

# L'Europa e la sua Banca

Come prima istituzione di “genesi” europea in senso pieno, le fasi di vita della BCE sono andate di pari passo con quelle dell'Unione. Utile ripercorrerle in sintesi sino ad arrivare a oggi perché, innestata su un corpo ancora in costruzione e non scevro da contraddizioni, la BCE sta facendo da termometro delle difficoltà e anche da meccanismo rivelatore delle volontà e dei progetti dei Paesi Membri

---

**D**ifficile a oggi fare previsioni su come si concluderanno gli accordi su MES ed Eurobond. È auspicabile che le trattative non si prolunghino, non diventino un motivo di contrasto quotidiano, per poi doversi chiudere in fretta e in maniera sommaria per il possibile precipitare delle cose (quanto è accaduto in Grecia qualche anno fa). Ma su MES ed Eurobond si torna nei prossimi giorni, in questa o nelle altre collane Reforming. Qui si desidera sottolineare il ruolo che sta svolgendo la Banca Centrale Europea (BCE), in maniera di fatto “silenziosa”, lontana dalle dichiarazioni che politici e tecnici esprimono ad alta frequenza su doveri, rischi, opportunità, presente e futuro dell'Unione Europea. Il dibattito è fisiologico e anche necessario su questi temi così attuali, ma porta con sé controeffetti, potenzialmente anche di difficile reversibilità, se impedisce o rallenta le scelte, se allontana dalla realtà. *Dum Romae consulitur, Saguntum expugnatur.*

## 1. BCE: Le fasi di vita dell'unica istituzione nata unitaria

La BCE è l'unica istituzione europea in senso pieno, ossia di natali europei, creata dallo stesso Trattato di Maastricht (1992) che ha dato avvio all'Unione Europea, con personalità giuridica autonoma nel quadro del diritto internazionale. Le altre istituzioni hanno una natura federale o, più precisamente, confederata. La Commissione Europea, organo esecutivo e di promozione dell'attività legislativa europea, è composta di delegati dagli Stati Membri; il Consiglio Europeo, depositario dell'indirizzo politico, è formato dalle massime cariche esecutive degli Stati Membri; il Consiglio dell'Unione Europea (noto anche come Consiglio dei Ministri Europei) è composto da rappresentanti dei Ministeri, competenti per tematica, inviati dagli Stati Membri; il Parlamento Europeo, eletto per la prima volta nel 1979 con suffragio universale in tutti gli Stati Membri, è senza dubbio istituzione europea in senso pieno, ma per adesso ha sfera di poteri limitata (rispetto a quella dei Parlamenti nazionali), condividendo la funzione di ratifica delle leggi con il Consiglio dell'Unione Europea e lasciando la funzione di iniziativa legislativa alla Commissione Europea.

## 2. Duisenberg e Trichet: L'avvio con prospettive ottimistiche

Come prima istituzione di “genesi” europea in senso pieno, le fasi di vita della BCE sono andate di pari passo con quelle dell'Unione. C'è stata la prima fase di rodaggio dal 1993 al 1998, con la costituzione dell'Istituto Monetario Europeo e la sua graduale evoluzione in BCE. Poi, dal 1998 al 2003, sotto il mandato di Wim Duisenberg, la banca centrale ha avuto vista relativamente tranquilla, impegnativa dal punto di vista della costruzione dell'impalcatura istituzionale e della sostituzione delle divise nazionali, ma sorretta dagli entusiasmi europeisti e dal bilanciamento, che allora sembrava funzionare, tra parità decise per il *change-over*, forza dell'Euro (qualità in tutto simile al Marco Tedesco), “dividendi” da riduzione degli *spread* sul servizio del debito a vantaggio dei Paesi del Sud. Questo “vento di poppa” ha continuato anche nella prima metà del mandato Jean-Claude Trichet, dal 2003 al 2008. Negli ultimi tre anni (sino al 2011), invece, è arrivata in Europa la crisi dei *subprime* americani (il *first dip*). Allora la BCE non è stata chiamata in causa direttamente, anche perché i primi anni di crisi sono stati accompagnati da prezzi crescenti e compito statutario della banca era ed

è quello del mantenimento del *target* del 2 per cento di inflazione. Tuttavia, è allora che ha cominciato a farsi avanti una variegata posizione critica nei confronti dell'Euro e delle regole dell'Eurozona, troppo rigide e sbilanciate sulla conservazione del valore delle ricchezze e poco adatte a stimolare sviluppo soprattutto nei Paesi periferici. All'intero di questo dibattito, ha cominciato a riprendere quota un argomento già controverso (e anche abusato da alcuni ambienti politici) un decennio prima, ossia gli errori nei tassi fissati per i concambi delle valute nazionali nell'Euro.

### 3. Draghi: La doppia crisi 2008-2012 e la difesa dell'Europa

Le difficoltà dell'ultima parte del mandato di Trichet sono state nulla in confronto a quello che aspettava Mario Draghi nei suoi otto anni (dal 2011 al 2019) alla guida della BCE. La continuazione della crisi (col contagio dalla finanza all'economia reale, il *second dip*) ha messo in luce le incompletezze del progetto europeo combinate alle differenze di struttura tra le economie degli Stati Membri.

Una moneta unica equivale a un sistema di cambi fissi adottato una volta per tutte, e questo quadro monetario può funzionare nel tempo, esprimendo i suoi effetti positivi (stabilità, riduzione del rischio, comparabilità dei valori, facilità di circolazione delle persone, etc.), se è complementato da una politica di bilancio che compensi per fasi cicliche differenziate/sfasate tra aree geografiche o per eventi specifici di uno o più Paesi. Se non ci sono queste misure compensative (che si tratti di trasferimenti o altro), l'assenza dello snodo del cambio rischia di diventare un fattore di amplificazione degli *shock* e di loro isteresi, divaricando tra loro le posizioni dei Paesi (i Paese forti o più fortunati diventano sempre più forti, gli altri sempre più subalterni). Questa è l'incompletezza più evidente dell'Area Euro sin dalla nascita. Un bilancio europeo, dotato di sufficienti "munizioni", avrebbe potuto svolgere una funzione anti-crisi in maniera più credibile ed efficace che non i singoli Paesi separati e scoordinati. Ed è questa infatti la richiesta che oggi avanzano i Paesi periferici (Italia, Portogallo, Spagna<sup>1</sup>), ma anche altri sinora meno bisognosi di supporto (come la Francia): un concreto passo avanti verso un bilancio comune, anche attraverso l'emissione di Eurobond, per finanziare misure di rilancio delle economie dei *Partner* (e quindi di tutt'Europa) con un fronte comune, superando alla radice tutte le difficoltà di accesso ai mercati dei capitali e di attacchi speculativi che può incontrare il singolo Paese quando si muove isolato.

Quando Draghi prese il timone, queste richieste erano già chiare e, nel tempo, si sono approfondite e rese più pressanti di par passo col prolungarsi delle difficoltà dei Paesi del Sud. Erano già chiare, tuttavia, anche le ragioni del dissenso, l'altra costante dell'Unione da che è nata. La Germania e gli altri Paesi del blocco del Nord<sup>2</sup> nutrono da sempre timori che un bilancio comune, con o senza l'emissione di titoli di debito europei, si traduca in flussi di risorse permanentemente assorbite dal blocco del Sud, a sostegno "assistenzialistico" delle loro economie meno competitive e indebitate. E non si può negare ci sia del vero in questi timori, perché i processi di riforma dei Paesi periferici non sono stati sempre lineari e continui.

Questo scetticismo ha finito per coinvolgere anche la politica monetaria quando essa ha assunto caratteristiche straordinarie come con il *quantitative easing* reiterato nel tempo e l'OMT ("*Outright Monetary Transactions*"). Gli sforzi della BCE di tenere sotto controllo gli *spread* e di evitare problemi di liquidità sia alle finanze pubbliche sia alle banche e ai mercati finanziari<sup>3</sup>, continuati durante tutti gli otto anni di Draghi, non sono stati esenti da critiche (anche interne alla stessa BCE). Iniezioni di liquidità di quelle proporzioni finiscono con l'assumere molti dei connotati micro, macroeconomici e redistribuivi dei trasferimenti, perché effettuati in una moneta comune il cui valore è sostenuto dalle economie di tutti Paesi dell'Unione e che ha potere di acquisto al di fuori dei singoli Paesi. Un Euro iniettato dalla BCE in Italia ha potere di acquisto, in termini di

---

<sup>1</sup> La Grecia, già al centro delle precedenti crisi e destinataria degli aiuti dell'EFSM e del MES, con le relative condizionalità di accesso, resta adesso più defilata.

<sup>2</sup> L'Olanda è il Paese che adesso appare più schierato su posizioni rigoriste, anche più della stessa Germania che, per il peso che ha nell'orientamento del dibattito, resta meno esplicita.

<sup>3</sup> Le misure straordinarie si sono spinte anche alla possibilità di acquisti di titoli azionari o obbligazionari emessi da imprese.

paniere di beni prodotti in Germania (per fare un esempio), identico all'Euro già nelle disponibilità di un cittadino residente in Germania<sup>4</sup>. La politica monetaria durante il mandato di Draghi è stata essenziale per la sopravvivenza dell'Area Euro, ma si è dovuta spingere ai limiti del mandato istituzionale della BCE (il "*whatever it takes*") proprio per sopperire all'assenza di una politica di bilancio comune dotata di sufficienti risorse.

Il fronte, nel contempo geografico all'interno dell'Europa e di punti di vista economico-finanziari, ha nascosto con ogni probabilità atteggiamenti anche di tipo strategico tra Paesi che, pur facendo parte di una Unione, continuano per molti versi a rimanere in competizione tra loro come fossero sciolti e separati. L'avversione della Germania e del blocco del Nord a politiche di sostegno per il Sud derivava anche dall'obiettivo di mantenere la posizione di centralità e forza che le loro economie si sono ritagliate nell'attuale configurazione internazionale. Obiettivo che avrebbe potuto essere in qualche misura rimesso in discussione se le economie degli altri *Partner* (Italia e Spagna in particolare, i maggiori del blocco del Sud, con la Francia in posizione intermedia) fossero uscite dalle condizioni di sofferenza per imboccare robusti sentieri di rinnovamento e crescita. Obiettivo, soprattutto, ritenuto evidentemente prioritario rispetto ai rischi di perdere mercati di sbocco importanti per le esportazioni (il commercio *intra* Unione si è radicato nel tempo, resistendo bene anche ai cambiamenti della globalizzazione<sup>5</sup>) o di esser coinvolti in contagi finanziari originati da situazioni di instabilità o fallimento nel Sud; e prioritario rispetto agli orizzonti di crescita e benessere che si aprirebbero davanti a una Unione finalmente completa e ben funzionante.

Prima si detto che c'è del vero nei sospetti con cui i Paesi più forti guardano all'utilizzo che i periferici potrebbero fare delle risorse di un bilancio comune; adesso si deve riconoscere che c'è del vero nelle strategie "egocentriche" e miopi con cui i Paesi *core* tentano di mantenere posizioni dominanti nell'immediato.

#### 4. Lagarde: l'urgenza di fare tutto il necessario

Si giunge quindi al capitolo corrente, il fresco mandato di Christine Lagarde che ha preso sulle sue spalle l'impegnativo lasciato di Draghi. Sarebbe stato impegnativo in ogni caso, anche se non fosse sopravvenuta la crisi globale da Covid19; lo è a maggior ragione adesso che le previsioni dei PIL nazionali del 2020 portano segni pesantemente negativi per tutti, in alcuni casi anche a ridosso della doppia cifra, con cali che da queste parti non si erano mai più visti dalla fine del secondo conflitto mondiale. A questo *third dip* l'Europa continua ad arrivare ancora impreparata e divisa. Le differenze rispetto al precedente mandato sono fondamentalmente due: l'entità della crisi dal lato dell'offerta e della domanda, che tra l'altro continua la serie delle turbolenze iniziata nel 2008; e la rapidità con cui è necessario prendere decisioni per evitare conseguenze peggiori. Queste due differenze determinano una identità sostanziale nelle scelte, ossia una politica monetaria fortemente espansiva e interventista senza soluzione di continuità rispetto agli anni precedenti. Dopo qualche esitazione, con cui ci ha forse ricordato la anormalità della situazione e le responsabilità della politica<sup>6</sup>, anche Lagarde ha sfoderato il suo "*whatever it takes*", prima annunciando importi crescenti dei programmi di acquisto di titoli sui mercati, poi, solo qualche giorno fa, nella riunione virtuale di primavera del Fondo Monetario Internazionale, dichiarando che la BCE è pronta a continuare negli acquisti e ad aggiustare la loro composizione per tutti gli importi che saranno necessari e per tutto il tempo necessario. Non potrebbe che essere così in questo frangente e per più ragioni interagenti tra loro e che qui si riepilogano in sintesi.

Per adesso non c'è accordo né su MES né su Eurobond. Dovesse pure sopravvenire un accordo *in extremis*, le risorse di cui c'è bisogno per il contrasto della crisi (ammortizzatori sociali, prestazioni sanitarie, credito alle

---

<sup>4</sup> Non a caso, molti osservatori hanno parlato di un quasi annullamento delle differenze tra politica monetaria e politica fiscale, nel corso degli ultimi anni.

<sup>5</sup> Era uno degli obiettivi dell'unificazione dell'adozione dell'Euro.

<sup>6</sup> Ci si riferisce alle prime dichiarazioni rilasciate da Christine Lagarde ("Non è compito della BCE la continua riduzione degli *spread*...") che hanno mandato in agitazione i mercati. A quei livelli non si commettono errori così grossolani. È stato, più o meno volontariamente, inviato un messaggio, per fare toccare con mano che cosa succederebbe se la BCE smettesse di svolgere gli interventi straordinari di immissione di liquidità che la vedono protagonista ormai da un decennio (le operazioni di mercato aperto per creazione di base monetaria, come si sarebbe detto una volta).

famiglie e alle imprese, sostegno della domanda aggregata, continuazione delle opere infrastrutturali evitando chiusura dei cantieri, etc.) sono di importo talmente elevato che non potrebbero essere fornite solo da un bilancio comune il giorno dopo i suoi natali, anche avvalendosi di risorse raccolte emettendo titoli comuni<sup>7</sup>. Quest'ultimo punto è tanto più vero se si riflette che siamo di fronte a uno *shock* simmetrico che ha colpito più o meno tutti e di fronte al quale tutti, chi più chi meno, si troverebbero nelle condizioni per utilizzare il bilancio comune o il canale dei titoli a emissione comune. Una considerazione speculare può essere fatta per l'accesso diretto ai mercati dei capitali da parte dei singoli Paesi, cui faranno ricorso più o meno tutti (compresa la Germania, compresi i Paesi *extra* Euro ed *extra* Europa, compresa la BEI che poi canalizza le risorse sui suoi programmi di investimento), con il risultato che l'offerta di risparmio privato potrebbe non essere sufficiente e richiedere anche premi per il rischio elevati e con *spread* a carico dei "periferici". Laddove l'emissione di debito nazionale trovasse accoglienza positiva sui mercati (aiutata anche dalla sospensione dei vincoli di Maastricht all'indebitamento annuale), ci si deve inoltre porre anzitempo il problema di aumenti significativi degli *stock* dei debiti pubblici classati sui mercati che andranno gestiti e serviti per lungo tempo dopo la crisi. Si sarà capaci di convivervi? L'esperienza degli ultimi venti anni non depone a favore. Per l'Italia, per fare un esempio, il debito pubblico potrebbe superare il 150-160 per cento del PIL. Che succederebbe a quelle "altitudini"?

Tutte queste considerazioni lasciano capire come mai non si possa prescindere dal sostegno monetario, confidando in massicci acquisti di titoli da parte della BCE e che la BCE possa conservare *sine die* nella sua cassaforte, al riparo da evoluzioni dei mercati e per orientare le aspettative dei mercati verso situazioni di solvibilità e stabilità. Si tratta di una quasi monetizzazione dei debiti, che in effetti è già all'opera da tempo sottotraccia, e che nel nuovo mandato troverà continuazione, resa possibile anche dall'inflazione per adesso bassa (al di sotto del *target*) e dalla rimozione delle proporzioni che sinora gli acquisti da parte della BCE hanno dovuto rispettare per Paese emittente (o, più in generale, per nazionalità dell'emittente). Se sta funzionando il "pronto soccorso" dell'Europa ma non può rimanere elusa la domanda finale: e dopo? Si adotta la sceneggiatura de "La Casa di Carta", la serie tv che sta spopolando su Netflix?

## 5. Conclusioni: E dopo?

La BCE, con la quasi monetizzazione<sup>8</sup> dei debiti senza prefissati limiti di importo e durata, tocca l'apice di quello che può fare. La prima e per adesso unica istituzione dai natali integralmente europei, più volte criticata per il suo ruolo di tutore della stabilità e di richiamo alle responsabilità dei debiti, sta facendo di tutto per salvare l'Area Euro, se stessa come tassello dell'Area Euro, l'Europa i cui destini non sono scindibili da quelli dei Paesi a moneta comune. Forse andrebbe letta come una metafora: l'unica parte dell'Unione che è stata resa operativa in tutte le sue funzioni (la BCE) ha, adesso, le armi migliori per affrontare i problemi dell'Unione; se il progetto fosse stato completato, la capacità di risposta alla crisi sarebbe stata sicuramente più forte. Ciò detto, per non vanificare gli sforzi profusi e tutto il percorso storico di costruzione dell'Europa, che parte da lontano e ha attraversato tutto il Novecento, bisogna mettersi d'accordo su come uscire dalla straordinarietà in maniera collaborativa e coordinata, in maniera unitaria. I titoli che la BCE sta adesso ammassando nella sua cassaforte possono diventare o il feticcio della discordia<sup>9</sup>, oppure la culla del futuro bilancio dell'Unione Europea, non a caso nel ventre dell'unica istituzione unitaria nata con il Trattato di Maastricht. La prima soluzione ricorda mestamente qualcosa che l'Europa ha già vissuto alla fine della Prima Guerra Mondiale, quando la gestione dei debiti di riparazione e di ricostruzione fu tra le concause della Seconda Guerra, con un'onda lunga arrivata addirittura sino a noi (le ultime *tranche* sono state estinte negli anni Novanta). La seconda soluzione è quella che apre le porte del futuro, ed è per questo che, pur limitato e sperimentale, non bisogna abbandonare il tavolo dei lavori del MES e degli Eurobond, mentre la BCE ci guadagna tempo.

<sup>7</sup> È presumibile che, semmai arriverà il via libera agli Eurobond, le prime emissioni saranno di importi relativamente contenute, in via sperimentale ed esplorativa. Difficile immaginare un ricorso massivo e rapido allo strumento.

<sup>8</sup> Si premette il "quasi" perché la soluzione di monetizzazione integrale implicherebbe l'acquisto di titoli e il loro immediato stralcio. Sarebbe un sovvertimento macroscopico di ogni regola, soprattutto perché effettuato su scala continentale.

<sup>9</sup> Chi ne ha beneficiato di più in assoluto?, chi ne ha beneficiato di più in percentuale del PIL?, chi li riassorbe adesso?, in quali proporzioni e con quali tempi?.