



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

L'Unione economica e monetaria: è ora di superare lo stallo

Intervento di Ignazio Visco
Governatore della Banca d'Italia

Seminario OMFIF-Banca d'Italia
"Future of the Euro area"

Roma, 15 novembre 2019

Questo seminario si tiene in un momento difficile per l'Europa. L'onda della crisi finanziaria mondiale e della crisi dei debiti sovrani è passata da tempo, ma la sua eredità velenosa e le tensioni geopolitiche stanno alimentando sfiducia, paure e anche pregiudizi che pensavamo fossero sepolti da tempo. La costruzione europea è a un punto morto nonostante l'estrema necessità di compiere passi avanti in quelle aree fondamentali in cui l'Unione è più forte nel proibire che nel fare.

Benché la moneta unica abbia rappresentato un passo essenziale nel cammino verso l'integrazione europea, l'Unione economica e monetaria rimane una costruzione incompiuta. I suoi architetti lo sapevano, e desideravano e prefiguravano maggiori progressi per il futuro. L'anomalia di una moneta senza Stato era stata messa in evidenza anche prima dell'introduzione dell'euro, così come la solitudine istituzionale della Banca centrale europea (BCE) e i problemi posti dalla mobilità imperfetta dei capitali e del lavoro.

I rischi insiti in questa situazione si sono materializzati con violenza impreveduta durante la crisi dei debiti sovrani. In quell'occasione è stata messa a nudo tutta l'inadeguatezza della governance economica dell'area dell'euro. I tentennamenti nel definire le procedure a sostegno dei paesi in difficoltà hanno alimentato i timori di un collasso dell'euro. Gli spread sui rendimenti dei titoli di Stato si sono ampliati drasticamente, in alcuni casi andando ben oltre il livello giustificabile sulla base delle condizioni economiche e finanziarie dei paesi interessati, rendendo tali condizioni ancora più difficili da governare.

Le proposte di riforma elaborate dopo il culmine della crisi prevedevano il graduale rafforzamento dell'integrazione, prima in ambito finanziario e poi in quello delle finanze pubbliche. Eppure, a distanza di sette anni, i progressi realizzati sono solo parziali. L'unione bancaria è incompleta e non priva di imperfezioni, si stanno ancora ponendo le basi dell'unione dei mercati dei capitali e l'unione di bilancio è stata rinviata a un futuro imprecisato.

Le preoccupazioni per le vulnerabilità finanziarie, pubbliche e private, accumulate durante la crisi e la sfiducia reciproca frenano i progressi. Riduzione e condivisione dei rischi dovrebbero andare di pari passo e rafforzarsi reciprocamente, ma l'incertezza su come procedere, il disaccordo sulla sequenza e sugli effetti degli interventi, le paure di ripercussioni negative bloccano il processo di riforma. Di conseguenza, l'integrazione economica dell'area dell'euro viene ostacolata e l'area stessa rimane esposta a rischi finanziari.

Questa situazione di stallo va sbloccata e vanno create le condizioni per consentire, in futuro, passi avanti che oggi sembrano impossibili. Alla luce di ciò, vorrei condividere con voi alcune riflessioni, in primo luogo su come sono affrontati il rischio sovrano e quelli bancari in Europa e, in secondo luogo, sullo stato dell'unione di bilancio e di quella dei mercati dei capitali.

Rischio sovrano e rischi bancari

La diffusa preoccupazione per i debiti pubblici elevati è giustificata in quanto essi sono una fonte di rischio sistemico. Anche se fondamentalmente solvibili, i paesi fortemente indebitati sono più vulnerabili agli shock di liquidità e a valutazioni negative da parte dei mercati circa l'impegno delle autorità nazionali nel garantire la stabilità finanziaria. Inoltre, dati gli stretti legami economici e finanziari esistenti in un'area valutaria, una crisi del debito sovrano può avere forti ripercussioni sui paesi vicini.

Sta per essere finalizzata la riforma del Trattato sul Meccanismo europeo di stabilità (*European Stability Mechanism, ESM*) volta a rafforzare il ruolo di quest'ultimo nella prevenzione e gestione delle crisi sovrane degli Stati membri dell'area dell'euro. Tale riforma si inserisce fra le iniziative mirate a ridurre l'incertezza circa le modalità e i tempi di una possibile ristrutturazione di un debito pubblico. Chiarire le condizioni e le procedure per la ristrutturazione del debito ridurrà certamente quella parte degli oneri del default di uno Stato sovrano che derivano dall'incertezza sulle modalità e sui tempi della sua soluzione.

Ma questi oneri costituiscono solo una piccola parte del costo dell'insolvenza di uno Stato. Quest'ultima, inoltre, è una questione da gestire con molta prudenza. I benefici contenuti e incerti di un meccanismo per la ristrutturazione del debito (*debt restructuring mechanism*) vanno valutati a fronte del rischio enorme che si correrebbe introducendolo: il semplice annuncio di una tale misura potrebbe innescare una spirale perversa di aspettative di insolvenza, suscettibili di autoavverarsi. Dovremmo tutti tenere a mente le terribili conseguenze che fecero seguito all'annuncio del coinvolgimento del settore privato nella soluzione della crisi greca dopo l'incontro di Deauville alla fine del 2010.

L'importanza di mantenere politiche di bilancio rigorose a livello nazionale non potrà mai essere sottovalutata. Ma ridurre il rapporto tra debito e PIL richiede tempo e c'è il rischio che una crisi, anche se non diretta conseguenza di scelte politiche, possa interrompere il processo. L'Europa dovrebbe cercare soluzioni per sostenere e difendere gli sforzi che devono essere compiuti dagli Stati membri per ridurre il loro debito. Ecco perché è necessaria una forma di assicurazione sovranazionale, ad esempio attraverso la creazione

di un fondo per il rimborso del debito europeo (*European debt redemption fund*), finanziato dai paesi partecipanti con specifiche risorse, impegnate in maniera definitiva.

Tale meccanismo può essere predisposto in modo da impedire trasferimenti sistematici tra paesi, riducendo al contempo il rischio di instabilità finanziaria per l'intera area. L'introduzione di un fondo per il rimborso del debito europeo rafforzerebbe l'impegno dei singoli paesi a ridurre il proprio debito (in quanto il trasferimento di una quota di debito nazionale trasferita al fondo sarebbe accompagnato dall'individuazione irreversibile del flusso di risorse destinato a sostenerne l'onere) e conterrebbe la rilevanza sistemica della parte residua di debito nazionale. Ciò rafforzerebbe la credibilità del divieto di salvataggio finanziario di uno Stato (*no bail-out clause*) e favorirebbe l'applicazione delle regole di bilancio europee.

Nel dibattito accademico e politico, l'introduzione di un meccanismo di ristrutturazione del debito pubblico è spesso collegata a proposte per l'introduzione di requisiti prudenziali che limitino le esposizioni delle banche verso gli Stati. A questo proposito, è importante tenere a mente che il nesso tra banche e debito pubblico non agisce esclusivamente attraverso l'esposizione diretta delle banche: una crisi finanziaria dello Stato colpirebbe le banche anche attraverso l'aumento dei loro costi di provvista (specie in caso di declassamento del rating) e, soprattutto, mediante le ripercussioni sull'economia nel suo complesso. Un forte aumento del rischio di default di uno Stato può innescare rapidamente una spirale recessiva, alimentando tensioni sociali con risultati imprevedibili. Il colpo inferto al sistema bancario sarebbe pesante, indipendentemente dalla sua capitalizzazione ed esposizione diretta. Se si vuole davvero spezzare il legame tra banche e debito sovrano occorre pertanto ridurre il rischio associato alle obbligazioni pubbliche, non solo le consistenze detenute dalle banche.

Il mero trasferimento delle obbligazioni rischiose dal bilancio delle banche a quello di altri settori non ridurrebbe il rischio complessivo. Dato che requisiti prudenziali sulle esposizioni sovrane non sono imposti in nessun'altra giurisdizione, se dovessimo introdurli nell'Unione europea o nell'area dell'euro dovremmo fornire ai mercati finanziari un'attività priva di rischio alternativa, come un Eurobond; il fondo di rimborso del debito che ho citato precedentemente potrebbe essere utilizzato a questo scopo.

La riduzione delle esposizioni delle banche verso gli Stati e quella del rapporto tra i crediti deteriorati e il totale dei prestiti in essere sono spesso considerate un prerequisito per il completamento dell'unione bancaria. Altre importanti fonti di rischio, tuttavia, non sono state sufficientemente prese in considerazione. Le recenti iniziative del Meccanismo di vigilanza unico volte a determinare la migliore gestione delle attività illiquide e opache nei bilanci delle banche intendono rispondere a queste preoccupazioni.

Un problema ancora più grave è stato, ed è tuttora, il disinteresse per le fragilità prodotte dall'incompletezza del quadro di riferimento per la gestione efficace e ordinata delle crisi bancarie. Da un lato, è cresciuto il consenso attorno all'idea di rimandare l'attuazione del meccanismo di sostegno dell'ESM al Fondo di risoluzione unico fino al 2024, a meno che si realizzino ulteriori progressi nel contenimento del rischio, misurato esclusivamente in relazione ai volumi di crediti deteriorati (e all'accumulo di buffer di passività da utilizzare in

caso di crisi). Dall'altro, si accetta una situazione per cui la liquidazione disordinata è l'unico esito possibile in caso di crisi di intermediari di piccole e medie dimensioni che, come la maggior parte delle banche europee, non sono soggetti a risoluzione (anche se, occorre notare, sono tenuti a contribuire al Fondo di risoluzione unico).

Le recenti sollecitazioni della Germania in merito al completamento dell'unione bancaria sono uno sviluppo da accogliere con favore, in quanto dimostrano la volontà di mantenere aperto il dialogo. Tuttavia, omettono di affrontare alcuni dei problemi che ho appena esaminato. I rischi bancari continuano a essere identificati esclusivamente in relazione ai crediti deteriorati e alle esposizioni nei confronti degli Stati. Inoltre, nell'affrontare il tema della revisione del trattamento prudenziale di queste ultime, non si fa menzione alcuna della necessità di introdurre un'attività finanziaria priva di rischio a livello europeo, il che stride particolarmente con i frequenti riferimenti al modello americano, in cui è fondamentale il ruolo di attività sicura svolto dal debito federale.

Adeguatezza della capacità di bilancio e attuazione dell'unione dei mercati dei capitali

Se la gestione dei rischi sovrani e bancari desta preoccupazione, volgere lo sguardo allo stato del dibattito sull'unione di bilancio e sulla realizzazione dell'unione dei mercati dei capitali non sarà di grande conforto. La politica monetaria è stata l'unica linea di difesa contro il rischio di frammentazione finanziaria nell'area dell'euro durante la crisi del debito sovrano e contro i rischi di deflazione emersi negli anni successivi. Il Consiglio direttivo della BCE ha dimostrato di essere pronto a utilizzare tutti gli strumenti disponibili e, se necessario, a introdurne di nuovi per perseguire l'obiettivo di stabilità dei prezzi. La sua azione ha avuto un notevole successo, ma sarebbe risultata ancora più efficace se fosse stata accompagnata da altre politiche economiche.

L'inflazione nell'area dell'euro rimane a livelli ancora troppo contenuti e tali livelli stanno nuovamente spingendo al ribasso le aspettative di inflazione a breve termine. È riemerso il rischio di un disancoraggio delle aspettative a medio e a lungo termine. La risposta del Consiglio direttivo è stata tempestiva, adeguata e proporzionata. Ma ancora una volta osserviamo che, per esprimere al meglio il potenziale espansivo delle misure di politica monetaria, anche altre politiche dovrebbero muovere nella medesima direzione.

Politiche di bilancio a sostegno dell'attività economica nell'area dell'euro possono determinare un ritorno più rapido alla stabilità dei prezzi. Per garantire una crescita più vigorosa e duratura, occorrono riforme che rimuovano ogni ostacolo allo sviluppo, favoriscano l'innovazione e contribuiscano a modernizzare il sistema produttivo. Agendo in modo isolato, la politica monetaria non può fare altro che proseguire lungo il percorso di misure "non convenzionali". Ciò aumenta il rischio di effetti collaterali avversi, che a loro volta devono essere tenuti sotto controllo utilizzando strumenti di natura sempre più amministrativa.

Come ha recentemente ricordato il precedente Presidente della BCE, "l'area dell'euro ha bisogno di una capacità di bilancio di entità e struttura adeguate: sufficientemente ampia

per stabilizzare l'unione monetaria". Non si tratta di un'affermazione sovversiva. La teoria economica e l'esperienza concreta di altre unioni monetarie di successo, in particolare gli Stati Uniti, suggeriscono che l'area dell'euro trarrebbe grandi benefici dalla creazione di una capacità di bilancio a livello sovranazionale. In effetti, un rapporto sui vantaggi offerti da un'unione di bilancio – il rapporto MacDougall – fu pubblicato già nel 1977 per conto della Commissione europea e anche il rapporto Werner del 1970 affronta questo tema. Successivamente, i documenti tecnici allegati al Rapporto Delors del 1989 hanno trattato l'argomento in maniera approfondita.

Il 3 maggio 1998, quando l'Europa stava completando gli ultimi passi prima dell'adozione della moneta unica, Tommaso Padoa-Schioppa scrisse in un articolo sul Corriere della Sera: "l'Unione ha piena competenza microeconomica [...], ma la sua capacità di politica macroeconomica è, salvo che per la moneta, embrionale e sbilanciata: può impedire il male (i deficit eccessivi), ma non può fare il bene (una politica di bilancio propria). [...] Ha dunque ragione non solo chi applaude il passaggio di ieri, ma anche chi ne rileva l'incompiutezza, i rischi, la temerarietà".

Vi sono stati, ciononostante, ben pochi passi avanti per rimediare all'asimmetria tra una politica monetaria unica e molteplici bilanci nazionali, forse per paura di condividere i debiti che potrebbero derivare dalle attività svolte nell'ambito dell'unione di bilancio. Eppure, come ho già osservato, una capacità di bilancio comune può essere strutturata in modo tale da evitare trasferimenti sistematici tra paesi, conciliando così il pieno esercizio della stabilizzazione macroeconomica con l'equilibrio dei conti pubblici in ciascun paese. L'unione di bilancio consentirebbe di attuare politiche coerenti con le condizioni del ciclo economico nei vari Stati membri e nell'area dell'euro nel suo insieme, rapidamente e senza dubbi in merito alla loro legittimità. La moneta unica deve poter interagire con una politica di bilancio unica.

È stato osservato che le politiche di bilancio nazionali potrebbero assorbire l'impatto delle fluttuazioni cicliche negli Stati membri e che i mercati finanziari potrebbero fornire una protezione analoga a quella fornita da un'unione di bilancio. Tuttavia, parte dell'impatto di iniziative individuali può disperdersi oltre i confini nazionali e, nella situazione attuale, in diversi paesi i margini di manovra sono limitati dagli elevati debiti pubblici. Inoltre, i mercati finanziari europei sono lontani dall'essere perfettamente integrati, il che chiaramente limita la loro capacità di assorbire gli shock.

Negli Stati Uniti, in Canada e in altre giurisdizioni federali, una quota significativa delle fluttuazioni del reddito dei singoli Stati è compensata dal sistema di bilancio federale (stime basate su metodi diversi indicano valori medi del 10-15 per cento sia per gli Stati Uniti sia per il Canada). La differenza tra l'area dell'euro e le federazioni vere e proprie in termini di capacità di assorbimento degli shock è ancora maggiore quando guardiamo ai mercati dei capitali.

Il buon funzionamento di un'area valutaria richiede un mercato unico dei capitali che faciliti l'accesso ai finanziamenti per le imprese. Un mercato integrato, inoltre, aiuta ad assorbire gli shock macroeconomici locali, aumenta la solidità del sistema economico

e rafforza la stabilità finanziaria. Ciò contribuirebbe ovviamente anche alla trasmissione efficace e rapida degli effetti delle misure di politica di bilancio e monetaria.

Ma realizzare l'unione dei mercati di capitali è un impegno complesso. Implica un'azione risoluta volta all'armonizzazione delle normative in materia di società, valori mobiliari, procedure fallimentari e fisco, nonché delle procedure di vigilanza. Tale armonizzazione potrebbe iniziare modificando le legislazioni nazionali in materia, concentrandosi su quelle aree che possono produrre gli effetti di portata più generale, ma l'obiettivo finale deve essere quello di giungere a una regolamentazione unica. Soprattutto, un mercato unico dei capitali richiede l'esistenza di un'attività finanziaria comune priva di rischio. Sopperire a questa carenza darebbe sostegno al mercato bancario e a quello dei capitali, creando un prodotto omogeneo di elevata qualità e di dimensioni significative che potrebbe diventare un parametro di riferimento per gli investitori e migliorare l'integrazione finanziaria.

* * *

Non credo mi sarà difficile convincervi dell'assenza di progressi rilevanti nella costruzione europea. In materia economica e finanziaria c'è stato un significativo trasferimento di sovranità, specialmente negli ultimi anni. È infatti illusorio credere che possiamo dirigere il corso dell'economia e della finanza, fenomeni palesemente globali, rimanendo all'interno dei ristretti confini dei singoli paesi europei. La costruzione, tuttavia, è incompleta e sbilanciata. Per la sua stessa sostenibilità è necessario che gli elementi mancanti siano integrati al più presto.

Avanzare facendo compromessi diventa oggi sempre più difficile. La sfiducia porta al disaccordo e, nella ricerca esasperata di rassicurazioni reciproche e guadagni di breve termine, diventa difficile compiere i passi necessari. Unione monetaria, unione bancaria, unione dei mercati dei capitali e anche la prospettiva di una politica di bilancio comune sono tutti obiettivi che, per essere concretamente raggiunti, richiedono un salto di qualità. L'Europa deve rimanere un'ancora di stabilità in un mondo che appare sempre più instabile e imprevedibile dal punto di vista politico.

L'introduzione di un'attività finanziaria priva di rischio nell'area dell'euro è un obiettivo chiaro e immediato. È un'impresa di natura tecnica, ma è anche il denominatore comune delle tre unioni (bancaria, del mercato dei capitali, di bilancio) che devono affiancare l'unione monetaria. Sostituendo parzialmente i titoli di Stato dei singoli paesi, uno strumento di debito europeo potrebbe contribuire a diversificare le esposizioni sovrane degli istituti finanziari. Potrebbe ridurre il rischio di fuga verso attività più sicure da parte degli investitori nei periodi di tensione e consentire al mercato finanziario di assorbire efficacemente gli shock, migliorando in tal modo anche l'efficacia della politica monetaria. Potrebbe essere uno strumento per finanziare stabilizzatori automatici condivisi, nell'ambito di una capacità di bilancio comune.

Come ho già detto, è possibile progettare meccanismi che consentano l'introduzione di un'attività finanziaria sicura dotata delle garanzie necessarie contro il rischio di comportamenti opportunistici. Ma, al di là delle regole, il requisito essenziale per la fattibilità di questa soluzione risiede in un rinnovato e convinto impegno da parte di tutti nel progetto europeo e nella volontà di ricercare soluzioni comuni a problemi comuni.

