unica gestita da una istituzione federale, quale la Banca centrale europea, mentre la gestione delle politiche economiche e fiscali nell'Eurozona è stata lasciata nelle mani dei governi dei paesi aderenti.

Quando nel 2010 scoppiano le tensioni nell'area dell'euro, l'UE si trova senza strumenti e procedure adeguate a gestire la crisi.

La conseguenza strutturale derivante da questa anomalia, ed è il secondo elemento di debolezza dell'architettura dell'euro, è riconducibile all'aumentata divergenza registrata, soprattutto in termini di dinamiche della produttività del lavoro e squilibri delle partite correnti, tra i paesi del Sud Europa (Grecia, Spagna, Portogallo e Italia) e i paesi del Nord Europa (per tutti la Germania).



Le criticità dell'Euro

La Germania nel periodo 2000-2010 è riuscita nel duplice intento di perseguire una politica salariale moderata ed accrescere in modo significativo la produttività del lavoro, mentre i paesi del Sud Europa hanno registrato, nello stesso periodo, una crescita dei salari più elevata e livelli di produttività più contenuti.

Un segnale evidente della scarsa attenzione data all'interno dell'Eurozona al formarsi di divergenze economiche tra i paesi membri e alla necessità di attivare efficaci politiche di coordinamento per prevenirle, o quanto meno per contenerle.

Quanto alla politica fiscale, questa, pur rimanendo sotto la responsabilità degli Stati membri, è sottoposta a un quadro generale di regole comuni. L'Unione Monetaria prevede, infatti, una serie di vincoli alle politiche di bilancio dei paesi membri allo scopo di garantire stabilità delle condizioni macroeconomiche dell'Unione e di evitare che il comportamento indisciplinato di alcuni paesi possa determinare condizioni negative per gli altri.



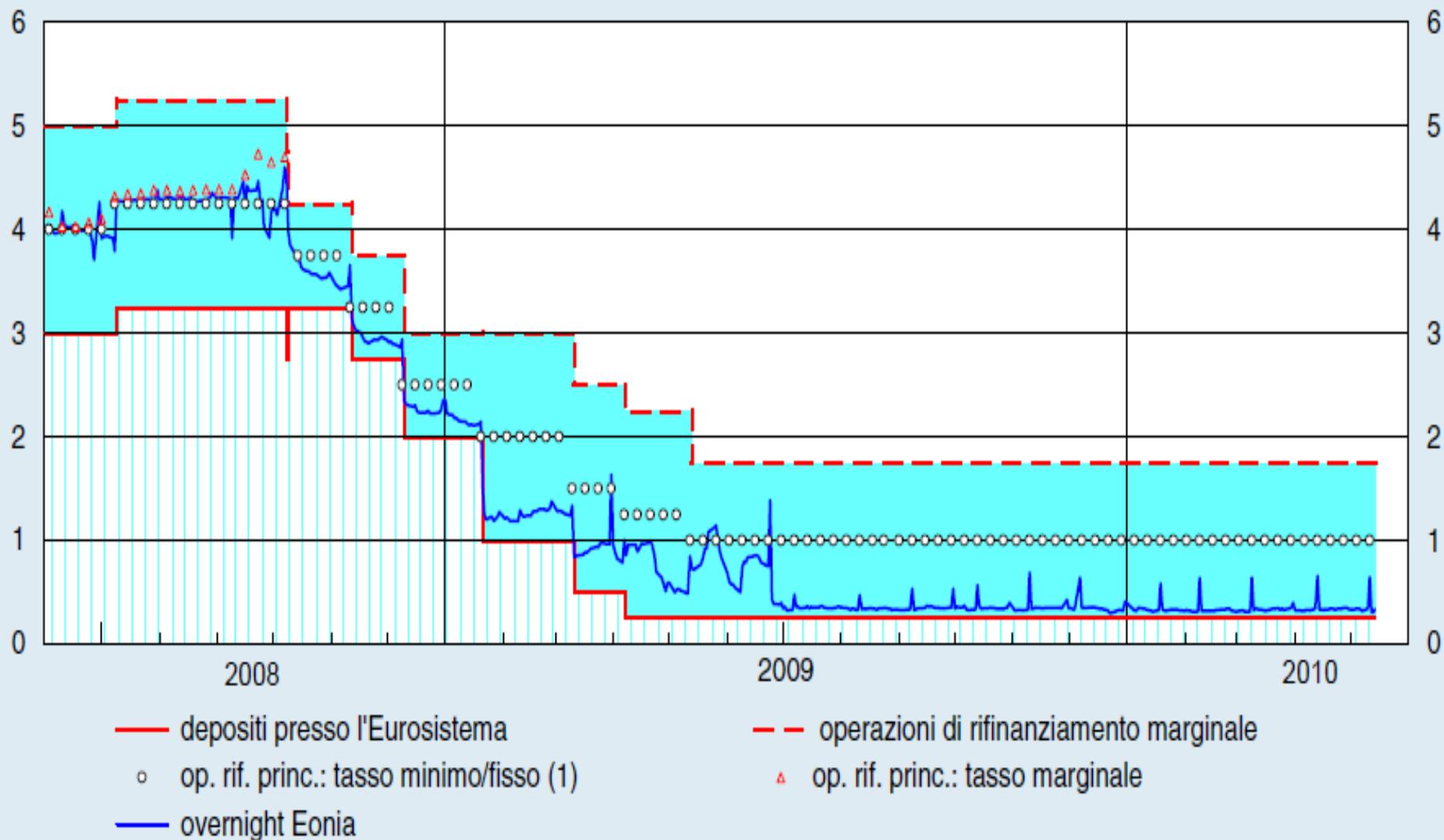
Gli interventi convenzionali e non convenzionali attivati dalla BCE

Relativamente alle misure convenzionali avviate dalla BCE e da gran parte delle banche centrali dei paesi più avanzati, a partire dal 2008 e a seguito dell'aggravarsi delle tensioni nei mercati finanziari, queste sono consistite principalmente nel favorire la riduzione dei tassi di interesse a livelli molto bassi (prossimi allo zero).

Dal 2008 al 2010 il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) è stato ridotto dal 4 per cento all'1 per cento e negli anni successivi è stato ulteriormente ridotto nell'intento di favorire la ripresa del credito per le famiglie e le imprese (0,05 per cento).

Molte banche centrali hanno dichiarato, per influire sulle aspettative di più lungo periodo, di volere mantenere per qualche tempo livelli eccezionalmente bassi dei tassi di interesse.

Tassi di interesse ufficiali e del mercato monetario nell'area dell'euro (dati giornalieri; valori percentuali)



Fonte: BCE, Thomson Reuters Datastream.

(1) Tasso minimo fino al 14 ottobre 2008; successivamente tasso fisso.



Gli interventi non convenzionali della BCE

L'impatto degli interventi di tipo convenzionale non è risultato, tuttavia, sufficiente ad influire sulla riduzione dei tassi di interesse di più lungo periodo e sulla ripresa dell'economia reale.

Occorrevano nuove misure per fare fronte alla forte richiesta di liquidità proveniente dai mercati e dal sistema bancario al fine di evitare una crisi sistemica e favorire l'afflusso dei finanziamenti all'economia.

La BCE, non potendo fare affidamento sul tasso di interesse ormai prossimo allo zero, ha fatto ricorso ad operazioni di tipo non convenzionale al fine di influenzare, attraverso operazioni di aumento della liquidità in circolazione (*quantitative easing*), le aspettative degli operatori sulla crescita dei prezzi nel lungo periodo, sulle dinamiche di prezzo delle attività finanziarie e del tasso di cambio, rimettendo in tal modo in funzione i canali di trasmissione della politica monetaria.



Gli interventi non convenzionali della BCE

Il ricorso alle operazioni non convenzionali può essere spiegato in questo modo. Tradizionalmente le banche centrali, attraverso la fissazione del tasso di interesse nominale di breve periodo, danno indicazioni specifiche ai mercati sul livello di inflazione considerato compatibile con le condizioni macroeconomiche vigenti nel paese.

La Banca centrale, in presenza di variazioni inattese nelle variabili macroeconomiche (variazioni della domanda aggregata, shock esogeni ecc.), i cui effetti potrebbero provocare pressioni (inflazionistiche o deflazionistiche) sul livello desiderato dei prezzi, reagisce manovrando appunto il tasso di interesse di breve periodo, facendolo aumentare nel caso di inflazione, e riducendolo in caso di deflazione.

In questo modo le decisioni della BC si trasmettono, attraverso canali diversi, agli operatori economici (investitori e consumatori) e al sistema creditizio e finanziario.



Gli interventi non convenzionali della BCE

Le politiche non convenzionali attivate dalla Bce sono state:

- nel maggio del 2010, il programma *Securities Markets Programme (SMP)*;
- nel dicembre 2011 e febbraio 2012, le *Long Term Refinancing Operations (LTRO)*;
- nel settembre 2012, le *Outright Monetary Transactions (OMT)*
- nel marzo 2015, un programma di acquisto di titoli pubblici sul mercato secondario dei paesi Euro

Con il primo programma la Bce ha acquistato sui mercati secondari, nel periodo 2010-2012, titoli di Stato accettati come collaterale per le operazioni di rifinanziamento delle banche per un ammontare pari a 218 miliardi di euro.

I paesi che si sono avvantaggiati di questo programma sono stati la Grecia, l'Irlanda, il Portogallo, la Spagna e l'Italia. Gli acquisti effettuati dalla Bce hanno avuto un impatto significativo sulla riduzione degli spread tra i titoli di Stati dei paesi menzionati e i titoli tedeschi.



Gli interventi non convenzionali della BCE

Il secondo programma, consistente in due operazioni di rifinanziamento delle banche (LTRO) estese per un periodo eccezionalmente lungo di tre anni, ha avuto come finalità, in una situazione nella quale la crisi aveva contagiato in particolare i debiti sovrani di Italia e Spagna, generando la sfiducia sulla solvibilità del loro debito pubblico, e quindi un forte incremento dei tassi di interesse pagati sui titoli sovrani, quella di sostituire nel sostegno dei debiti pubblici nazionali gli investitori esteri con le banche nazionali.

Complessivamente la Bce, attraverso le due operazioni di LTRO, ha immesso liquidità per oltre 1.000 miliardi di euro in favore di 800 banche europee.

Il 70 per cento di questi fondi è stato assorbito dal sistema bancario dei paesi in maggiori difficoltà (Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna ed Italia).



Gli interventi non convenzionali della BCE

Nell'agosto del 2012, la Bce, a seguito di nuove tensioni che hanno interessato i paesi euro con debito sovrano elevato, ha lanciato il terzo programma, le *Outright Monetary Transactions* (OMT).

Con questo programma la BCE si impegnava ad acquistare sul mercato secondario titoli di breve periodo del debito pubblico di Stati membri della zona euro, per importi illimitati e a condizione dell'attivazione di un programma di risanamento finanziario sottoscritto con il Fondo salva-Stati, in una misura sufficiente a garantire il funzionamento dei canali di trasmissione della politica monetaria per l'area dell'euro.

E' stato sufficiente questo annuncio per fermare la crescita degli *spreads* e salvare l'euro.



Gli interventi non convenzionali della BCE

Da marzo 2015, la Bce, allo scopo di fare fronte ai rischi derivanti da un periodo troppo prolungato di bassa inflazione, bassi tassi di interesse e bassa crescita e contribuire al suo obiettivo principale, che è quello di conseguire un tasso d'inflazione inferiore, ma prossimo al 2% nel medio periodo, ha avviato un quarto programma *quantitative easing* di acquisto sul mercato secondario di titoli emessi dai governi centrali della zona euro, ma anche da agenzie ed enti internazionali o sovranazionali situate nella zona euro, per un importo mensile di 60 miliardi di euro con termine inizialmente previsto al settembre 2016 e, successivamente, portato a 80 miliardi, prorogato a marzo 2017 e successivamente fino a settembre 2018 (*o anche oltre*).

Complessivamente saranno acquistati 1.140 miliardi di titoli di Stato dei 19 paesi dell'area dell'UEM (il 17 per cento dei titoli pubblici in circolazione nell'area). Resta il limite che la quota di debito pubblico acquistato dalla BCE non può superare il 50% del volume complessivo del debito di un singolo paese.

Si è rotto finalmente un tabù della politica monetaria europea, la possibilità di acquistare titoli del debito pubblico dei paesi membri dell'UEM, e la Bce lo ha fatto rispettando lo statuto.



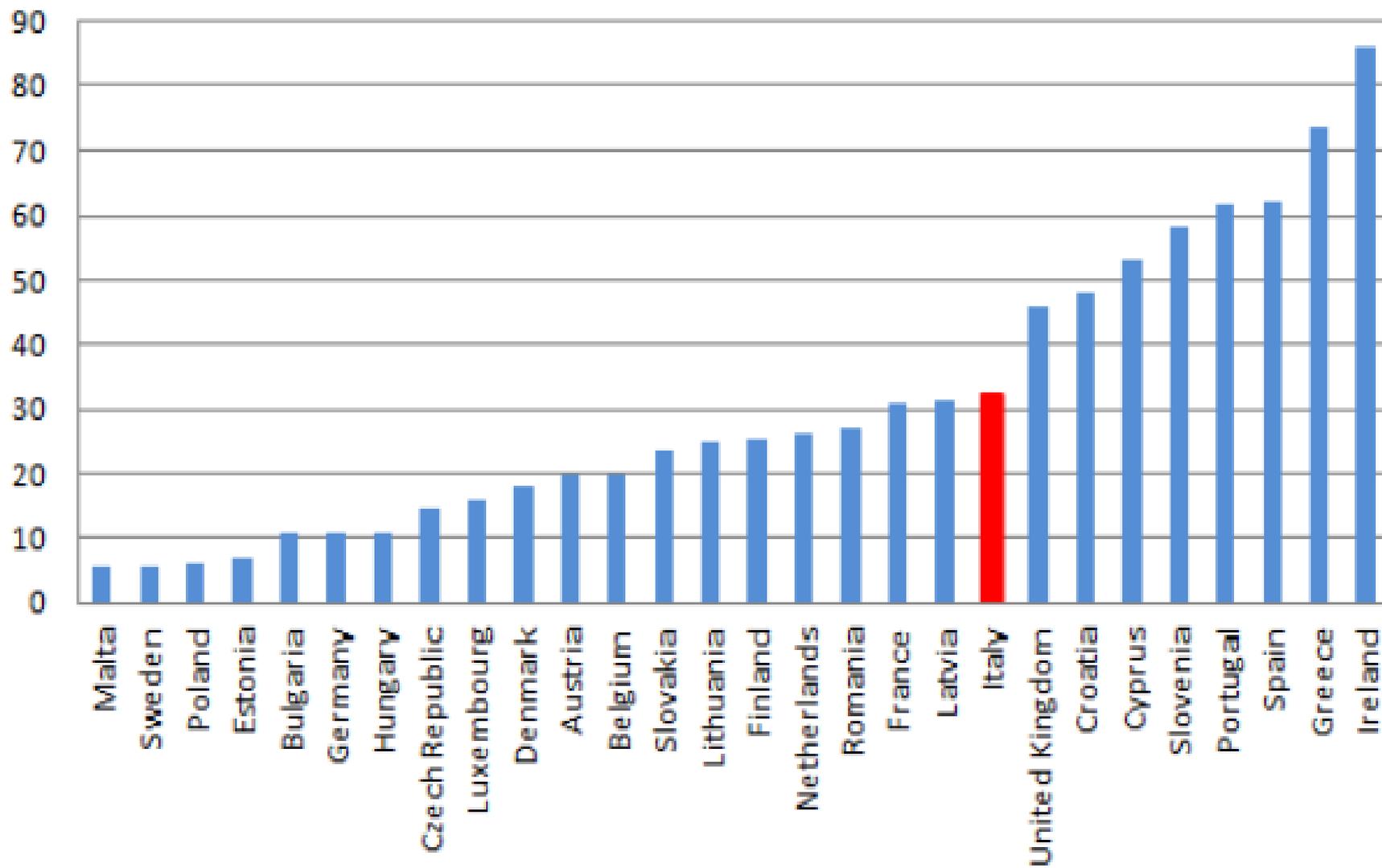
7. La crisi finanziaria e la nuova governance dell'UE (2010-2016)

Le criticità principali dell'Eurozona sono emerse, a seguito della crisi finanziaria ed economica, in relazione all'aggravamento dei deficit dei bilanci pubblici registrato nella gran parte dei paesi membri.

I piani anti-crisi varati dagli Stati, il rincorrersi delle misure fiscali di stimolo all'economia, i rapporti deficit/Pil cresciuti a dismisura, i salvataggi delle banche decotte e gli interventi di sostegno ai sistemi bancari finanziati con denaro pubblico (Bad Banks, ricapitalizzazioni, garanzie statali): tutto questo ha contribuito ad un incremento massiccio delle emissioni di titoli di Stato e, conseguentemente, all'aumento dello stock di debito pubblico.



Incremento del debito/PIL nell'UE-28 dal 2007 al 2014





La crisi finanziaria e la nuova governance dell'UE (2010-2018)

Per superare le difficoltà in cui le economie europee si sono venute a trovare la BCE e le istituzioni comunitarie, così come la gran parte dei paesi avanzati e delle istituzioni internazionali, hanno avviato riforme profonde della *governance* finanziaria, monetaria ed economica dell'UE (alcune già approvate, altre tuttora in corso di attuazione).

A partire dal secondo semestre 2009, i Governi dei paesi membri dell'Ue e le istituzioni comunitarie, si sono attivati per definire una strategia di uscita dalla crisi, con i seguenti obiettivi:

- la *riforma dell'architettura di sorveglianza europea*, sulla base delle proposte formulate dal G20 e dal Comitato de Larosière.

La riforma, diventata operativa nel 2011, ha riguardato l'istituzione di un Comitato europeo per il rischio sistemico (*European Systemic Risk Board, ESRB*), con funzioni di sorveglianza *macroprudenziale*, e l'istituzione di un Sistema europeo di supervisione finanziaria (*European System of Financial Supervision, ESFS*), con funzioni di sorveglianza *microprudenziale*.



La crisi finanziaria e la nuova governance dell'UE (2010-2018)

L'ESFS si avvale per il suo operato dell'ausilio di tre diverse Autorità di Vigilanza Europee istituite per il sistema bancario, mobiliare ed assicurativo (*European Supervisory Authorities, ESA*) e delle autorità di vigilanza nazionali.

- un *piano di salvataggio* per i paesi euro in difficoltà con l'attivazione nel 2010 di un Meccanismo europeo per la stabilità finanziaria (*European Financial Stability Mechanism, EFSM*) con una dotazione di 60 miliardi garantiti dal budget dell'Unione e un Fondo europeo per la stabilità finanziaria (*European Financial Stability Facility EFSF*), sottoscritto da 17 paesi dell'Eurozona e con una dotazione di 440 miliardi con garanzie date dai paesi membri dell'UEM.

Nel 2012, a seguito dell'aggravarsi della situazione di crisi i due fondi sono stati sostituiti dal Fondo europeo di stabilità (*European Stability Mechanism, ESM*), conosciuto anche come Fondo salva Stati, con un capitale di 700 miliardi di euro (di cui 80 effettivamente versati dai paesi membri). Tutti i paesi dell'Eurozona partecipano all'ESM con quote pari alle proprie quote di capitale nella BCE.



La crisi finanziaria e la nuova governance dell'UE (2010-2018)

L'attivazione del Fondo, prevista a partire dal luglio del 2012, è stata ritardata in conseguenza della pronuncia di legittimità del Fondo da parte della Corte Costituzionale della Germania, avvenuto nel settembre del 2012.

L'accesso all'assistenza del Fondo è condizionato alla ratifica da parte degli Stati membri del Trattato sul Fiscal Compact e all'avvio di un programma di aggiustamento macroeconomico concordato con la Commissione, la BCE ed il FMI.

I paesi dell'euro che hanno fatto ricorso ai programmi di assistenza finanziaria dell'UE sono, oltre alla Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna, Cipro. Si tratta di paesi che hanno sofferto la crisi, ma questa ha avuto dinamiche ed impatti diversi da paese a paese.



La crisi finanziaria e la nuova governance dell'UE (2010-2018)

-il coordinamento delle politiche economiche dei paesi membri. L'UE, spinta per quanto accaduto in Grecia ad intervenire per prevenire crisi di insolvenza e possibili rischi di contagio tra sistemi bancari e finanziari fortemente interdipendenti, ha avviato una importante riforma della governance europea mirata a rafforzare la sorveglianza ed il coordinamento delle politiche economiche nell'Eurozona e nell'UE a 28.

Nel corso del 2010-2013, sono state introdotte le seguenti misure:

- un sistema di controllo e coordinamento *ex ante* delle politiche economiche incentrato sul "Semestre europeo" (2010) e sul Patto *Euro Plus* (2011);
- *Six Pack* (5 regolamenti ed una direttiva, dicembre 2011) che prevede il rafforzamento del Patto di stabilità e crescita (PSC) e un nuovo meccanismo di controllo da parte della Commissione sugli squilibri di bilancio e squilibri macroeconomici dei singoli paesi membri;
- procedure più severe di sorveglianza dei deficit eccessivi per i paesi dell'area dell'euro con il *Two Pack* (due regolamenti, 2013)



La crisi finanziaria e la nuova governance dell'UE (2010-2018)

Nel corso del 2013, è entrato in vigore il Trattato intergovernativo sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance dell'UEM, chiamato Patto di Bilancio (*Fiscal Compact*), approvato dal Consiglio europeo nel marzo del 2012 e firmato dai 17 paesi che facevano parte all'epoca dell'Euro (oggi 19) e dai 7 paesi membri non Euro, con l'esclusione della Gran Bretagna e della Repubblica Ceca

Il suo obiettivo è quello di rafforzare quanto già contenuto nel PSC e le procedure correttive previste per deficit eccessivi introdotte successivamente con il *Six-Pack*.

Il Patto è diventato operativo dal primo gennaio 2013 a seguito della sottoscrizione avvenuta da parte di 12 Paesi membri dell'euro.



La crisi finanziaria e la nuova governance dell'UE (2010-2018)

Relativamente al rafforzamento della governance europea le innovazioni principali introdotte hanno riguardato:

- l'istituzione del Semestre europeo, un meccanismo per il coordinamento *ex ante* delle politiche economiche dei paesi membri (*preventive arm*). Ogni anno la Commissione compie un'analisi dettagliata dei programmi di riforma finanziaria, macroeconomica e strutturale dei paesi dell'UE e rivolge a ciascuno di essi delle raccomandazioni per i successivi 12-18 mesi.

A marzo la Commissione pubblica una valutazione economica unica per ciascuno Stato membro. Entro aprile i paesi devono presentare alla Commissione e al Consiglio europeo i programmi nazionali di riforma (PNR) e i piani per il risanamento dei conti pubblici (programmi di stabilità, PdS).

A maggio la Commissione rivolge a ciascun paese una serie di raccomandazioni che costituiscono delle indicazioni strategiche specifiche in settori considerati prioritari per i successivi 12-18 mesi.

Alla fine di giugno-inizio di luglio, il Consiglio Ecofin adotta formalmente le raccomandazioni rivolte ai singoli paesi europei.



La crisi finanziaria e la nuova governance dell'UE (2010-2018)

- Nel marzo del 2011 il Consiglio europeo ha adottato il Patto Euro Plus, a cui hanno aderito anche sei paesi non dell'Eurozona (Bulgaria, Danimarca, Lettonia, Lituania, Polonia e Romania).
- L'obiettivo è quello di rafforzare il coordinamento delle politiche economiche dei paesi membri, in particolare nei settori dell'occupazione, della competitività, della stabilità finanziaria e della sostenibilità delle finanze pubbliche.



La crisi finanziaria e la nuova governance dell'UE (2010-2018)

Quanto al rafforzamento del Patto di Stabilità e Crescita, la riforma entrata in vigore nel dicembre del 2011, nota come *Six-Pack*, prevede un insieme di provvedimenti che puntano a.

- prevenire gli squilibri di bilancio nella zona euro
- correggere i disavanzi eccessivi attraverso l'introduzione di un limite alla dinamica della spesa pubblica
- proporre sanzioni agli Stati membri in caso di deviazioni significative dal percorso di aggiustamento fissato per il conseguimento dei rispettivi obiettivi di medio termine.

Il *Two-Pack* (2013) ha ulteriormente rafforzato la *governance* economica per i paesi dell'area dell'euro estendendo, nel primo regolamento, le procedure per la valutazione dei piani di bilancio nella seconda metà dell'anno.



La crisi finanziaria e la nuova governance dell'UE (2010-2018)

- il rafforzamento delle regole di bilancio definite Patto di Stabilità e Crescita (*corrective arm*) attraverso:
 - un monitoraggio più attento degli squilibri macroeconomici
 - l'introduzione di un maggiore automatismo nelle decisioni del Consiglio (le sanzioni proposte dalla Commissione vengono adottate a meno che il Consiglio le rifiuti sulla base di un voto a maggioranza qualificata)
 - l'introduzione di vincoli alla crescita della spesa (non superiore a quella del Pil potenziale) e per i paesi più indebitati
 - sanzioni più severe per incoraggiare gli stati membri a rispettare il PSC (costituzione di un deposito infruttifero pari allo 0,2% del Pil per i paesi che si discostano dagli obiettivi di medio termine)



La crisi finanziaria e la nuova governance dell'UE (2010-2018)

Nel marzo del 2012 il Consiglio europeo ha approvato il Patto di Bilancio (Fiscal Compact) nell'intento di rafforzare le regole di bilancio sui deficit. Gran Bretagna e Rep. Ceca non hanno firmato l'accordo. Gli impegni assunti sono :

- i Paesi dell'Ue che hanno sottoscritto il patto di bilancio dovranno inserire l'equilibrio dei conti nelle Costituzioni nazionali o in leggi equivalenti
- disciplina di bilancio: riaffermato il raggiungimento del pareggio di bilancio e riduzione del rapporto debito /PIL
- è confermata la soglia del 60% per il rapporto debito/PIL. Per chi ha valori superiori il ritmo di riduzione annuo è pari ad 1/20 per la parte eccedente-
- i nuovi programmi di assistenza finanziaria attraverso l'intervento dell'ESM sono condizionati alla ratifica del nuovo Trattato da parte dei Paesi interessati



La crisi finanziaria e la nuova governance dell'UE (2010-2018)

- il deficit strutturale di bilancio* (*golden rule*), che deve risultare pari all'obiettivo di medio termine specifico per ogni paese, è definito con uno scarto massimo pari allo 0,5% del PIL
- per chi supera la soglia del 3% scattano sanzioni semiautomatiche. La Corte di giustizia Ue potrà imporre sanzioni fino a un massimo dello 0,1% del Pil ai Paesi che non introdurranno l'obbligo del pareggio di bilancio nelle norme nazionali

*Secondo l'articolo 2-*bis* del regolamento (CE) 7 luglio 1997, n. 1466/97 (il c.d. "braccio preventivo" del patto di stabilità e crescita), come modificato dal six-pack, «ciascuno Stato membro ha uno specifico obiettivo a medio termine calcolato sulla base della propria posizione di bilancio. Questi obiettivi di bilancio a medio termine specifici per paese possono divergere dal requisito di un saldo prossimo al pareggio o in attivo, offrendo al tempo stesso un margine di sicurezza rispetto al rapporto tra disavanzo pubblico e PIL del 3%».



La governance europea: necessarie proposte più incisive

L'architettura della nuova governance europea risulta molto più incisiva rispetto al passato e tuttavia, la complessità delle procedure e delle regole attivate con le riforme introdotte a partire dal 2011 attenuano, in parte, il giudizio positivo espresso sulla riforma della governance europea in quanto non sembrano garantire chiarezza e trasparenza nella loro applicazione.

Appare evidente che l'UEM, nonostante la positiva performance della BCE nella gestione della politica monetaria, resta una architettura incompleta perché costruita su una moneta unica, ma non anche su politiche economiche e fiscali comuni.



La governance europea: necessarie proposte più incisive

La riforma della governance economica dell'UEM ha reso l'eurozona più forte e resistente alla crisi, ma ciò non ha impedito che il problema del debito sovrano, in assenza di istituzioni sovranazionali di vigilanza sull'operato delle banche e in conseguenza della frammentazione intervenuta nei mercati finanziari europei, minasse la fiducia nella moneta unica alimentando in tal modo i timori per la sua esistenza.

Per realizzare un'UEM autentica e approfondita, come suggerito anche dalla Commissione (COM 2012), occorrono risposte più efficaci e credibili.



La governance europea: necessarie proposte più incisive

In particolare, due appaiono le strade prioritarie da percorrere per portare a compimento la costruzione dell'UEM: l'Unione bancaria e l'Unione fiscale e di bilancio unico.

L'Unione bancaria è un progetto avviato dall'UE sin dal 2010 per assicurare la stabilità finanziaria della eurozona e per eliminare il legame sorto tra i debiti del settore bancario e i debiti sovrani.

Il progetto, che ha richiesto un lungo periodo di maturazione per arrivare a definirne le caratteristiche principali e che non può considerarsi ancora concluso, consiste in un sistema europeo di vigilanza, istituito nel 2011 con funzioni di vigilanza microprudenziale, che comprende a sua volta l'Autorità bancaria europea (EBA), che ha poteri di vigilanza e regolamentazione sul settore bancario, e le due Autorità istituite per la vigilanza sui mercati finanziari e assicurativi.



La governance europea: necessarie proposte più incisive

La struttura di vigilanza, a seguito del perdurare della crisi finanziaria, è stata ulteriormente rafforzata con l'istituzione di tre pilastri, il Meccanismo di Vigilanza Unico (SSM), diventato operativo solo nell'ottobre del 2014, il Meccanismo Unico di Risoluzione delle Crisi (SRM), non ancora entrato in vigore, e il Fondo Unico di Risoluzione (SRF) che dopo una fase transitoria partita nel gennaio 2015, sarà a regime dal 2025

L'Unione fiscale e il bilancio unico rappresentano, a loro volta, una tappa obbligata per il completamento dell'UEM.

Sono ulteriori strumenti di politica economica necessari per assicurare i mercati sulla coerenza del progetto europeo, per eliminare le divergenze tra i paesi membri nei regimi di tassazione diretta ed indiretta, per uniformare le procedure di controllo e verifica per la lotta all'evasione fiscale, ma anche per assicurare l'attivazione di meccanismi di trasferimento anticiclici a favore delle economie e delle regioni dell'area euro colpite da *shock* asimmetrici o a rischio di fasi



La governance europea: necessarie proposte più incisive

L'assenza di una politica fiscale unica e di un bilancio della zona euro con funzioni di stabilizzazione macroeconomica sono tra le cause che hanno maggiormente influito sulla debolezza dell'UEM.

La costruzione di un bilancio unico è, a sua volta, la risposta all'esigenza di dotare l'area euro di risorse proprie per finanziare politiche di interesse comune (concorrenza, politica industriale, mercato interno, ambiente, ricerca e sviluppo), per effettuare trasferimenti di fondi all'interno dell'area, per favorire una più forte convergenza economica e per sostenere la realizzazione delle riforme strutturali.

Il finanziamento del bilancio unico potrebbe provenire da imposte riscosse a livello nazionale (IVA e IRPEF sulle persone fisiche e sulle società), oppure da una tassa europea ad hoc (la *carbon tax* o imposte europee equivalenti), mentre il controllo politico della governance fiscale potrebbe essere esercitato dai membri del PE eletti dai cittadini dei paesi che aderiscono all'euro e che sono i naturali destinatari delle decisioni assunte in materia fiscale, oltre che i contribuenti del bilancio unico.