

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

OSSERVATORIO MONETARIO

3/2016

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo Gemelli, 1
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Monte di Pietà, 7 – Tel. 62.755.1
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano – Milano, Piazza Meda n. 2/4 – c/c n. 40625



Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 3/2016

Autori del presente rapporto sono: Marco Lossani (Introduzione), Alberto Banfi e Fiorenzo Di Pasquali (cap. 1), Alberto Banfi e Francesca Pampurini (cap. 2), Paola Subacchi (cap. 3), Angelo Baglioni (cap. 4), Paolo Manasse e Giulio Trigilia (cap. 5), Andrea Boitani e Rony Hamaui (cap. 6).

Direzione e coordinamento: Marco Lossani. Segreteria: Barbara Caprara.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al 6 dicembre 2016.

Laboratorio di Analisi Monetaria:

Via Necchi, 5 - 20123 Milano - tel. 02-7234.2487; lab.monetario@unicatt.it; www.assbb.it

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo A. Gemelli, 1

Segreteria: presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Monte di Pietà, 7 – tel. 02-6275.5252



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

Proff. M. LOSSANI (Direttore), A. BAGLIONI, A. BANFI, D. DELLI GATTI
P. GIARDA, P. RANCI, G. VACIAGO, G. VERGA



INDICE

SINTESI	pag. I
INTRODUZIONE	pag. 1
1. ALCUNI ASPETTI SIGNIFICATIVI DELL'OPERATIVITA' DELLA BCE NELL'ULTIMO BIENNIO	pag. 3
1. Le dimensioni del bilancio della BCE e delle sue principali voci	4
2. Il diverso ruolo delle operazioni di mercato aperto	6
3. L'evoluzione quantitativa delle diverse configurazioni dell'aggregato "liquidità"	9
4. L'evoluzione del portafoglio titoli della BCE	11
5. Le operazioni di politica monetaria del periodo e gli effetti sulle emissioni di titoli e sul credito bancario	14
6. Conclusioni	15
2. L'EFFICIENZA DEGLI INTERMEDIARI SOTTOPOSTI ALLA VIGILANZA EUROPEA	20
1. Il modello di valutazione adottato	20
2. La definizione delle variabili di input e output e la descrizione del campione	23
3. Risultati	25
4. Conclusioni	29
3. BREXIT: MA QUALE BREXIT? SCELTE MULTIPLE PER IL GOVERNO INGLESE	31
1. La Gran Bretagna e l'Europa: da sempre un rapporto difficile	31
2. David Cameron tra euroscettici e Europa	32
3. Verso il referendum	33
4. "Brexit vuole dire Brexit"	35
5. Quale post-Brexit? Le possibili scelte per il governo	37
6. Il modello norvegese e l'Area economica europea	38
7. I rapporti con l'Organizzazione mondiale del commercio	39
8. Rafforzare i rapporti bilaterali	40
9. Conclusione: Brexitnomics	42
4. BREXIT E PASSAPORTO FINANZIARIO: QUALI SCENARI?	45
1. Il passaporto finanziario nella Unione Europea	46
2. Brexit: gli scenari	47
3. UK fuori dalla EEA: le prospettive per i singoli settori	49
5. BREXIT ED IL RISCHIO DI DEFAULT SOVRANO	52
1. Salti e volatilità	53
2. Vulnerabilità e aspettative ex-ante	54
3. Ottimismo e pessimismo Ex-Post	56
4. Conclusioni	58

6. LA BREXIT TRA POPULISMO E RITARDI DELL'UNIONE EUROPEA	59
1. Populismo ed Europa	59
2. Caratteri specifici del voto per Brexit	67
3. I "difetti" dell'Europa Unita	71
4. Conclusioni	73

SINTESI

Questo numero di Osservatorio Monetario è suddiviso in due parti. La prima è dedicata a due approfondimenti riguardanti l'Eurozona, che riprendono temi già trattati in precedenti numeri di Osservatorio Monetario. La seconda parte è invece focalizzata sulla valutazione di alcuni aspetti del Brexit.

Il primo capitolo prende in esame l'andamento della politica monetaria nell'Eurozona nel corso degli ultimi due anni. Inizialmente viene presa in considerazione l'evoluzione dell'attivo e del passivo del bilancio della BCE e delle voci relative ai fattori autonomi, alle riserve bancarie e alle operazioni di politica monetaria. In seguito, viene analizzato il mutato ruolo delle operazioni di politica monetaria e l'evoluzione quantitativa delle diverse configurazioni della liquidità. Successivamente vengono delineate le principali linee di tendenza della composizione del portafoglio titoli detenuto dalla BCE per finalità di politica monetaria. L'analisi mostra come le operazioni di politica monetaria abbiano consentito di accrescere considerevolmente le dimensioni del bilancio della Banca Centrale, mediante un significativo ridimensionamento del ricorso alle Operazioni temporanee (ampiamente prevalenti sino all'avvio della crisi in corso) a vantaggio di un accentuato ricorso alle Operazioni definitive di acquisto di titoli. La forte espansione delle operazioni definitive in un contesto di condizioni del credito non espansive, ha indotto la BCE ad accrescere l'attività di mediazione all'interno del sistema bancario dell'Eurozona, così come emerge dal particolare andamento degli aggregati di liquidità che in alcune loro configurazioni (liquidità lorda e liquidità lorda più operazioni di assorbimento), in rapporto all'attivo di bilancio hanno assunto

valori mai raggiunti in precedenza. Analogamente è accaduto per la crescita del portafoglio titoli che se pur articolato su quattro programmi attivi ha visto prevalere quello incentrato sugli acquisti di titoli pubblici.

Il secondo capitolo è dedicato alla valutazione dell'efficienza degli intermediari sottoposti alla vigilanza diretta da parte della Banca Centrale Europea utilizzando un approccio parametrico (denominato *Stochastic Frontier Analysis*, SFA). I risultati ottenuti mostrano come le banche considerate abbiano in corso, ormai da anni, un processo di ottimizzazione delle politiche gestionali volto a recuperare redditività. Attualmente il livello di efficienza delle più grandi banche del sistema europeo si attesta attorno ad una soglia del 83-84%, frutto di un continuo e costante miglioramento che ha caratterizzato l'ultimo decennio, sia dal punto di vista del contenimento dei costi, sia dal punto di vista dell'aumento dei profitti.

L'analisi ha inoltre consentito di identificare i driver che hanno guidato tale processo. I risultati mostrano che le dimensioni assunte dalle banche hanno avuto un ruolo fondamentale in quanto le banche più grandi (in termini di *total asset*) sono risultate anche le più efficienti. Questo risultato propone interessanti spunti di riflessione per future indagini orientate a valutare le economie di scala del settore del credito. Un altro fattore che ha mostrato un impatto positivo sul raggiungimento di elevati livelli di efficienza è l'atteggiamento prudenziale nei confronti del rischio: il livello di capitale regolamentare detenuto da ciascuna banca e il grado di copertura dei prestiti sono entrambi fattori che evidenziano un legame positivo e particolarmente significativo con il grado di efficienza.

Il terzo capitolo offre una sintesi degli oltre 40 anni di rapporto conflittuale tra Regno Unito e istituzioni comunitarie sfociati nel processo referendario che lo scorso 24 Giugno ha sancito il successo dei sostenitori del Brexit. Dopo aver esaminato le diverse tappe di una difficile coesistenza – spesso contrassegnata dal cosiddetto ‘eccezionalismo’ inglese (l’idea che esistano condizioni storiche, istituzionali e culturali che fanno del Regno Unito un paese a sé stante rispetto ai paesi della cosiddetta Europa continentale) – il contributo esplora le opzioni che il governo inglese dovrà considerare una volta deciso quale approccio seguire, se *hard Brexit* o *soft Brexit*.

Al momento non è ancora chiaro come il governo intenda muoversi e se occorrerà l’approvazione del parlamento per procedere con Brexit. Ciò che al momento risulta evidente è che nei prossimi anni Londra e Bruxelles saranno ancora legate a doppio filo, entrambe impegnate a districare rapporti istituzionali, commerciali e finanziari, e un impianto legislativo costruito negli anni per promuovere l’integrazione economica europea e il mercato unico. A questa impresa di grande complessità, per la quale non esiste alcuna guida o formato, dovrà fare seguito la definizione di nuovi rapporti commerciali. Anche nell’ipotesi che prevalga l’appoggio *soft Brexit* ci si attende comunque una minore apertura commerciale e una minore integrazione economica tra Regno Unito e UE con effetti di lungo periodo non trascurabili per entrambe le parti.

L’analisi del quarto capitolo è incentrata su una serie di valutazioni riguardanti le conseguenze del Brexit sul futuro della piazza finanziaria di Londra. Nel caso di una *Hard Brexit*, le banche (inglesi e internazionali) con sede a Londra perderebbero il “passaporto finanziario”, cioè la

possibilità di prestare servizi negli altri paesi europei grazie alla autorizzazione ottenuta nel Regno Unito. Ciò potrebbe comportare un trasferimento di attività da Londra ad altre piazze finanziarie appartenenti alla UE, al fine di continuare ad usufruire del passaporto finanziario grazie alla presenza, con una propria sede legale, in un altro paese della UE. In mancanza di una sede legale nella UE, infatti, la possibilità di fornire servizi negli altri paesi europei sarebbe condizionata ad una serie di autorizzazioni da parte delle autorità dei singoli paesi. Al contrario, in caso di “*Soft Brexit*” – corrispondente allo scenario in cui il Regno Unito benchè al di fuori della UE aderirebbe alla EEA – gli intermediari con sede a Londra continuerebbero a usufruire del passaporto finanziario. Tuttavia, per accedere al mercato unico il Regno Unito dovrà accettare le regolamentazioni di settore stabilite dagli organi di governo della UE, senza la possibilità di contribuire alla definizione di quelle stesse regole. Nel capitolo si valuta nel concreto la possibilità di una “fuga dalla City” nel caso di “*Hard Brexit*”. Due elementi potrebbe frenare l’esodo massiccio degli intermediari dalla piazza londinese: il costo del trasferimento e l’effetto di rete, cioè il vantaggio che ogni intermediario riceve dalla presenza nella stessa piazza finanziaria di un elevato numero di altri intermediari.

Infine, nel quinto capitolo vengono stimate – mediante analisi econometrica – le aspettative di mercato delle conseguenze di Brexit sulla solvibilità di alcuni stati sovrani dell’Unione Europea. Estraendo informazioni dall’andamento dei prezzi dei contratti Sovereign CDS (contratti di assicurazione contro l’insolvenza degli Stati) in prossimità della data del Referendum britannico – è

possibile verificare come il mercato abbia modificato il proprio giudizio nei confronti del possibile impatto di Brexit. Mediante l'esercizio svolto è stato infatti possibile inferire quali paesi – prima del referendum – fossero considerati più fragili rispetto ad una possibile vittoria del Leave. Inoltre, mediante lo stesso esercizio è stato possibile verificare se queste aspettative siano state confermate dall'andamento dopo l'esito del voto. Il risultato ottenuto è interessante. L'analisi sui prezzi dei Soveign CDS antecedenti l'esito referendario mostra come il mercato scontasse maggiori difficoltà – innescate dal voto favorevole a Leave – per i paesi PI(G)S. Confrontando le previsioni ex-ante con l'andamento dei prezzi immediatamente dopo il voto, è possibile anche affermare che il mercato abbia peccato di un eccesso di “pessimismo” rispetto a questi stessi paesi, anticipando un peggioramento degli spread addirittura superiore a quello che poi si è verificato. Al contrario, il mercato ha sbagliato in senso di eccessivo “ottimismo” per Irlanda e Regno Unito stesso, prevedendo aumenti degli spread inferiori a quelli osservati. Un fatto che documenta il permanere di un senso di diffidenza dei mercati nei confronti dei paesi dell'Europa meridionale.

TROPPIA INCERTEZZA (POLITICA, NON SOLO ECONOMICA)♦

Nel giudizio del Fondo Monetario Internazionale la congiuntura internazionale rimane – per l’ennesima volta nel corso degli ultimi trimestri – “sottotono”. Nonostante la normalizzazione della crescita cinese e il (relativo) miglioramento registrato dai fondamentali di numerose economie emergenti e in via di sviluppo, lo scenario internazionale è ancora dominato da diverse zone d’ombra. Permangono pressioni deflazionistiche – per lo più all’interno dell’Eurozona – mentre le politiche economiche rimangono incerte, soprattutto in conseguenza di una confusa situazione politica.

Dopo l’elezione di Donald Trump alla Presidenza degli USA, le reazioni dei mercati non si sono fatte attendere. La retorica protezionistica – utilizzata da Trump nel corso della campagna elettorale – ha prodotto conseguenze immediate sia sulle piazze finanziarie delle economie avanzate che di quelle del mondo emergente. In particolare, sono andate in sofferenza queste ultime in conseguenza dei potenziali maggiori effetti negativi innescati dalla realizzazione di uno scenario neo-protezionista. E’ emblematico in questo senso il caso del Messico la cui valuta ha conosciuto un sostanziale deprezzamento, innescato dai timori di una revoca del NAFTA – accompagnata dalla introduzione di una tariffa sulle importazioni USA dal Messico del 35% (ciò che è si è presto configurata come opzione “Trumpit”) unito a un severo controllo sui flussi migratori.

Peralto anche all’interno dell’Unione Europea lo scenario politico è lungi dall’essere chiaro ed è sempre più dominato da diverse linee di frattura,

corrispondenti ai diversi problemi (migrazioni, banche, debito, riforme, etc.) che da tempo stanno

interessando il vecchio continente. Tra queste linee di frattura sta di nuovo prendendo vigore quella – all’interno dell’Eurozona – sostenuta dalle critiche all’Asset Purchase Program (APP) avviato dalla BCE nel Marzo 2015 ed esteso a partire dall’Aprile 2016. Secondo i critici (tedeschi) più radicali, il Programma – che ha già comportato l’acquisto di titoli del debito sovrano pari al 13% del PIL dell’Eurozona – sarebbe destinato a raddoppiare in meno di due anni la quantità di titoli del debito pubblico attualmente in possesso della BCE, mantenendo i tassi sulle scadenze più lunghe su livelli ritenuti troppo bassi. Ne discenderebbero effetti fortemente negativi sia per la stabilità del sistema finanziario dell’Eurozona, che per il tenore di vita di molti risparmiatori (come le famiglie tedesche) penalizzati da tassi di interesse nulli, che per gli stimoli impartiti ai (già difficili) processi di riforma. Il contrasto tra i paesi critici dell’APP e quelli che invece lo sostengono è destinato – in assenza di un chiaro e deciso ritorno alla crescita nell’Eurozona – a esacerbarsi con il trascorrere del tempo e a produrre effetti negativi anche in altri ambiti dell’attività comunitaria.

Come se ciò non bastasse l’incertezza politica ha trovato ulteriore alimento nella sempre più intricata vicenda del Brexit. La sentenza dell’Alta Corte dello scorso 3 Novembre ha – se possibile – reso ancora più incerto lo scenario relativo alle modalità di uscita del Regno Unito dall’Unione Europea. Se la sentenza dell’Alta Corte venisse confermata dal pronunciamento della Corte Suprema, il Governo inglese dovrebbe necessariamente ottenere un voto favorevole dal Parlamento per poter far scattare la procedura di

♦ A cura di Marco Lossani



secessione dalla UE (attivando l'articolo 50 del Trattato di Lisbona). Un esito che al momento appare tutt'altro che scontato visto e considerato che nel Parlamento rimane ancora una maggioranza (apparentemente composta da 480 dei 650 membri votanti) a favore del Remain. La nuova ondata di incertezza generata dalla decisione dell'Alta Corte ha spinto diversi esponenti del mondo politico britannico a richiedere esplicitamente al Primo Ministro di anticipare la votazione alla Camera dei Comuni ben prima di qualsiasi pronunciamento espresso dalla Corte Suprema, contribuendo in tal modo ad alimentare la "confusione istituzionale". Nel frattempo, le prime dichiarazioni rese da Michel Barnier (responsabile UE del negoziato per la Brexit) hanno lasciato intendere che la Unione Europea sta predisponendo un rendiconto delle residue voci di spesa/debito da imputare al quasi-ex partner comunitario. Le prime stime indicano in 40/60mld.di Euro il corrispettivo che il Regno Unito dovrà versare alla Unione Europea una volta formalizzata la separazione. Il divorzio innescato dal Brexit si preannuncia foriero non solo di molta incertezza ma anche di costi notevoli, per tutti.



1. ALCUNI ASPETTI SIGNIFICATIVI DELL'OPERATIVITA' DELLA BCE NELL'ULTIMO BIENNIO[♦]

Introduzione

Nel mese di ottobre del 2014, il Consiglio Direttivo della Banca Centrale Europea (BCE) manifestava l'aspettativa che il bilancio dell'Eurosistema, ossia il bilancio consolidato della Banca Centrale Europea e delle Banche centrali nazionali dei 19 paesi che hanno adottato l'euro, potesse tornare a crescere così da "evolvere verso i livelli osservati agli inizi del 2012"¹ al fine di poter perseguire più efficacemente l'obiettivo di un tasso di inflazione prossimo, seppur inferiore, al 2% che il Trattato sul funzionamento dell'Unione europea affida alla BCE².

Il 19 settembre 2014 il totale di attivo/passivo del bilancio della BCE³ aveva raggiunto 1.988 mld. €, il valore più basso dal luglio 2011. All'epoca, il tasso sulle operazioni di *policy* era fissato (dal 10 di quello stesso mese) allo 0,05 % (al -0,20% il tasso sulla *deposit facility* e allo 0,30% il tasso sul rifinanziamento marginale); l'inflazione sui 12 mesi misurata sull'IAPC era pari allo 0,3%, il credito accordato a soggetti residenti nell'area

dell'euro via prestiti e titoli ammontava a 16.070 mld. €⁴ e il tasso di cambio verso il dollaro era pari a 1,292 nella media del mese.

A due anni dall'annuncio, l'obiettivo di accrescere le dimensioni del bilancio è stato raggiunto. Al 30 settembre 2016 esso ammontava infatti a 3.438 mld. € (il valore più alto mai raggiunto) ed è facile prevedere una sua ulteriore crescita. Nel frattempo, il tasso sulle operazioni di *policy* dal 16 marzo 2016 era stato portato allo 0% (a -0,40% il tasso sulla *deposit facility* e allo 0,25% quello sul rifinanziamento marginale), l'inflazione sui 12 mesi misurata sull'IAPC era pari allo 0,2%, a fine luglio il credito ai residenti nell'area dell'euro assommava a 17.056 mld.€⁵ e il tasso di cambio verso il dollaro aveva raggiunto 1,121 nella media del mese di agosto.

Per realizzare l'obiettivo, dato l'andamento negativo del contesto economico che ha contraddistinto il biennio, la BCE ha fatto ricorso a ripetute riduzioni dei tassi di *policy* (fino a raggiungere valori mai toccati prima), all'introduzione di nuove *misure non convenzionali a carattere temporaneo* nonché a modifiche delle caratteristiche di alcune tra quelle già assunte. Secondo la BCE ne emerge un insieme di interventi coordinati tra loro, una sorta di "pacchetto" di operazioni complementari, coerente con le "indicazioni prospettiche" (*forward guidance*). A tale riguardo, in Appendice sono stati riepilogati cronologicamente i principali provvedimenti assunti nel periodo dal Consiglio Direttivo.

Di certo tra l'inizio e la fine del periodo considerato si è assistito ad un profondo ridisegno del quadro operativo della BCE, che in questo lavoro viene sinteticamente ricostruito attraverso

[♦] A cura di Alberto Banfi e Fiorenzo Di Pasquali.

¹ Cfr. Banca Centrale Europea, *Bollettino mensile*, n. 11, novembre 2014, p. 5 e *Rapporto Annuale 2014*, pag. 44.

² Va evidenziato che, come affermato dalla stessa BCE, "...le dimensioni del bilancio dell'Eurosistema non costituiscono un obiettivo della politica monetaria. La gestione attiva del bilancio è piuttosto uno degli strumenti utilizzati dalla BCE nel perseguimento del mandato di preservare la stabilità dei prezzi, una volta raggiunta la soglia minima dei tassi di interesse nominali a brevissimo termine". Cfr. Banca Centrale Europea, *Rapporto Annuale 2014*, pag. 56.

³ In proposito, da qui in avanti con il termine di bilancio si intende il prospetto denominato *Weekly Financial Statement* che la BCE pubblica sul proprio sito internet ogni mercoledì con riferimento ai valori osservati il venerdì precedente.

⁴ Cfr. Banca Centrale Europea, *Bollettino Economico*, n. 1, 2015, pag. S16.

⁵ Cfr. Banca Centrale Europea, *Bollettino Economico*, n. 6, 2016, pag. S20.



l'esame della Situazione contabile dell'Eurosistema (o *Weekly Financial Statement*). Inizialmente verranno prese in considerazione l'evoluzione dell'attivo/passivo del bilancio e delle voci relative ai Fattori Autonomi, alle Riserve bancarie e alle Operazioni di politica monetaria (OPM) (paragrafo 1); successivamente con riguardo alle OPM, verrà esaminato il mutato ruolo di quelle tra esse riconducibili allo strumentario ordinario e di quelle configurabili come *misure non convenzionali a carattere temporaneo* (paragrafo 2); si porrà poi l'attenzione sull'evoluzione quantitativa delle diverse configurazioni dell'aggregato "liquidità" (paragrafo 3); si delineeranno quindi le principali linee di tendenza della composizione del portafoglio titoli detenuto dalla BCE per finalità di politica monetaria (paragrafo 4); da ultimo, si svolgeranno alcune riflessioni sull'impatto dell'operatività della BCE nell'ultimo biennio con riferimento all'evoluzione delle emissioni di strumenti finanziari (in particolar modo di quelli oggetto dei programmi di riacquisto) e all'evoluzione del credito erogato dal sistema bancario dell'area dell'euro (paragrafo 5). Le analisi qui condotte si riferiscono a due periodi: dall'11 aprile al 6 giugno 2014 e dal 5 agosto al 30 settembre 2016. Si tratta di due periodi, ciascuno della durata di 9 settimane individuati al fine di livellare eventuali andamenti anomali dei valori rilevati. Il primo periodo rappresenta il contesto corrente alla vigilia dell'assunzione della prima parte delle misure (annunciate il 5 giugno 2014) che, a detta della BCE, rappresentano un *unicum* che –nell'ambito di questo lavoro - si protrae sino al mese di settembre 2016. Ovviamente, il secondo periodo si riferisce alla disponibilità più recente di osservazioni.

1. Le dimensioni del bilancio della BCE e delle sue principali voci

Come rilevabile dalla TAB. 1, i valori medi del bilancio dell'Eurosistema osservati nel periodo 11 aprile - 6 giugno 2014 confrontati con i valori medi osservati nel periodo 5 agosto - 30 settembre 2016 mostrano una crescita consistente dell'attivo/passivo, passato da 2.179 a 3.348 mld. € (+ 53,6%). Da un primo sommario esame, ma anche date le premesse, emerge che tale crescita non poteva che essere stata determinata dal maggior ruolo assunto dalle Operazioni di politica monetaria (OPM) condotte dalla BCE.

In un contesto ordinario è agevole osservare come le OPM siano dirette a coprire il fabbisogno di liquidità originato dal saldo dei Fattori autonomi (FF.AA⁶, presenti sia all'attivo che al passivo) più le Riserve o "disponibilità delle istituzioni creditizie sui conti correnti"⁷.

Nel periodo in esame, le OPM sono passate dal 40% al 56,8% dell'attivo del bilancio della BCE contro una contemporanea riduzione del peso dei FF.AA. (dal 60% al 43,2%); sul lato del passivo, FF.AA. e Riserve bancarie (RB) insieme, sono passati dal 92,2% all'89,1% e, contemporaneamente, le OPM di assorbimento della liquidità sono cresciute dal 7,8% al 10,9%. Ai fini del presente lavoro va però fin da subito evidenziato il ruolo differente rispetto al passato assunto dalle Riserve. Infatti, tenuto conto che esse sono composte dalla Riserva obbligatoria (ROB) e dalle Riserve libere (RL) (denominate anche Riserve in eccesso) il cui ruolo è stato storicamente insignificante, attestandosi su valori mai superiori all'1-4% dell'ammontare della ROB, va evidenziato come il peso delle Riserve

⁶ I FF.AA. sono quelle voci del bilancio della BCE che hanno un impatto sul saldo dei conti degli enti creditizi ma non sono sotto il controllo diretto della BCE sulla liquidità.

⁷ Cfr. European Central Bank, *The monetary policy of the ECB*, 2011, Tav. 4.3, pag. 112.



libere si sia accresciuto al punto da rappresentare un multiplo della ROB stessa a partire dal luglio 2012, allorquando sono stati azzerati sia il tasso della loro remunerazione sia il tasso di *policy*

corrispondente (ossia il tasso sui Depositi *overnight* presso la BCE). E' divenuto così irrilevante per le banche dell'area dell'euro

TAB. 1 - Situazione contabile stilizzata dell'Eurosistema: valori medi di periodo

		11/4-6/6/2014		5/8-30/9/2016				11/4-6/6/2014		5/8-30/9/2016	
ATTIVO	mld.€	%	mld.€	%	PASSIVO	mld.€	%	mld.€	%		
FATTORI AUTONOMI	1.307	60,0	1.448	43,2	FATTORI AUTONOMI	1.817	83,4	2.225	66,5		
					<i>di cui Circolante</i>	950	43,6	1.096	32,7		
					RISERVE BANCARIE	192	8,8	757	22,6		
					<i>di cui Riserva obbligatoria</i>	104	4,8	116	3,5		
					<i>Riserve libere</i>	88	4,0	641	19,1		
OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA	872	40,0	1.900	56,8	OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA	170	7,8	366	10,9		
TOTALE ATTIVO	2.179	100,0	3.348	100,0	TOTALE PASSIVO	2.179	100,0	3.348	100,0		

Fonte: ns. rielaborazioni da Banca Centrale Europea, *Weekly Financial Statement*.

detenere fondi liquidi nell'una o nell'altra veste (irrilevanza che perdura anche alla luce dei successivi paralleli passaggi in negativo dei relativi tassi di remunerazione).

Tenuto conto di ciò, si ritiene qui possibile riconsiderare le RL come se si trattasse di un'ulteriore componente (seppur sotto altra denominazione) delle OPM di assorbimento in quanto le loro dimensioni dipendono dai comportamenti della BCE, in ordine al tasso di remunerazione e alla liquidità (illimitata) che essa fornisce e, conseguentemente, non ne sono

indipendenti come invece accade per il saldo dell'aggregato FF.AA. e per la ROB⁸.

Ciò appare evidente nella TAB. 1, dalla quale emerge che il peso delle OPM di assorbimento, tra l'inizio e la fine del periodo esaminato in questo lavoro, è cresciuto in misura contenuta (dal 7,8% al 10,9% del passivo), ma, se sommato alle RL, è passato dall'11,8% al 30% del passivo (il

⁸ In proposito, si veda la Tavola che ricorrentemente la BCE pubblica sul *Bollettino Economico* nella quale sono ricostruite le principali voci relative alla "Situazione di liquidità dell'Eurosistema". Per tutti, cfr. Banca Centrale Europea, *Bollettino economico*, n. 8, 2015, Riquadro 1, pag. 36.



10,9% per le le OPM più il 19,1% per le RL) a motivo della riallocazione di queste ultime.

2. Il diverso ruolo delle operazioni di mercato aperto

La BCE può offrire nuova liquidità al sistema bancario dell'area dell'euro attraverso *Operazioni di mercato aperto* (OMA) per due vie: proponendo operazioni di finanziamento temporanee collateralizzate, che in quanto tali comportano la restituzione delle somme inizialmente erogate dalla Banca; oppure ponendo in essere le cosiddette *Operazioni definitive*, realizzate con l'acquisto di titoli di debito sui mercati, che non comportano la restituzione delle somme erogate.

Le operazioni temporanee, a loro volta, assumono la veste di finanziamenti al sistema bancario riconducibili: a) alle *Operazioni di rifinanziamento principali* (ORP), caratterizzate per la loro ricorrenza a cadenza settimanale e per la medesima durata; b) alle *Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine* (ORLT), offerte con le medesime modalità, che nei fatti hanno avuto durata compresa tra un mese e tre anni (in tale ultimo caso assumendo a pieno titolo la veste di *misure non convenzionali a carattere temporaneo*)⁹.

All'inizio del periodo qui considerato era diffusa la percezione che il sistema bancario rifiutasse la liquidità erogata attraverso le due ORLT triennali attivate tra fine 2011 e inizio 2012: le banche si erano infatti avvalse ampiamente della facoltà di procedere al rimborso anticipato di parte o tutto il finanziamento ricevuto al momento del lancio di quelle operazioni. Come noto, l'esigenza di far giungere al settore reale dell'Eurozona (in specie

⁹ La BCE può porre in essere anche *Operazioni di regolazione puntuale* (o di *fine tuning*) e *Operazioni strutturali temporanee*; ad esse tuttavia ha fatto ricorso solo in rarissime occasioni.

alle piccole e medie imprese) gli effetti di una politica monetaria che doveva essere quanto più accomodante possibile, ha indotto la BCE ad introdurre una nuova tipologia di operazioni a più lungo termine, caratterizzata oltre che da una durata maggiore rispetto alle precedenti (4 anni anziché 3), anche da un vincolo di destinazione a carico delle banche, da cui la denominazione di *Operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine* (OMRLT). L'effetto netto di tali operazioni (rientranti anch'esse nelle *misure non convenzionali*) sulla liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro è stato nei fatti modesto¹⁰. Tra il 24 settembre 2014 e il 20 dicembre 2015 è stato attuato il programma composto da 6 OMRLT, a fronte delle quali sono stati richiesti complessivamente 425 mld. € lordi, con un impatto contenuto sulle consistenze di operazioni di mercato aperto "temporanee"; se si considera l'entità dei rimborsi di precedenti operazioni temporanee in essere (ORP comprese), tale impatto è risultato di soli 22 mld.€¹¹. Non va comunque dimenticato che il 19 settembre 2014 si è registrato il valore minimo delle consistenze

¹⁰ Su di esso hanno fortemente influito i rimborsi delle ORLT triennali (peraltro in corso da tempo) in vista della sostituzione con le "nuove e più convenienti" OMRLT. Ciò è altresì avvenuto in coincidenza con il valore minimo toccato dal bilancio dell'Eurosistema alla medesima data (1.988 mld. €). Il 26 settembre 2016 è stata realizzata la prima OMRLT che ha fatto registrare richieste per 82,6 mld. a fronte dei quali sono stati attivati rimborsi anticipati delle precedenti ORLT a tre anni e di ORP per complessivi 35,3 mld.€ con effetto di creazione di liquidità netta per "soli" 47,3 mld.€

¹¹ Infatti, il 26 settembre 2014 erano in essere ORP per 90 mld.€ e ORLT più OMRLT per 430 mld. € per un totale di 520 mld. € di operazioni temporanee; il 25 dicembre 2015 (ossia alla chiusura del programma OMRLT) erano in essere ORP per 73 mld.€ e OMRLT per 469 mld.€ per complessivi 542 mld.€ con una differenza positiva tra l'inizio e la fine del programma di 22 mld.€ Cfr. Banca Centrale Europea, *Weekly Financial Statement* alle date richiamate.



delle operazioni temporanee del periodo qui in considerazione: 472 mld. € di cui 106 mld.€ riferibili alle ORP e 366 mld. € riferibili alle ORLT.

Le vicende successive, determinate dalla discesa dell'inflazione e dall'incertezza sull'efficacia delle OMRLT, hanno indotto la BCE a rendere marginalmente più vantaggiose per le controparti le condizioni di accesso alle OMRLT facenti parte del programma originario non ancora realizzato¹².

Non solo, a marzo 2016 la BCE ha riproposto l'opportunità di rifinanziamento a lungo termine alle banche dell'area con un nuovo programma di 4 operazioni (denominato OMRLT II) da condurre a cadenza trimestrale, nuovamente caratterizzate da condizioni più favorevoli per le controparti aderenti (si veda l'Appendice).

Con le prime due di tali operazioni svolte sino ad ora (a fine giugno e a fine settembre 2016) sono stati erogati 444 mld. € lordi di liquidità, ma soli 66 mld.€ netti¹³, ancora una volta a motivo dei consistenti rimborsi di OMRLT precedenti come già accaduto nel 2014¹⁴.

¹² La BCE ha spiegato alcuni aspetti che hanno caratterizzato le OMRLT nel corso del 2015: "... la partecipazione alle OMRLT è diminuita, essendo queste operazioni divenute meno appetibili per varie ragioni. In primo luogo, il calo dei tassi di mercato, riconducibile all'accresciuta liquidità in eccesso e alle attese per un ulteriore allentamento monetario da parte della BCE, ha ridotto l'incentivo legato al prezzo per le banche; inoltre, dato che tutte le OMRLT giungono a scadenza nello stesso giorno del 2018, ogni nuova OMRLT ha una scadenza più breve rispetto alla precedente. In secondo luogo, le banche, per cui il prezzo avrebbe potuto essere ancora appetibile avevano già mutuato notevoli importi con le OMRLT e desideravano prima farne uso. In terzo luogo, il settore bancario non ha sperimentato le serie difficoltà di reperimento fondi che avevano reso appetibili le precedenti OMRLT". Cfr. Banca Centrale Europea, *Rapporto 2015*, 2015, pag. 57.

¹³ Cfr. Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, n. 4, 2016, pag. 13.

¹⁴ Cfr. il grafico riportato in Banca Centrale Europea, *Rapporto 2015*, 2015, pag. 58

La TAB. 2 riepiloga l'impatto sul bilancio della BCE delle *Operazioni temporanee* mediamente in essere nei periodi indagati: il loro valore complessivo (ORP, ORLT e OMRLT) è ampiamente diminuito (da 652 a 529 mld. €) con una incidenza sul totale di bilancio che è scesa dal 29,9% al 15,8%, ancorché sia solo di poco diminuito il valore delle operazioni a più a lungo termine (ORLT e OMRLT) sceso da 515 a 487 mld. € (sebbene con una diminuzione dal 23,6% al 14,6% dell'incidenza sul totale di bilancio).

Al tempo stesso, dall'autunno 2014, la BCE ha avviato seppur timidamente il ricorso ad operazioni definitive in titoli di debito ricomprese nell'*Asset Purchase Programme* (APP), inizialmente limitato ad acquisti di *covered bonds* (*Covered Bond Purchase Programme*, CBPP3) e di titoli cartolarizzati (*Asset Backed Securities Purchase Programme*, ABSPP).

Con il ricorso alle operazioni definitive si è compiuto un passaggio qualitativo importante nella conduzione della politica monetaria ad opera della BCE: il loro avvio segna infatti il riconoscimento della difficoltà, se non dell'impossibilità, una volta esauriti o quasi gli spazi di manovra sui tassi, di far giungere al sistema bancario la liquidità ritenuta necessaria in assenza di significativa domanda di finanziamento ad opera delle controparti stesse, e al medesimo tempo si è reso palese il severo limite alla praticabilità in un simile contesto delle operazioni temporanee.



TAB. 2 - Ruolo delle Operazioni di politica monetaria sul bilancio dell'Eurosistema: valori medi di periodo

		11/4-6/6/2014		5/8-30/9/2016				11/4-6/6/2014		5/8-30/9/2016		
ATTIVO					PASSIVO							
	mld.€	%	mld.€	%		mld.€	%	mld.€	%		mld.€	%
FATTORI AUTONOMI	1.307	60,0	1.448	43,2	FATTORI AUTONOMI	1.817	83,4	2.225	66,5			
					RISERVE BANCARIE	192	8,8	757	22,6			
OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA	872	40,0	1.900	56,8	OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA	170	7,8	366	10,9			
OPERAZIONI DI MERCATO APERTO	872	40,0	1.900	56,8	OPERAZIONI DI MERCATO APERTO	140 -	6,4	-	-			
<u>Operazioni temporanee</u>	<u>652</u>	<u>29,9</u>	<u>529</u>	<u>15,8</u>	<u>Depositi a tempo determinato</u>	140	6,4	-	-			
<i>di cui: ORP</i>	<i>137</i>	<i>6,3</i>	<i>42</i>	<i>1,2</i>								
<i>ORLT + OMRLT</i>	<i>515</i>	<i>23,6</i>	<i>487</i>	<i>14,6</i>								
<u>Operazioni definitive</u>	<u>220</u>	<u>10,1</u>	<u>1.371</u>	<u>41,0</u>								
OPERAZIONI SU INIZIATIVA DELLE CONTROPARTI					OPERAZIONI SU INIZIATIVA DELLE CONTROPARTI							
<u>Rifinanziamento marginale</u>	-	-	-	-	<u>Depositi Overnight</u>	30	1,4	<u>366</u>	<u>10,9</u>			
TOTALE ATTIVO	2.179	100,0	3.348	100,0	TOTALE PASSIVO	2.179	100,0	3.348	100,0			

Fonte: ns. rielaborazioni da Banca Centrale Europea, *Weekly Financial Statement*.

Si può ritenere che la BCE, pur continuando a proporre operazioni temporanee a più lungo termine (verso le quali forse si nutrivano motivi di fiducia decrescenti¹⁵), abbia ritenuto indispensabile

¹⁵ Nell'ambito dell'indagine trimestrale del credito bancario (*Bank Lending Survey*), secondo quanto segnalato dalle banche italiane relativamente all'impatto delle OMRLT II sulle condizioni creditizie, è stato evidenziato che "... la liquidità ottenuta è stata utilizzata in larga parte per sostituire altre operazioni di finanziamento con l'Eurosistema e per sostenere il credito alle imprese nonché, in misura minore, per sostituire altro debito in scadenza". Cfr. Banca d'Italia, *Bollettino economico*, n. 4, 2016, pag. 37.

attivare il programma di acquisto di titoli per potersi riappropriare dell'iniziativa sulla creazione di liquidità in misura adeguata a raggiungere l'obiettivo di crescita del bilancio nei tempi ritenuti più opportuni attraverso il dosaggio degli acquisti mensili.

L'impatto delle operazioni definitive sul bilancio della BCE è divenuto significativo e chiaramente visibile in tutta la sua portata a partire dal marzo 2015, quando il programma APP è stato ampliato con l'avvio al suo interno del *Public Sector Purchase Programme* (PSPP), comprendente *in primis* gli acquisti definitivi di titoli pubblici, nel



limite complessivo di 60 mld. € al mese almeno sino a settembre 2016, successivamente ampliato ad 80 mld. € al mese almeno sino a marzo 2017. Concludendo, dalla TAB. 2 appare evidente il peso assunto dalle *Operazioni definitive* e il loro impatto sulle dimensioni del bilancio dell'Eurosistema: tra il 5 agosto e il 30 settembre 2016 esse sono arrivate a rappresentare il 41% dell'attivo di bilancio, contro il precedente 10,1%, e la loro crescita (da 220 mld.€ a 1.371 mld. € rispetto ai valori osservati nel periodo 11 aprile - 6 giugno 2014) ha determinato pressoché per intero la crescita da 2.179 mld. € a 3.348 mld. € dell'entità complessiva del bilancio dell'Eurosistema.

3. L'evoluzione quantitativa delle diverse configurazioni dell'aggregato "liquidità"

Il ruolo di mediazione proprio dell'Eurosistema richiede che la sua azione non possa limitarsi alla semplice messa a disposizione delle controparti della sola liquidità indispensabile a fronteggiare il fabbisogno originato dall'aggregato composto dai Fattori Autonomi e dalla Riserva obbligatoria. Nella realtà non sono state rare, dall'inizio della crisi, le situazioni che hanno richiesto alla BCE anche di compiere scelte in apparente contrasto tra loro¹⁶ portandola a svolgere opera di mediazione (quasi del tutto assente negli anni tra il 1999 e il 2007) tra esigenze contrastanti dei sistemi bancari dei paesi dell'area dell'euro che ha determinato una dilatazione della sua operatività e quindi del suo bilancio.

Per fare emergere le dimensioni degli interventi che costituiscono il tratto caratteristico dell'azione

svolta dalla BCE in questi anni di crisi è necessario ricostruire brevemente le dinamiche della liquidità messa a disposizione del sistema bancario dell'euro attraverso l'esame di alcuni aggregati rappresentativi di varie configurazioni di liquidità:

- a) *Fabbisogno aggregato di liquidità*, pari al saldo dei Fattori Autonomi più la Riserva obbligatoria;
- b) *Liquidità lorda*, intesa come la sommatoria delle OPM di finanziamento (ossia OMA e Rifiinanziamento marginale);
- c) *Liquidità assorbita*, intesa come la sommatoria delle OPM di assorbimento (ossia OMA e depositi *overnight* presso la BCE);
- d) *Liquidità netta*, pari alla differenza tra Liquidità lorda e Liquidità assorbita;
- e) *Liquidità in eccesso*, ossia la Liquidità assorbita più le Riserve libere (per le ragioni motivate nel paragrafo 1).

Dai dati riportati nella TAB. 3 si può osservare la notevole azione di mediazione svolta dalla BCE e dalle Banche centrali nazionali (BCN) nei due periodi considerati. Infatti, nel corso del periodo 11 aprile-6 giugno 2014, a fronte di un *Fabbisogno aggregato di liquidità* di 613 mld. € è stata creata *Liquidità lorda* per 871 mld. € che ha originato *Liquidità in eccesso* per 258 mld. € (ossia il 42,1% di liquidità in più rispetto al fabbisogno); ben maggiore è stata invece l'entità degli interventi osservati nel periodo 5 agosto - 30 settembre 2016: a fronte di un *Fabbisogno aggregato di liquidità* salito a 893 mld. € (ossia il 45,7% in più rispetto al periodo precedente), la *Liquidità lorda* creata attraverso OMA temporanee e definitive è ammontata a 1.900 mld. € con l'effetto di determinare *Liquidità in eccesso* per complessivi 1.007 mld. € (ossia il 112,8% in più rispetto al fabbisogno).

¹⁶ Come allorquando, a fronte dei primi programmi di acquisti di titoli bancari e pubblici –si vedano le note (21) e (22)- la BCE ne ha sterilizzato gli effetti sino a giugno 2014, con OMA di segno opposto in veste di *Depositi a tempo determinato*

**TAB. 3 - Evoluzione degli aggregati di Liquidità: valori medi di periodo**

	11/4- 6/6 2014	5/8 – 30/9 2016
<u>Calcolo della Liquidità in eccesso</u>		
	<i>mld. €</i>	<i>mld. €</i>
Fabbisogno aggregato di liquidità	- 613	- 893
Liquidità lorda	+ 871	+ 1.900
	-----	-----
<u>Liquidità in eccesso</u>	<u>258</u>	<u>1.007</u>
<u>Composizione della Liquidità in eccesso</u>		
	<i>mld. € (%)</i>	<i>mld. € (%)</i>
Liquidità in eccesso	258 (100,0)	1.007 (100,0)
<i>di cui</i> Depositi a tempo determinato	140 (54,3)	
Depositi overnight	30 (11,6)	366 (35,8)
Riserve libere	88 (34,1)	641 (63,6)

Fonte: ns. rielaborazioni da Banca Centrale Europea, *Weekly Financial Statement*.

Sempre dalla TAB. 3 è possibile evidenziare la composizione della *Liquidità in eccesso* venutasi a determinare nei periodi indagati. Nel primo periodo essa è stata in parte depositata presso la stessa BCE attraverso: a) OMA nella veste di *Depositi a tempo determinato* (per 140 mld. €) finalizzati a sterilizzare i programmi di acquisto di titoli avviati dal maggio 2009; b) *Operazioni su iniziativa delle controparti* (OIC) nella veste di *Depositi overnight* (per 30 mld. €). La parte rimanente (per 88 mld. €) è confluita sui conti correnti che, in veste di *Riserve libere*, le controparti intrattengono con la BCE (attraverso le rispettive Banche centrali nazionali)¹⁷. Nel secondo periodo, dove – come visto - la *Liquidità in eccesso* è più che raddoppiata rispetto a quella creata nel precedente periodo, essa è stata depositata per 366 mld. € sui *Depositi overnight*

presso la BCE e per 641 mld. € è andata ad alimentare le *Riserve libere*.

Se si raffrontano prima le dimensioni della *Liquidità lorda* messa a disposizione del mercato e poi le dimensioni della stessa *Liquidità lorda* aumentata delle operazioni di assorbimento (rappresentate dai *Depositi overnight* e dalle *Riserve libere*) rapportandole al totale di bilancio, si ottengono delle misure complessive della crescente opera di mediazione compiuta dall'Eurosistema per innalzare le dimensioni complessive del proprio bilancio, per mantenere condizioni accomodanti di liquidità e per perseguire l'obiettivo di mantenimento di un tasso di inflazione inferiore, ancorché prossimo, al 2%. Nei periodi considerati la *Liquidità lorda* è cresciuta da 871 a 1.900 mld. € con un'incidenza sull'attivo/passivo di bilancio dell'Eurosistema passata dal 40% al 56,7%, venendo così a configurare i valori più alti di sempre. L'aggregato *Liquidità lorda* aumentato delle operazioni di assorbimento è cresciuto in modo estremamente significativo passando dai 1.129

¹⁷ Beninteso, questo non significa che le controparti che hanno richiesto o ottenuto la liquidità attraverso operazioni temporanee o per effetto degli acquisti definitivi, siano necessariamente le medesime che hanno fatto ricorso alle operazioni *overnight* o che hanno ridepositato i fondi ricevuti sul conto corrente intrattenuto con le rispettive banche centrali nazionali.



mld. € del primo periodo¹⁸ ai 2.907 mld. € del secondo¹⁹, con un'incidenza sull'attivo/passivo di bilancio della BCE che è passata dal 51,8% all'86,8%, ancora una volta i valori più alti di sempre.

4. L'evoluzione del portafoglio titoli della BCE

Il bilancio della BCE riporta alla voce *Titoli detenuti ai fini della politica monetaria* le consistenze di strumenti di debito che hanno formato oggetto di acquisti attraverso Operazioni di mercato aperto (qui individuate anche come *Operazioni definitive in titoli*), realizzate direttamente dalla BCE e dalle banche centrali nazionali.

Tali operazioni definitive presentano innanzitutto un grado notevole di duttilità in ordine a modi e tempi di realizzazione degli interventi di politica monetaria, visto che la liquidità immessa nel mercato dalla BCE attraverso l'acquisto di titoli di debito ha una scadenza corrispondente alla durata residua dei titoli stessi. In secondo luogo, tali tipologie di operazioni hanno effetti sulla liquidità complessiva dell'Eurosistema che dipendono unicamente dalla volontà della BCE di realizzarle e non anche – come nel caso delle operazioni temporanee – dalla volontà delle controparti di accedere ai finanziamenti offerti.

La voce *Titoli detenuti ai fini della politica monetaria* compare nel *Weekly Financial Statement* per la prima volta solo a partire dal 10 luglio 2009²⁰, quando sono state realizzate le

¹⁸ Composti per 871 mld.€ da Liquidità lorda, per 170 mld.€ da operazioni di assorbimento e per 88 mld. € da Riserve libere.

¹⁹ Composti per 1.900 mld.€ da Liquidità lorda, per 366 mld.€ da operazioni di assorbimento e per 641 mld. € da Riserve libere.

²⁰ Prima di allora la voce non risultava presente mentre lo erano, seppur in assenza di valori perché non attivate, le voci relative ad *Operazioni temporanee di regolazione puntuale (fine tuning)* e ad *Operazioni*

prime di tali operazioni; tuttavia, il peso di questa voce sul bilancio complessivo della BCE si è manifestato in tutta la sua rilevanza solo a partire dal marzo 2015 allorquando è stato dato avvio agli acquisti di titoli pubblici, in specie di titoli di Stato di tutti i Paesi dell'area (ad eccezione di quelli della Grecia). Infatti, come rilevabile dalla TAB. 4, a fronte di consistenze medie di titoli in portafoglio per 220 mld. € nel periodo 11 aprile – 6 giugno 2014, nel periodo 5 agosto – 30 settembre 2016 tali consistenze ammontavano a 1.371 mld. € venendo così a rappresentare (con il 41% dell'attivo) la voce più significativa del bilancio della BCE, ben superiore anche al Circolante (che a quell'epoca ammontava a 1.096 mld. €). La TAB. 4 evidenzia altresì le consistenze medie in relazione alla tempistica di avvio dei 7 programmi di acquisto di titoli sino ad ora realizzati, distinguendoli tra programmi meno recenti (3 posti in essere tra il maggio 2009 e agosto 2012) e programmi più recenti (4 programmi lanciati tra ottobre 2014 e giugno 2016). I tre programmi meno recenti - chiusi da tempo e destinati ad estinguersi con il venire a scadenza dei relativi titoli - sono stati realizzati con la finalità di fronteggiare il malfunzionamento dei mercati dei *covered bonds* (i programmi CBPP1 e CBPP2)²¹ e del mercato dei titoli

temporanee di tipo strutturale. Ciò potrebbe lasciare intendere che le operazioni di acquisto definitivo di titoli non dovessero rientrare nel campo dell'operatività consentita alla BCE, quasi a testimonianza del disagio che ha da sempre accompagnato il tema degli acquisti di strumenti finanziari emessi da uno o più Stati dell'area dell'euro. Questo atteggiamento può essere ricondotto al divieto previsto sia dal Trattato sul funzionamento dell'Unione (art. 123) che dallo statuto della stessa BCE (art. 21), in materia di concessione di finanziamenti (sotto qualsiasi forma) ad organismi pubblici di singoli Paesi dell'Uem.

²¹ Il *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP1), posto in essere a partire dal maggio 2009, ha raggiunto un importo massimo di 61,1 mld. € mentre il CBPP2, posto in essere a partire dal novembre 2011, ha raggiunto un massimo di 16,1 mld. €



pubblici di alcuni paesi dell'area (il programma SPM)²², nonché per favorire il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Gli importi acquistati sono stati peraltro sterilizzati attraverso *Operazioni temporanee di regolazione puntuale*, in veste di *Depositi a tempo determinato*, condotte a cadenza settimanale tra maggio 2010 e giugno 2014 per garantire che l'orientamento della politica monetaria non ne risultasse modificato²³.

La TAB. 4 mostra come le dimensioni degli interventi riconducibili ai “vecchi programmi” (anche a motivo delle finalità che li avevano originati) già tra aprile e giugno 2014, se misurati sulle consistenze, risultassero relativamente poco significativi, coprendo una quota del bilancio dell'Eurosistema di circa il 10%; nel periodo 5 agosto – 30 settembre 2016 il loro peso si è ulteriormente assottigliato, a poco meno del 4%, a seguito dei rimborsi nel frattempo maturati.

Risultano viceversa attivi i 4 programmi di acquisti più recenti che nell'insieme sono riuniti sotto la denominazione di *Asset Purchase Programme* (APP). Si tratta, nel dettaglio: del terzo programma di acquisti di *covered bonds* (CBPP3) avviati da ottobre 2014; del programma di acquisto di titoli rivenienti da attività di cartolarizzazione (ABSPP) avviato da novembre 2014; del programma di acquisti di titoli statali, di enti sovranazionali, di agenzie riconosciute e di governi regionali e locali (PSPP) avviato da

marzo 2015; del programma di acquisti di obbligazioni *corporate* (CBPP) avviato da giugno 2016²⁴.

A differenza dei precedenti, il programma APP - oltre a doversi considerare come complementare al più ampio pacchetto di misure adottate dalla BCE tra maggio 2014 e settembre 2016 - è dichiaratamente finalizzato ad incrementare la liquidità a disposizione del mercato e ad accrescere le dimensioni del bilancio dell'Eurosistema, così da rendere ancor più accomodanti le condizioni di finanziamento dell'economia.

Quindi, ben diverso rilievo hanno assunto, date le finalità e le dichiarate dimensioni mensili degli interventi, gli acquisti riconducibili al programma APP, di fatto il *driver* per il conseguimento degli obiettivi che l'Eurosistema si è dato fin dal 2014. Al suo interno è tuttavia assai diversificato l'apporto degli specifici programmi.

Il programma PSPP ne rappresenta ovviamente la componente principale date le dimensioni dei mercati dei titoli di Stato cui può attingere²⁵;

²² Il *Securities Market Programme* (SMP), avviato a maggio 2010, ha avuto ad oggetto acquisti di titoli di Stato oltre che italiani anche di Irlanda, Grecia, Spagna e Portogallo; a fronte di tale programma lo *stock* di titoli nel bilancio della BCE ha toccato un massimo di 213,9 mld €

²³ Cfr. Banca Centrale Europea, *Rapporto Annuale 2010*, 2011, pag. 101 e pp. 286-287. L'attenzione a non modificare l'orientamento di politica monetaria affermata all'avvio dei Programmi è rimasta valida per l'intera durata dei programmi medesimi e sino alla decisione, nel giugno 2014, di sospendere la sterilizzazione degli effetti.

²⁴ Per maggiori dettagli su tali Programmi di acquisto dei titoli si rinvia all'Appendice.

²⁵ Oltre ai titoli di Stato di 17 dei 18 paesi dell'area (ne è esclusa la Grecia), sono compresi tra i titoli acquistabili a fronte del programma quelli emessi da 7 enti sovranazionali e da 38 agenzie riconosciute e governi regionali e locali. Come affermato dalla BCE nel suo sito internet, le linee guida del programma PSPP prevedono inoltre che: “.. *the Eurosystem intends to allocate 90% of the total purchases to government bonds and recognised agencies, and 10% to securities issued by international organisations and multilateral development banks*”.



TAB. 4 - Composizione del portafoglio di Titoli detenuti ai fini della politica monetaria dall'Eurosistema: valori medi di periodo

	11/4/ - 6/6/2014 mld. €	5/8/ - 30/9/2016 mld. €
Consistenze programmi meno recenti	220	131
Consistenze programmi più recenti	-	1.240
<u>Totale consistenze di tutti i programmi</u>	<u>220</u>	<u>1.371</u>
<i>In % del totale di bilancio BCE</i>	<i>10,1%</i>	<i>40,9%</i>

Fonte: ns. rielaborazioni da *Weekly Financial Statement*

su di esso si sono concentrati gli acquisti, assommati a 1.007 mld. € tra agosto e settembre 2016 (pari all'81,2% degli acquisti complessivi a valere sull'intero programma APP)²⁶. Per i rimanenti programmi, per i quali gli interventi della BCE e delle Banche centrali nazionali possono realizzarsi sia sul mercato primario che sui mercati secondari, le dimensioni appaiono più contenute. Il programma CBPP 3 ha visto acquisti di *covered bonds* per 191 mld. € pari al 15,4% del complessivo programma APP mentre valori molto più modesti si osservano per gli acquisti di titoli cartolarizzati secondo il programma ABSPP (20 mld. € pari all'1,6% del programma APP). Quanto infine al programma CSPP, gli acquisti di obbligazioni *corporate* - ancorché per soli 22 mld. € (pari all'1,8% dell'intero programma APP) - hanno comunque prodotto effetti apprezzabili sul mercato di tali obbligazioni sia in termini di nuove emissioni che di incidenza sul costo della raccolta.

²⁶ La durata media residua dei titoli acquistati, ossia del tempo potenziale di permanenza nel sistema della nuova liquidità fornita al mercato, risulta di circa 8 anni e 4 mesi, più che doppia rispetto alla durata massima consentita per le OMRLT II.

Infatti, a seguito dell'annuncio dell'avvio del programma CSPP, il 10 marzo 2016, nell'area dell'euro si è osservato, nel secondo trimestre dell'anno, un ammontare di emissioni nette per 29,2 mld. € contro i 36 mld. € registrati nei 12 mesi precedenti. Con particolare riguardo all'Italia, la Banca d'Italia ha rilevato che “gli spread sulle obbligazioni delle società non finanziarie italiane sono diminuiti in modo significativo beneficiando degli effetti positivi di acquisti di titoli da parte dell'Eurosistema (- 13 punti da fine giugno)”²⁷.

²⁷ Cfr. Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, n. 4, 2016, pag. 40.



TAB. 5 - Composizione del portafoglio titoli della BCE, distinto per tipologia di strumenti finanziari, detenuti a fronte dell'Asset Purchase Programme (APP) . Valori medi per il periodo 5 agosto-30 settembre 2016.

Programma	Tipologia di titoli	Importo in mld. €	In % del totale
CBPP3	Covered bond	191	15,4%
ABSPP	Titoli cartolarizzati	20	1,6%
PSPP	Titoli pubblici	1.007	81,2%
CBPP	Obbligazioni corporate	22	1,8%
<u>Totale APP</u>		<u>1.240</u>	<u>100,0%</u>

Fonte: ns. rielaborazioni da *Weekly Financial Statement*

5. Le operazioni di politica monetaria del periodo e gli effetti sulle emissioni di titoli e sul credito bancario

Alla luce di quanto precede è opportuno proporre alcune riflessioni sull'impatto generato dalle operazioni di politica monetaria condotte nell'ultimo biennio, con specifico riferimento alle emissioni di titoli e al credito erogato dagli intermediari finanziari.

In primo luogo, va sottolineato che tra gli effetti connessi alla realizzazione delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT, OMRLT e OMRLT II) si è manifestata la scelta operata dalle banche di sostituire parte della raccolta obbligazionaria sui mercati con il finanziamento da parte della BCE, per cui sia in Italia che nell'Eurozona si sono registrati rimborsi netti di obbligazioni da parte delle banche²⁸. La convenienza economica data dalla differenza tra il tasso di mercato corrente per la raccolta all'ingrosso e il tasso di *policy* praticato dalla

BCE (a certe condizioni potenzialmente in grado di divenire addirittura negativo) si è accompagnata alla durata quadriennale del rifinanziamento, non di molto inferiore alla durata media delle emissioni obbligazionarie bancarie (in particolare dei *covered bonds*). Come mostra la TAB. 6 ne è conseguita una significativa caduta delle emissioni nette e, conseguentemente dello stock di titoli obbligazionari in essere nell'area dell'euro, Italia compresa, anche se nel nostro paese il fenomeno è stato alimentato anche dall'inasprimento (dal 20% al 26%) dell'aliquota di tassazione sul reddito di capitale prodotto cui sono sensibili i soggetti nettisti, di fatto la clientela rappresentata dagli investitori individuali.

²⁸ Cfr. Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, n. 4, 2016, pag. 40.



TAB. 6 - Emissioni nette e consistenze di obbligazioni bancarie nell'area dell'euro e in Italia. Dati in mld. €

	EMISSIONI NETTE gennaio-dicembre		CONSISTENZE (al 31 dicembre)	
	<u>Area €</u>	<u>Italia</u>	<u>Area €</u>	<u>Italia</u>
2011	140	66	5.008	914
2012	25	83	4.824	958
2013	- 378	- 80	4.404	878
2014	- 396	- 153	4.047	728
2015	- 283	- 106	3.781	622
2016 (gen-giu.)	- 46	- 38	3.733 (giu. 2016)	578 (apr. 2016)

Fonti: per le emissioni nette, Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, numeri vari, Tavola "Emissioni nette di obbligazioni"; per le consistenze, Banca Centrale Europea, *Bollettino Economico*, numeri vari, Appendice Statistica, Tav. 2.6 e Banca d'Italia, *Bollettino statistico*, Mercati Finanziari, numeri vari

Con riferimento, invece, al credito bancario, considerando le consistenze dei prestiti erogati ai residenti dell'area dell'euro e di quelle dei titoli di debito emessi dai residenti e detenuti in portafoglio dalle banche, si osserva che nonostante la maggiore liquidità messa a disposizione questa non si sia tradotta nell'ultimo biennio in un incremento del credito erogato sotto forma di prestiti. Come mostra la TAB. 7, esso è rimasto sostanzialmente invariato sia verso le amministrazioni pubbliche (per le quali è sceso da 1.132 mld. € a 1.109 mld. €) e sia verso gli altri residenti (per i quali è passato da 10.539 mld. € a 10.668 mld. €). Una variazione di rilievo si osserva invece per le consistenze di titoli di debito nel portafoglio delle istituzioni monetarie e finanziarie che sono cresciute sia con riferimento alle emissioni di titoli pubblici (da 2.474 mld. € a 3.139 mld. €) e sia – ancorché in modo meno evidente - per quanto riguarda i titoli emessi dagli altri residenti (passati da 1.277 mld. € a 1.371 mld. €).

Conclusioni

L'obiettivo annunciato dall'Eurosistema nell'autunno 2014 di accrescere le dimensioni del proprio bilancio (allo scopo di creare condizioni quanto più accomodanti possibili per concorrere a favorire, attraverso l'espansione del credito, la ripresa dell'economia reale nonché un innalzamento del tasso di inflazione) è stato conseguito. A fine settembre 2016 il totale di attivo/passivo dell'Eurosistema ha raggiunto i valori storicamente più elevati a motivo dell'accresciuto attivismo della BCE. Le Operazioni di politica monetaria da essa condotte hanno evidenziato un significativo ridimensionamento del ricorso alle Operazioni temporanee (ampiamente prevalenti sino all'avvio della crisi in corso) in contrapposizione ad un accentuato ricorso alle Operazioni definitive di acquisto di titoli, alle quali va ascritta pressoché interamente la crescita delle dimensioni del bilancio. La forte espansione delle operazioni definitive in un contesto di condizioni del credito non espansive, ha indotto la BCE ad accrescere l'attività di mediazione all'interno del sistema



bancario dell'area, così come emerge dal particolare andamento degli aggregati di liquidità che in alcune loro configurazioni (liquidità lorda e liquidità lorda più operazioni di assorbimento), in rapporto all'attivo di bilancio hanno assunto valori mai raggiunti in precedenza. Analogamente è accaduto per la crescita del portafoglio titoli che se pur articolato su quattro programmi attivi ha visto prevalere, come era facile attendersi, quello incentrato sugli acquisti di titoli pubblici.

Secondo la BCE, le scelte compiute nel corso del più recente biennio sono espressione di un disegno complessivo nel quale le misure prese devono essere valutate come complementari.

I dati, viceversa, evidenzerebbero che la tiepida accoglienza riservata dal sistema bancario dell'area alle operazioni temporanee a più lungo termine in presenza di tassi di *policy* che hanno raggiunto livelli storicamente minimi, ha spinto la BCE ad assumere l'iniziativa non più fidando sulla domanda di liquidità ma imponendola nelle quantità e nei tempi di erogazione attraverso le operazioni di mercato aperto definitive, ossia agendo di propria iniziativa. Per questa via è stata e viene tutt'ora creata quella liquidità che la BCE ritiene opportuno immettere per favorire l'espansione del credito e il perseguimento dell'obiettivo di inflazione.

Resta evidentemente il quesito di fondo, vale a dire se l'attività svolta dalla BCE possa da sola vincere le difficoltà che l'area dell'euro sta vivendo da 9 anni e riattivare le condizioni per la ripresa. La BCE medesima, fin dal "lontano" settembre 2014 va ripetendo, inascoltata, che la politica monetaria da sola non può bastare e che servono riforme strutturali²⁹. Ma le riforme

strutturali, in materia di fiscalità, di concorrenza, di ammodernamento delle infrastrutture pubbliche e della pubblica amministrazione, di velocizzazione dei tempi della giustizia, solo per citarne alcune, non sono nella sua disponibilità bensì sono di competenza del governo comunitario e dei governi nazionali. Al pari del contributo offerto dalla BCE attraverso la conduzione della politica monetaria, anche alle istituzioni compete infatti di contribuire a garantire la reputazione della moneta unica nonché lo sviluppo e la crescita dell'area dell'euro.

Ad acuire le incertezze ha contribuito anche la recente decisione del Regno Unito di porsi al di fuori dell'Unione europea: non è ancora chiaro quali possano essere le conseguenze di questa decisione specie per quanto riguarda l'accesso al mercato unico, sia nel breve termine che nel più lungo periodo. A complicare ancor più le prospettive è sopravvenuta, alla luce delle ultime vicende interne al Paese, l'ulteriore incertezza sull'effettiva volontà di "uscita" dall'Europa del Regno Unito.

Sull'area dell'euro già indubbiamente provata da anni di grave crisi, la possibile uscita di uno dei partner storici dell'Unione europea non può che alimentare ulteriori diffuse incertezze e diffidenze reciproche. E' quindi ancor più necessario che chi ha la responsabilità politica di decidere del futuro economico dell'area lo faccia, quanto più rapidamente possibile.

²⁹ I richiami al tema negli anni più recenti sono stati numerosi. Qui basti ricordare il monito del Presidente della BCE in occasione del Simposio annuale delle Banche centrali tenutosi a Jackson Hole, il 22 settembre 2014: *"Non c'è ammontare sufficiente di stimolo monetario o fiscale che possa sostituirsi alle riforme strutturali"*.


TAB. 7 - Credito delle IFM a residenti nell'area dell'euro. Consistenze al 31 dicembre

	PRESTITI				TITOLI IN PORTAFOGLIO				ALTRE VOCI	TOTALE		
	Pubbliche Amministrazioni		Altri Residenti		Pubbliche Amministrazi oni		Altri Residenti					
Anno	mld. €	%	mld. €	%	mld. €	%	mld. €	%	mld. €	%		
2011	1.176	7,1	11.022	66,9	1.993	12,1	1.529	9,3	747	4,6	16.467	100,0
2012	1.169	7,1	10.860	65,9	2.242	13,6	1.436	8,7	774	4,7	16.480	100,0
2013	1.096	6,8	10.546	65,4	2.308	14,3	1.365	8,6	800	4,9	16.116	100,0
2014	1.132	7,0	10.539	65,1	2.474	15,3	1.277	7,9	775	4,7	16.197	100,0
2015	1.110	6,7	10.590	63,9	2.784	16,8	1.302	7,8	788	4,8	16.573	100,0
2016 ago.	1.109	6,5	10.668	62,5	3.139	18,4	1.371	8,0	783	4,6	17.069	100,0

Fonte: ns. rielaborazioni da Banca Centrale Europea, *Bollettino Economico*, Appendice statistica, numeri vari, Tav. 5.3, Credito a residenti nell'area dell'Euro.



APPENDICE - SINTESI DELLE MISURE ADOPTATE DAL CONSIGLIO DIRETTIVO DELLA BCE TRA MAGGIO 2014 E OTTOBRE 2016

Di seguito si riepilogano, nell'ordine cronologico delle riunioni, i contenuti essenziali dei provvedimenti assunti dal Consiglio Direttivo della BCE diretti a "facilitare la trasmissione della politica monetaria resa difficile da prospettive sull'andamento dell'inflazione e della crescita economica marcatamente orientate al ribasso" e a sostenere "...l'offerta di credito all'economia in generale", così come dettagliatamente esposti nel *Bollettino mensile* (sino a fine 2014) e successivamente nel *Bollettino Economico*.

* Il 5 giugno 2014: a) è stato ridotto al valore di -0,10% il tasso su tutti i depositi (diversi dalla Riserva obbligatoria) accesi presso la BCE; è stato inoltre deciso: b) di condurre per un periodo di due anni nuove *Operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine* (OMRLT) quadriennali dirette a promuovere l'erogazione di prestiti bancari al settore privato non finanziario data la struttura finanziaria a predominanza bancaria dell'economia dell'area; c) di intensificare i lavori preparatori per l'acquisto definitivo di attività cartolarizzate (ABS).

* Il 4 settembre 2014: a) sono stati ulteriormente ridotti dello 0,10% i tassi *policy*; b) è stata annunciata la decisione di procedere all'acquisto (da ottobre 2014) di titoli rivenienti da attività di cartolarizzazione (ABS) nell'ambito del programma denominato *ABS Purchase Programme* (ABSPP), e di realizzare (da novembre 2014) un nuovo programma di acquisti di "obbligazioni bancarie garantite" o *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP3). ABSPP e CBPP3 a oro volta sono riconducibili al più ampio programma denominato *Asset Purchase Programme* (APP).

* Il 22 gennaio 2015, dato l'ulteriore indebolimento delle prospettive di inflazione e osservato che le misure adottate tra il giugno e il settembre 2014, da vedersi come un *unicum*, pur avendo inciso al ribasso sui costi di accesso al credito per il settore privato, "non avevano generato una quantità sufficiente di

liquidità ... per fronteggiare adeguatamente l'aumento dei rischi di un periodo eccessivamente lungo di bassa inflazione": a) è stato deciso di modificare le condizioni di accesso alle OMRLT residue riducendone il costo per le banche che vi facessero da quel momento ricorso; b) è stato ampliato il programma di acquisti APP includendovi il nuovo programma - denominato *Public Sector Purchase Programme* (PSPP) - di acquisto di obbligazioni di amministrazioni pubbliche, agenzie riconosciute, governi regionali e locali nonché enti sovranazionali dell'area dell'euro, attivato dal 9 marzo 2015; c) il programma APP prevedeva acquisti per un valore complessivo mensile di 60 mld.€ a partire da marzo 2015 e sino a settembre 2016 e comunque sino a che la BCE non riscontrerà un aggiustamento durevole dell'inflazione sui valori obiettivo. Ne è conseguito un meno costoso accesso ai finanziamenti per imprese, anche di piccole e medie dimensioni, e famiglie e una crescita della domanda e dell'offerta di credito.

* Il 3 dicembre 2015, a seguito del peggioramento delle prospettive nel semestre centrale del 2015, in specie con riguardo all'andamento dell'inflazione e all'accresciuta incertezza sull'economia mondiale, il Consiglio Direttivo ha deciso: a) la riduzione dello 0,10% (a -0,30%) del tasso sulla *deposit facility* (fermi restando allo 0,05% il tasso sulle ORP e allo 0,30% il tasso sul rifinanziamento marginale); b) la proroga di 6 mesi, sino a marzo 2017, e oltre ove necessario, degli acquisti a fronte del programma APP; c) il reimpiego nell'ambito del medesimo programma APP delle somme rivenienti dai titoli scaduti; d) di continuare a condurre, finché necessario, le ORP e le ORLT a tre mesi mediante asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti

* Il 10 marzo 2016, a seguito dell'aumentato rischio per l'obiettivo di stabilità dei prezzi a medio termine: a) i tassi di *policy* sono stati ridotti: allo 0% il tasso sulle ORP, allo 0,25% il tasso sul rifinanziamento marginale e a -0,40% quello sulla *deposit facility*; b) è stata innalzata da 60 a 80 mld. € la soglia degli acquisti mensili a fronte del programma APP all'interno del quale si colloca il nuovo programma di acquisti di obbligazioni *investment grade* emesse da società non bancarie, *Corporate Sector Purchase Programme*



(CSPP); d) è stata introdotta una seconda serie di quattro *Operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine* (ORLMT II) caratterizzata da estremo favore per le controparti, da condursi a cadenza trimestrale a partire dal 29 giugno 2016 e sino a marzo 2017. Ciascuna di tali operazioni ha scadenza quadriennale, con la possibilità offerta alle controparti oltre che di beneficiare per l'intera durata del tasso corrente sulle ORP al momento dell'accensione, anche di beneficiare di un tasso potenzialmente negativo –nel caso i valori netti dei prestiti erogati superi soglie prefissate- sino a raggiungere il tasso praticato sulla *deposit facility*; con la possibilità, infine, di sostituire OMRLT II a OMRLT.

* Il 21 aprile 2016, a) viene comunicato l'avvenuto ampliamento da 60 a 80 mld. € degli acquisti a fronte del programma APP e annunciato che dal successivo 8 giugno verranno avviati gli acquisti di titoli *corporate* e dal 22 giugno verrà condotta la prima delle 4 operazioni previste dal programma OMRLT II.

* Il 21 luglio 2016 l'inflazione rilevata nell'area euro era pari allo 0% e le aspettative a lungo termine risultavano negative. Secondo la BCE: “le misure di politica monetaria in atto da giugno 2014, compreso l'insieme articolato di nuovi interventi adottati a marzo 2016, hanno notevolmente migliorato sia le condizioni di prestito per famiglie e imprese sia i flussi di credito nell'intera area dell'euro sostenendo di conseguenza la ripresa economica. ... Le banche hanno trasmesso le condizioni favorevoli di finanziamento alla clientela attraverso i tassi sui prestiti più contenuti e le migliori condizioni di credito promuovono la ripresa della crescita dei prestiti”(Cfr., Banca Centrale Europea, *Bollettino Economico*, n. 5, 2016, p. 5).

*L'8 settembre 2016 la BCE afferma che le misure di politica monetaria in atto dal giugno 2014 si traducono in effetti favorevoli per le condizioni dei prestiti alle famiglie e alle imprese e sostengono quindi sempre più i flussi di credito nell'area dell'euro.

2. IL GRADO DI EFFICIENZA DEGLI INTERMEDIARI SOTTOPOSTI ALLA VIGILANZA EUROPEA: UNA VALUTAZIONE ♦

Il tema dell'efficienza degli intermediari finanziari è stato oggetto di particolare interesse nell'ultimo decennio, soprattutto dopo lo scoppio della crisi finanziaria globale, che ha inciso pesantemente sull'operatività di tali soggetti.

In un precedente numero di Osservatorio Monetario ci si è già occupati di questo argomento valutando l'efficienza delle società di gestione del risparmio alla luce sia degli effetti della crisi sull'industria del risparmio gestito che dell'evoluzione seguita dai mercati finanziari – con le relative implicazioni sull'assetto organizzativo di tali intermediari¹.

Oggetto del presente lavoro è l'analisi dell'efficienza degli intermediari sottoposti alla vigilanza diretta da parte della Banca Centrale Europea. L'obiettivo del lavoro è duplice. Non solo misurare il grado di (in)efficienza di tali soggetti; ma anche identificare i fattori che hanno influenzato il grado di (in)efficienza.

In quanto segue verrà quindi condotta una indagine che prenderà in considerazione le *supervised entities*² e che si articolerà utilizzando un approccio parametrico (denominato *Stochastic Frontier Analysis*, SFA)

♦ A cura di Alberto Banfi e Francesca Pampurini.

¹ Ne era scaturito un lavoro finalizzato a trovare risposte in merito all'individuazione degli assetti produttivi più efficienti e dell'economicità e del miglioramento della qualità dei servizi offerti. Si rinvia a Banfi Borello Pampurini (2011).

² Con questo termine vengono identificati gli intermediari sottoposti a vigilanza diretta della Banca Centrale Europea, in virtù della loro rilevanza dal punto di vista sistemico.

1. Il modello di valutazione adottato

Il modello che viene utilizzato allo scopo di valutare l'efficienza di tali intermediari si basa sulla costruzione delle cosiddette “frontiere efficienti”; in altre parole, il modello prevede un confronto tra la performance di ciascun intermediario osservato rispetto ai soggetti che giacciono sulla frontiera efficiente (*best practice*) a parità di una serie di fattori esogeni che caratterizzano l'ambiente in cui operano gli intermediari. Il divario così misurato – definito *X-efficiencies* – dipende sia dalle abilità del management sia da fattori esterni all'azienda che riflettono condizioni istituzionali e fattori macro-strutturali.

Diversi studi empirici focalizzati esclusivamente sull'industria bancaria hanno stimato che le *X-inefficiencies* di questo settore ammontano ad un valore superiore al 20% dei costi, mentre le economie di scala e di scopo ne rappresentano meno del 5%. Ciò significa che le diverse abilità dei manager nel tenere sotto controllo i costi/incrementare i profitti hanno un impatto sulle performance aziendali largamente superiore rispetto ai vantaggi di costo derivanti dalla scelta della scala di produzione (dimensione aziendale) piuttosto che del mix di prodotti.

In tale contesto, per valutare la performance è necessario definire la struttura del processo tecnologico attraverso il quale gli input vengono trasformati in output. Una volta definita tale funzione è possibile calcolare il livello massimo degli output che possono essere prodotti utilizzando diverse combinazioni di input. Il principale problema nella misurazione di questa relazione funzionale concerne la mancanza di dati per il ricercatore esterno; per superare tale ostacolo è possibile sfruttare la relazione che lega la funzione di produzione (che rappresenta la tecnologia di produzione) e la funzione di costo



minimo (o di profitto massimo³). Una volta definita la funzione di costo o di prodotto è possibile ricavare le equazioni di produzione degli output e di domanda degli input che risolvono il problema di ottimizzazione.

Come noto, nonostante la letteratura empirica sia unanime nel definire il vantaggio delle *X-efficiencies* rispetto alla semplice misurazione delle economie di scala e di scopo, la modellistica che si è sviluppata nel corso del tempo è piuttosto eterogenea e i risultati ottenuti sono spesso diversi e poco comparabili tra loro.

La misurazione delle *X-efficiencies* è fondata su di un approccio a due stadi: innanzitutto occorre scegliere il modello per la valutazione dell'efficienza; in secondo luogo è necessario definire una funzione per la stima della frontiera.

Per quanto concerne il primo punto si è scelto di utilizzare un approccio parametrico, per due motivi: innanzitutto, per la sua maggior flessibilità; in secondo luogo, per la possibilità di confrontarne i risultati con altri recenti studi empirici.

Le principali differenze tra l'approccio parametrico e quello non parametrico sono riconducibili a tre fattori:

- i modelli non parametrici non ammettono la possibilità di errori di misurazione;
- i modelli non parametrici non sono in grado di tenere conto del fatto che le performance misurate, a volte, possano essere influenzate da fattori casuali che nulla hanno a che vedere con le scelte gestionali del manager;
- i modelli non parametrici non considerano l'eventualità che l'utilizzo di differenti principi contabili possa causare deviazioni tra i dati stimati e quelli reali.

³ Nella letteratura tale relazione è definita principio di dualità. Per un approfondimento si vedano Diewert (1974), Shephard (1970) e Varian (1990).

Non essendo in grado di gestire al meglio questi fattori “esogeni”, per i modelli non parametrici qualsiasi differenza tra il dato stimato su un soggetto e quello del *best practice* del campione viene interamente attribuita a inefficienza, che viene di conseguenza sovra-stimata.

Dal momento che nella nostra analisi viene utilizzato il modello parametrico è fondamentale definire la forma delle funzioni di produzione basate sui costi o sui profitti. Nel primo caso l'analisi si fonda sulla misurazione della differenza tra i costi totali di ciascun soggetto e i costi sopportati dall'impresa *best practice*; nel secondo caso l'analisi è invece finalizzata a confrontare i profitti realizzati da ciascun soggetto rispetto all'unità *best practice* a parità di condizioni.

Le funzioni di costo e di profitto (logaritmiche) sono del tipo:

$$\begin{aligned} \ln TC &= f(Q, B, P) + \varepsilon \\ \ln P &= f(Q, B, P) + \varepsilon \end{aligned}$$

dove:

TC rappresenta il costo totale di ciascuna impresa,

P rappresenta il profitto,

Q sono le quantità di output,

P i prezzi degli input,

B i fattori ambientali⁴,

ε è il termine di errore.

La peculiarità del modello SFA consiste nel fatto che il termine di errore si presume formato da due componenti:

$$\varepsilon = v + u$$

dove v è il classico errore statistico, mentre u è una variabile casuale non negativa (una semi-

⁴ Nel presente lavoro si è scelto di inserire le variabili ambientali direttamente nella costruzione della frontiera per evitare che il paragone tra i punteggi di efficienza ottenuti per ciascun intermediario possa essere inficiato da variabili relative alle condizioni socio-demografiche del paese in cui la banca opera piuttosto che dalle effettive abilità del manager. Cfr. Lozano-Vivas Pastor Pastor (2002).

normale) che rappresenta la vera e propria inefficienza ed è indipendente rispetto a v . I valori di (in)efficienza di ciascun soggetto appartenente al campione sono calcolati sulla base della stima dei parametri di queste due distribuzioni⁵.

In letteratura sono stati utilizzati vari modelli per esprimere la forma algebrica delle funzioni di costo e di profitto. Tali modelli presentano diversi gradi di flessibilità (ossia la capacità di rappresentare diverse strutture di produzione) e sono caratterizzati da diverse proprietà. Nel presente lavoro verrà impiegata la funzione translogaritmica (*Transcendental Logarithmic*) nota per la sua flessibilità poiché ammette variabilità nell'elasticità di produzione e di sostituzione tra gli input e ammette, inoltre, curve di costo medio a forma di U^6 . Nel nostro caso la funzione di costo translogaritmica assume la forma:

$$\begin{aligned} \ln TC = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_i \ln Q_i + \sum_{j=1}^n \beta_j \ln P_j + \lambda_E \ln E \\ & + \frac{1}{2} \left[\sum_{i=1}^m \sum_{j=1}^n \delta_{ij} \ln Q_i \ln Q_j + \sum_{i=1}^m \sum_{j=1}^n \gamma_{ij} \ln P_i \ln P_j \right. \\ & \left. + \varphi_{EE} \ln E \ln E \right] + \sum_{i=1}^m \sum_{j=1}^n \rho_{ij} \ln Q_i \ln P_j \\ & + \sum_{j=1}^n \kappa_{jE} \ln P_j \ln E + \sum_{i=1}^m \varsigma_{iE} \ln Q_i \ln E \\ & + \tau_G \ln GDPCAP + \chi_M \ln DOMCRPRSEC \\ & + \eta_P \ln PUBDEBT + \varepsilon_i \end{aligned}$$

dove TC è il costo totale⁷, mentre le lettere greche identificano i coefficienti da stimare, i valori Q_i rappresentano le quantità output riferite a ciascuna

⁵ Cfr. Berger 1997 pag. 906.

⁶ Funzioni alternative potrebbero essere la *Cobb-Douglas* o la *Constant Elasticity of Substitution*, che sono tuttavia caratterizzate da un'eccessiva rigidità rispetto alla translogaritmica.

⁷ Sostituendo TC (costo totale) con Π (profitto) si ottiene la funzione di profitto.

banca in ciascuno degli anni considerati, mentre i valori P_j rappresentano i prezzi degli input. Le ultime tre grandezze, $GDPCAP$ (*GDP per capita*), $DOMCRPRSEC$ (*domestic credit to private sector % of GDP*) e $PUBDEBT$ (*public debt as % of GDP*) rappresentano le variabili ambientali che definiscono le caratteristiche peculiari dei diversi territori in cui le banche operano⁸.

Vengono, inoltre, imposte le seguenti restrizioni per rispettare le condizioni omogeneità lineare nei prezzi e di simmetria:

$$\begin{aligned} \sum_{j=1}^3 \beta_j = 1 \quad \sum_{i=1}^3 \gamma_{ij} = 0 \quad \sum_{j=1}^3 \rho_j = 0 \\ \sum_{j=1}^3 \kappa_j = 0 \quad \delta_{ij} = \delta_{ji} \quad \gamma_{ij} = \gamma_{ji} \end{aligned}$$

Tra le variabili della funzione translogaritmica si è scelto di inserire anche il capitale finanziario (E) per far sì che il modello sia in grado di tenere conto delle differenze dimensionali dei diversi soggetti appartenenti al campione. Infatti, i costi e i profitti delle imprese di maggiori dimensioni assumono, generalmente, valori più elevati rispetto alle imprese di minori dimensioni dando origine ad un termine di errore caratterizzato da una maggior varianza. Inserendo il capitale finanziario tra le variabili del modello è possibile controllare l'effetto dimensionale e ottenere una stima di efficienza omogenea per tutti i componenti del campione.

La funzione di profitto è specificata in maniera del tutto analoga con l'unica differenza che la variabile dipendente diventa ora il profitto (anziché il costo) espressa come $\ln(\pi + \theta)$, dove $\theta = |\pi^{min} + 1|$ è una costante che viene aggiunta al profitto di ciascun soggetto in modo tale che l'argomento del logaritmo sia sempre positivo. Tale trasformazione è necessaria in quanto alcuni intermediari potrebbero avere in certi periodi anche profitti negativi (perdite). Tutte le altre

⁸ Dietsch Lozano-Vivas, 2000.



variabili presenti nella translogaritmica rimangono identiche⁹.

Un altro fattore importante ai fini della completa definizione del modello attiene alla scelta dei fattori di input e output. Affinché la stima di efficienza sia accurata è necessario che il set di input e output scelto sia realmente rappresentativo del processo di produzione dei soggetti indagati.

2. La definizione delle variabili di input e output e la descrizione del campione

Per la selezione delle variabili in grado di rappresentare i fattori di input e di output del processo produttivo caratteristico delle banche, si è scelto di utilizzare il cosiddetto approccio dell'intermediazione introdotto da Sealey e Lindley (1977). Tale approccio è basato sull'ipotesi che la banca è quel soggetto che raccoglie le risorse direttamente dalla clientela sotto forma di depositi e le trasforma in prodotti e servizi quali prestiti e investimenti impiegando forza lavoro e capitale¹⁰.

Pertanto gli input del processo produttivo sono essenzialmente tre: il capitale umano (forza lavoro), il capitale finanziario e il capitale fisso (ossia gli *asset* materiali). I prodotti e i servizi che caratterizzano l'output di una banca sono riconducibili ai prestiti, alle attività finanziarie e alle attività fuori bilancio¹¹. La TAB. 1 riassume l'insieme dei fattori qui descritti.

⁹ Un altro aggiustamento che si rende necessario dal punto di vista algebrico (sia nella funzione di costo che di profitto) è quello relativo agli output nulli. Non essendo definito il logaritmo nel punto zero è necessario operare un'opportuna rettifica in tutti i casi in cui uno o più output hanno valore zero.

¹⁰ Tale approccio è stato ampiamente utilizzato nella letteratura sull'efficienza. Si vedano ad esempio, Casu e Molyneaux, 2003; Beccalli et al., 2006; Assaf et al., 2011.

¹¹ Per rispettare le condizioni di omogeneità lineare nei prezzi, tutti i dati quantitativi (costi totali, profitti totali, costo del capitale umano e costo del capitale finanziario) sono stati normalizzati dividendoli per i costi operativi.

TAB. 1 – Fattori di input e output

TC	Total Interest Expense + Personnel Expenses + Other Operating Expenses
Π	Profit before Tax
Prezzi degli Input:	
P1	Personnel Expenses / Total assets
P2	Total Interest Expense / Total Funding
P3	Other Operating Expenses / Fixed Assets
Quantità Output	
Q1	Net Loans
Q2	Total Securities
Q3	Off Balance Sheet Items
E	Total Equity
Variabili ambientali	
GDPCAP	GDP per capita
DOMCRPRSEC	Domestic credit to private sector
PUBDEBT	General government gross debt % of GDP

Per capire se il livello di efficienza di ciascun soggetto dipende in maniera strategica da precise scelte manageriali oppure dal modello di business adottato l'analisi è stata estesa in modo tale da poter valutare l'impatto di alcune variabili chiave in grado di rappresentare le peculiarità di ciascuna *business unit*. A tale scopo sono stati utilizzati indicatori riferiti al core business di ciascun intermediario, al grado di liquidità, al livello di capitalizzazione, all'esposizione verso il rischio di credito e alla capitalizzazione del mercato finanziario di riferimento.

Il modello utilizzato per valutare tale relazione è rappresentato dalle seguenti espressioni:

$$\begin{aligned}
 \text{COSTEFF}_{it} &= \beta_0 + \beta_1 \text{TIER1}_{it} + \beta_3 \text{LLRGL}_{it} + \beta_4 \text{GLTA}_{it} \\
 &+ \beta_6 \text{TSTA}_{it} + \beta_7 \text{LATA}_{it} + \beta_8 \text{EQTASS}_{it} \\
 &+ \beta_9 \ln \text{TOTASS} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \text{PROFITEFF}_{it} &= \beta_0 + \beta_1 \text{TIER1}_{it} + \beta_3 \text{LLRGL}_{it} + \beta_4 \text{GLTA}_{it} \\
 &+ \beta_6 \text{TSTA}_{it} + \beta_7 \text{LATA}_{it} + \beta_8 \text{EQTASS}_{it} \\
 &+ \beta_9 \ln \text{TOTASS} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

dove $COSTEFF_{it}$ ($PROFITEFF_{it}$) rappresenta il livello di efficienza di costo (profitto) dell'impresa i al tempo t , $TIER1_{it}$ è il livello di capitale regolamentare, $LLRGL_{it}$ è il livello di copertura dei crediti, $GLTA_{it}$ rappresenta l'attitudine a svolgere attività creditizia tradizionale, $TSTA_{it}$ rappresenta la propensione a svolgere attività di banca di investimento, $LATA_{it}$ rappresenta la preferenza verso la liquidità e $EQTASS_{it}$ rappresenta il livello di patrimonializzazione. Nella TAB. 2 sono riportate

le voci utilizzate per la costruzione delle variabili sopra descritte.

TAB. 2 – Variabili esplicative del livello di efficienza

TIER1	TIER1
LLRGL	Loan loss reserves / gross loans
GLTA	Gross loans / total assets
TSTA	Total securities / total asset
LATA	Liquid assets / total assets
EQTASS	Equity / total asset

TAB. 3 – Struttura del campione

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Panel	Banche
AT	3	3	3	4	4	4	4	4	4	5	5	43	5
BE	4	4	5	5	5	5	5	5	4	4	4	50	5
CY	2	2	2	2	2	2	2	3	4	4	3	28	4
DE	8	14	18	19	19	19	19	19	20	21	21	197	21
EE	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	22	2
ES	5	5	6	9	9	10	11	12	12	13	14	106	14
FI	3	3	3	4	3	3	3	3	3	3	3	34	4
FR	6	8	8	9	10	10	10	9	9	9	9	97	10
GR	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	44	4
IE	3	3	3	3	3	3	3	3	4	4	4	36	4
IT	9	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	149	14
LT	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	33	3
LU		1	2	3	2	2	2	3	5	5	4	29	5
LV	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	33	3
NL	2	3	3	4	4	4	4	5	5	5	5	44	5
PT	3	3	3	3	3	3	3	3	3	4	4	35	4
SI	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	33	3
SK	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	33	3
Panel	66	81	88	97	96	97	98	101	105	109	108	1046	109

Fonte: nostre elaborazioni

L'analisi si articola su un periodo poco più lungo di un decennio, dal 2005 al 2015 e il campione analizzato è costituito dagli intermediari vigilati direttamente dalla Banca Centrale Europea.

Alla data del 31 maggio 2016 l'elenco delle *supervised entities* risulta costituito da 129 intermediari¹² appartenenti ai seguenti paesi dell'Unione Europea: Austria, Belgio, Cipro,

Germania, Estonia, Spagna, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Lituania, Lussemburgo, Latvia, Paesi Bassi, Portogallo, Slovenia e Slovacchia.

¹² Nel presente lavoro il panel risulta costituito da 109 intermediari poiché in alcuni casi è stato impossibile reperire i dati relativi ai documenti contabili. In ogni caso, gli intermediari eliminati rivestono un'importanza marginale rispetto al campione considerato.

TAB. 4 – Distribuzione degli intermediari per classi dimensionali (Totale attivo in migliaia di euro)

	N	media	mediana	dev.st.	minimo	massimo
Piccolissime	22	8,059,499	7,937,750	3,915,056	584,100	14,300,000
Piccole	22	33,900,000	35,700,000	6,959,734	14,800,000	42,800,000
Medie	21	66,600,000	62,700,000	15,400,000	45,400,000	97,000,000
Grandi	22	151,000,000	145,000,000	37,200,000	101,000,000	216,000,000
Grandissime	21	755,000,000	670,000,000	520,000,000	219,000,000	1,990,000,000
Panel	108	199,000,000	62,000,000	358,000,000	584,100	1,990,000,000

Fonte: nostre elaborazioni

Il campione è di tipo *unbalanced*, pertanto il numero di intermediari analizzati differisce da un anno all'altro. La TAB. 3 riporta la composizione del campione anche in termini geografici per un totale di 1046 osservazioni¹³.

I paesi periferici sono caratterizzati dalla presenza di un numero esiguo di banche, peraltro di dimensioni estremamente modeste. Germania, Spagna, Francia e Italia sono i paesi che presentano il maggior numero di banche. Dal punto di vista dimensionale il panel analizzato si presenta fortemente eterogeneo: la differenza tra le banche più piccole e le grandi banche è notevole (cfr. TAB. 4).

3. Risultati

Prima di procedere al commento dei risultati si ricorda che, data una certa tecnologia di produzione, la frontiera efficiente rappresenta l'insieme di tutti i possibili mix di fattori produttivi (input) che permettono di ottenere il più elevato livello di output sopportando il minimo costo (nel caso dell'efficienza di costo) oppure incassando il massimo profitto (nel caso dell'efficienza di profitto).

Partendo dai risultati ottenuti con riferimento all'efficienza di costo (TAB. 5), emerge che per l'intero panel si ottiene un livello di efficienza

pari al 79,6%; ciò significa che il campione di banche osservato per l'arco temporale considerato usa in modo inefficiente circa il 20% degli input o – analogamente – che potrebbe incrementare gli output utilizzando i medesimi input e sostenendo i medesimi costi. In prima battuta si osserva che tale valore è inferiore a quello (83%) risultante da un altro recente lavoro che utilizza la stessa metodologia per valutare il livello di efficienza/inefficienza di costo dei gruppi bancari di alcuni paesi (tra i più significativi e rilevanti dell'area dell'euro)¹⁴. Tuttavia, se si effettua un confronto più omogeneo tra gli intermediari oggetto del presente studio e quelli del lavoro sopra richiamato (escludendo dalla presente analisi gli intermediari operanti nei paesi ritenuti più periferici) si ottiene un valore del livello di efficienza in linea con il lavoro che ha riguardato i gruppi bancari.

Sempre dall'osservazione della TAB. 5 si rileva che tra i paesi più significativi dell'area dell'euro il valore di efficienza più contenuto nel periodo in esame riguarda le banche tedesche (68,2% anche questo in linea con la recente letteratura), che addirittura è migliore unicamente del dato relativo alle banche lussemburghesi (61,1%). Come evidenziato anche in altra sede¹⁵, ciò può essere dipeso dai seri problemi di capitalizzazione e di stabilità di numerose banche tedesche nel corso degli ultimi decenni, che hanno portato anche a

¹³ I dati contabili relativi alle variabili di input e di output e alle variabili esplicative sono stati ottenuti dal database Bankscope di Bureau Van Dijk, mentre le serie storiche delle variabili ambientali sono state estratte dal database della World Bank.

¹⁴ Cfr. Pacelli Pampurini (2016).

¹⁵ Cfr. Lozan-Vivas (2002), Weill (2004), Pastor Serrano (2005), Pacelli Pampurini (2016).

massici “aiuti di Stato” (ancorchè non dichiarati ufficialmente come tali). Sempre considerando i paesi più significativi dell’area, i livelli di efficienza più elevati si hanno con riferimento alle *supervised entities* di Spagna e Olanda (rispettivamente pari a 87,8% e 87,4%), seguiti da quelli delle banche italiane (85,6%); da segnalare, infine, il valore alquanto contenuto anche per gli intermediari francesi, che si attesta al 71,7%.

Se si passa a considerare l’evoluzione negli anni di tale indicatore, si osserva che per l’intero panel esso ha mostrato un pressoché costante incremento nel corso del periodo, anche nella fase più acuta della crisi finanziaria; ciò può essere interpretato come una risposta alla crisi per cui tali soggetti sono stati indotti a prestare particolare attenzione ai costi sostenuti e a migliorarne il loro contributo in termini di efficienza complessiva. Tale trend caratterizza in modo pressoché omogeneo tutti i paesi considerati e vede le banche italiane tra quelle che nel periodo

hanno manifestato un maggior incremento del livello di efficienza di costo (passando dall’82,4% del 2005 all’88,5% del 2015).

Prendendo in considerazione, invece, i risultati emersi dall’analisi del livello di efficienza di profitto (si veda la TAB. 6), si nota in primo luogo che il valore registrato a livello di panel (82,9%) e quelli registrati per tutti gli intermediari e per tutti gli anni considerati sono superiori ai valori evidenziati in precedenza con riferimento all’efficienza di costo.

Operando un confronto tra le due analisi di efficienza condotte, va segnalato che il livello di efficienza di profitto risulta essere inferiore a quello dell’efficienza di costo per gli intermediari di paesi come Italia e Spagna (rispettivamente 83,1% contro 85,6% e 84,5% contro 87,8%) pur mantenendosi su livelli superiori a quello del panel complessivo. Si ricorda però che i livelli di efficienza di costo di Italia e Spagna sono tra i più alti fatti registrare nel periodo.

TAB. 5 - Livelli di efficienza di costo per il periodo 2005-2015 delle banche sottoposte a vigilanza diretta della BCE del campione considerato

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Panel
AT	0.781	0.789	0.798	0.781	0.790	0.798	0.807	0.815	0.823	0.809	0.817	0.802
BE	0.703	0.714	0.706	0.718	0.729	0.740	0.750	0.760	0.804	0.812	0.820	0.748
CY	0.859	0.865	0.871	0.877	0.882	0.888	0.893	0.860	0.867	0.873	0.878	0.873
DE	0.739	0.629	0.638	0.647	0.659	0.670	0.682	0.693	0.707	0.720	0.730	0.682
EE	0.812	0.820	0.827	0.834	0.841	0.848	0.855	0.861	0.867	0.873	0.879	0.847
ES	0.876	0.881	0.879	0.845	0.852	0.869	0.873	0.881	0.887	0.896	0.898	0.878
FI	0.723	0.734	0.745	0.790	0.766	0.776	0.786	0.795	0.804	0.812	0.821	0.778
FR	0.690	0.659	0.671	0.715	0.718	0.728	0.738	0.721	0.732	0.742	0.752	0.717
GR	0.721	0.732	0.743	0.754	0.765	0.775	0.784	0.794	0.803	0.811	0.819	0.773
IE	0.855	0.861	0.866	0.872	0.877	0.882	0.887	0.892	0.893	0.897	0.902	0.882
IT	0.824	0.828	0.835	0.842	0.849	0.856	0.862	0.868	0.874	0.880	0.885	0.856
LT	0.869	0.875	0.880	0.886	0.891	0.896	0.900	0.905	0.909	0.913	0.917	0.895
LU		0.440	0.663	0.545	0.398	0.416	0.434	0.603	0.709	0.720	0.717	0.611
LV	0.816	0.824	0.831	0.839	0.845	0.852	0.859	0.865	0.871	0.877	0.882	0.851
NL	0.858	0.817	0.825	0.857	0.863	0.869	0.875	0.889	0.894	0.899	0.904	0.874
PT	0.864	0.870	0.876	0.881	0.887	0.892	0.897	0.902	0.906	0.916	0.920	0.893
SI	0.880	0.885	0.890	0.895	0.900	0.904	0.909	0.913	0.917	0.920	0.924	0.903
SK	0.744	0.755	0.765	0.775	0.784	0.794	0.802	0.811	0.819	0.827	0.835	0.792
Panel	0.791	0.764	0.767	0.773	0.778	0.788	0.797	0.806	0.817	0.825	0.832	0.796

Fonte: nostre elaborazioni

Con l'eccezione della Spagna e, in parte, della Germania – che registrano valori più o meno costanti per tutto il periodo considerato – gli intermediari degli altri paesi evidenziano un incremento dell'efficienza di profitto tra il 2005 e il 2015. Ciò ad ulteriore dimostrazione del

percorso – quanto meno avviato – verso un implementazione del livello complessivo di efficienza anche di profitto ricercato da tutte le *supervised entities*.

TAB. 6 - Livelli di efficienza di profitto per il periodo 2005-2015 delle banche sottoposte a vigilanza diretta della BCE del campione considerato

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Panel
AT	0.765	0.770	0.774	0.785	0.789	0.794	0.798	0.802	0.806	0.827	0.830	0.798
BE	0.748	0.752	0.784	0.788	0.792	0.796	0.800	0.804	0.806	0.810	0.814	0.791
CY	0.779	0.783	0.787	0.792	0.796	0.800	0.804	0.825	0.822	0.825	0.835	0.809
DE	0.790	0.816	0.801	0.798	0.802	0.806	0.810	0.813	0.820	0.825	0.829	0.811
EE	0.852	0.855	0.858	0.861	0.864	0.867	0.870	0.872	0.875	0.878	0.881	0.867
ES	0.887	0.889	0.894	0.815	0.818	0.829	0.835	0.842	0.844	0.847	0.850	0.845
FI	0.836	0.839	0.842	0.850	0.849	0.852	0.855	0.858	0.861	0.864	0.867	0.852
FR	0.800	0.815	0.818	0.816	0.820	0.823	0.827	0.835	0.839	0.842	0.845	0.826
GR	0.854	0.857	0.860	0.863	0.866	0.869	0.871	0.874	0.877	0.879	0.882	0.868
IE	0.794	0.798	0.802	0.806	0.810	0.814	0.817	0.821	0.837	0.841	0.844	0.819
IT	0.820	0.815	0.819	0.823	0.826	0.830	0.833	0.837	0.840	0.844	0.847	0.831
LT	0.881	0.884	0.886	0.889	0.891	0.893	0.896	0.898	0.900	0.902	0.905	0.893
LU		0.492	0.663	0.745	0.708	0.713	0.718	0.772	0.786	0.790	0.804	0.750
LV	0.892	0.895	0.897	0.899	0.901	0.903	0.906	0.908	0.910	0.912	0.914	0.903
NL	0.830	0.877	0.879	0.885	0.888	0.890	0.892	0.887	0.890	0.892	0.894	0.886
PT	0.770	0.774	0.779	0.783	0.788	0.792	0.796	0.801	0.805	0.828	0.832	0.797
SI	0.776	0.780	0.785	0.789	0.793	0.797	0.801	0.805	0.809	0.813	0.817	0.797
SK	0.816	0.820	0.824	0.828	0.831	0.835	0.838	0.842	0.845	0.848	0.851	0.834
Panel	0.816	0.819	0.820	0.818	0.821	0.825	0.829	0.834	0.838	0.842	0.847	0.829

Fonte: nostre elaborazioni

L'analisi ha inoltre comportato un approfondimento finalizzato ad individuare le principali variabili che influenzano, positivamente o negativamente, la possibilità di raggiungere un livello adeguato di efficienza, soprattutto dal punto di vista dei costi¹⁶. Diventa importante, se non fondamentale, capire quali siano i *driver* di questo processo al fine di trarre indicazioni operative sia a livello di *policy* per le autorità di regolamentazione e di controllo, che per gli stessi manager delle grandi banche sistemiche.

¹⁶ Le variabili esplicative sono state scelte sulla base delle risultanze della letteratura più recente in materia di X-efficiency e di economie di scala. Si veda a tale proposito Fethi, Pasiouras (2010) e Beccalli, Anolli, Borello (2015).

La TAB. 7 mostra i risultati di questa seconda analisi¹⁷.

La prima osservazione che emerge dai risultati indica che vi è un legame positivo e significativo tra efficienza e dimensione aziendale (misurata dal *Total Asset* espresso in forma logaritmica); ciò significa che le banche di maggiori dimensioni raggiungono sistematicamente livelli di efficienza migliori, sia dal punto di vista dei costi che dei profitti. Tale osservazione pone delle questioni relative alla capacità degli intermediari di sfruttare

¹⁷ Tutte le variabili utilizzate risultano significative e non presentano problemi di multicollinearità in quanto tutti i Vif (Variance Inflation Factor) sono inferiori a 10.

a proprio beneficio i vantaggi delle economie di scala.

TAB 7 - Determinanti significative del livello di efficienza di costo e di profitto

	COSTEFF	PROFITEFF
TIER1	0.00384*** (0.000234)	0.00152*** (9.42e-05)
LLRGL	0.00115*** (0.000241)	0.000775*** (9.69e-05)
GLTA	0.0884*** (0.0186)	0.0245*** (0.00749)
TSTA	0.0613*** (0.0167)	0.0284*** (0.00670)
LATA	-0.0749*** (0.0167)	-0.0310*** (0.00671)
EQTASS	-0.133*** (0.0503)	-0.0643*** (0.0202)
LNTOTASS	0.0316*** (0.00366)	0.00972*** (0.00147)
Costante	0.131* (0.0706)	0.622*** (0.0284)
Osservazioni	854	854
Numero di banche	102	102
R-quadro	0.509	0.522

Fonte: nostre elaborazioni

Per quanto concerne il modello di business l'analisi non fornisce indicazioni univoche; il core business di ciascuna banca è rappresentato dall'ammontare di risorse impiegate in attività creditizia di tipo tradizionale (misurato dal rapporto tra *gross loans* e *total asset*, GLTA) piuttosto che in attività di *investment banking* (misurato dal rapporto tra *total securities* e *total asset*, TSTA). Entrambe le variabili mostrano un impatto positivo e significativo sul livello di efficienza lasciando quindi intuire che non vi è un modello migliore rispetto all'altro (almeno sotto il profilo dell'efficienza).

L'impatto della liquidità (misurata dal rapporto tra *liquid asset* e *total asset*, LATA) appare, invece, negativo. Tale risultato non sorprende poiché, da un lato, è in linea con le principali teorie dell'intermediazione creditizia che interpretano la liquidità come un costo opportunità rispetto alle

altre possibilità di impiego; dall'altro tale evidenza rispecchia le recenti tendenze in termini di preferenza per la liquidità. Infatti, a seguito delle operazioni di politica monetaria di natura non convenzionale realizzate dalla BCE negli ultimi anni¹⁸ e del livello ormai anche negativo dei tassi di interesse, le banche si sono trovate costrette a ridurre le proprie riserve liquide (soprattutto quelle depositate presso la banca centrale) cercando altresì di effettuare maggiori impieghi sia sotto forma di prestiti alla clientela, sia attraverso la sottoscrizione di titoli (soprattutto pubblici).

Il contributo del capitale regolamentare (misurato dal Tier1) rispetto al livello di efficienza è positivo sia con riferimento ai costi che ai profitti; ciò dimostra come il mercato sia in grado di apprezzare i benefici derivanti da un adeguato livello di capitalizzazione in grado di fornire un presidio a fronte dei principali rischi insiti nell'attività di intermediazione. Diverso e per certi versi contrastante, appare il ruolo del capitale azionario: il legame negativo che emerge dai risultati del modello lascia intuire che dal punto di vista funzionale, a parità di impieghi (in crediti e in titoli), la detenzione di un elevato ammontare di capitale proprio è interpretata come un costo opportunità.

Infine, con riferimento all'atteggiamento degli intermediari nei confronti del rischio di credito, l'analisi evidenzia un legame positivo e significativo tra il livello di accantonamenti prudenziali effettuati da ciascun intermediario (misurato dal rapporto tra *loan loss reserves* e *gross loans*, LLRGL) e il livello di efficienza conseguito. Anche in questo caso i risultati del modello utilizzato confermano le recenti tendenze in atto nel mondo bancario: gli intermediari più efficienti risultano essere quelli che non soltanto hanno dimostrato di possedere un portafoglio

¹⁸ Si veda a tale proposito il capitolo 1 in questo numero di Osservatorio Monetario.

crediti di miglior qualità, ma che hanno anche progressivamente incrementato le coperture a fronte del rischio di credito mostrando un atteggiamento più prudentiale.

4. Conclusioni

Il lavoro si è focalizzato sull'analisi dell'efficienza di costo, dell'efficienza di profitto e delle loro determinanti negli intermediari europei sottoposti alla vigilanza diretta della Banca Centrale Europea.

I risultati mostrano che le banche dedicano particolare attenzione a questa problematica e che è in corso, ormai da anni, un processo di ottimizzazione delle politiche gestionali volto a recuperare redditività. Attualmente il livello di efficienza delle più grandi banche del sistema europeo si attesta attorno ad una soglia del 83-84%, frutto di un continuo e costante miglioramento che ha caratterizzato l'ultimo decennio, sia dal punto di vista del contenimento dei costi, sia dal punto di vista dell'aumento dei profitti.

L'analisi è stata, inoltre, estesa al fine di identificare i driver che hanno guidato tale processo così da poter trarre informazioni utili per i manager degli intermediari e per le autorità di vigilanza. I risultati mostrano che le dimensioni assunte dalle banche hanno avuto un ruolo fondamentale in quanto le banche più grandi (in termini di *total asset*) sono risultate anche le più efficienti. Sarebbe dunque auspicabile che le banche minori, che spesso operano nei paesi periferici dell'Eurozona, iniziassero un serio processo di consolidamento così come è accaduto ormai da diversi decenni per le banche dei paesi più sviluppati. Questo fatto pone, peraltro, interessanti spunti di riflessione per future indagini orientate a valutare le economie di scala del settore del credito. Un altro fattore che ha mostrato un impatto positivo sul raggiungimento di elevati livelli di efficienza è l'atteggiamento

prudentiale nei confronti dei rischi: il livello di capitale regolamentare detenuto da ciascuna banca e il grado di copertura dei prestiti sono entrambi fattori che evidenziano un legame positivo e particolarmente significativo con il grado di efficienza.

Bibliografia

- Altunbas Y., Gardener E.P.M., Molyneux P., Moore B. (2001), Efficiency in European Banking, in *European Economic Review*, Vol. 45, No. 10, pp. 1931-1955.
- Assaf A.G., Barros C.P., Matousek R. (2011), Productivity and efficiency analysis of Shinkin banks: Evidence from bootstrap and Bayesian approaches, in *Journal of Banking and Finance*, Vol. 35, No. 2, pp. 331-342.
- Banfi A., Borello G., Pampurini F. 2011, Una stima del livello di efficienza delle società di gestione del risparmio operanti in Italia, *Osservatorio Monetario*, n. 2.
- Barros C.P., Ferreira C., Williams J. (2007), Analysing the determinants of performance of best and worst European banks: A mixed logit approach, in *Journal of Banking and Finance*, 31(7), pp. 2189-2203.
- Beccalli E., Anolli M., Borello G. (2015), Are European banks too big? Evidence on economies of scale, in *Journal of Banking and Finance*, Vol. 58, pp. 232-246.
- Beccalli E., Casu B., Girardone C. (2006), Efficiency and Stock Performance in European Banking, in *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 33, No. 1-2, pp. 245-262.
- Berger A.N., Mester L.J. (1997), Inside the black box: What explains differences in the efficiencies of financial institutions, in *Journal of Banking and Finance*, Vol. 21, No. 7, pp. 895-974.

- Casu B., Molyneux P. (2003), A comparative study of efficiency in European banking, in *Applied Economics*, Vol. 35, No. 17, pp. 1865-1876.
- Dietsch M., Lozano-Vivas A. (2000), How the environment determines the efficiency of banks: a comparison between French and Spanish banking industry, in *Journal of Banking and Finance*, Vol. 24, No. 6, pp. 985-1004.
- Diewert W.E. (1974), Applications of duality theory, in *Frontiers of Quantitative Economics*, Vol. II.
- Fethi M.D., Pasiouras F. (2010), Assessing bank efficiency and performance with operational research and artificial intelligence techniques: A survey, in *European Journal of Operational Research*, No. 204, pp. 189-198.
- Fiordelisi F., Marques-Ibanez D., Molyneux P. (2011), Efficiency and risk in European banking, in *Journal of Banking and Finance*, Vol. 35, No. 5, pp. 1315-1326.
- Girardone C., Molyneux P., Gardener, E.P.M. (2004), Analysing the determinants of bank efficiency: the case of Italian banks, in *Applied Economics*, Vol. 36, No. 3, pp. 215-227.
- Kasman A., Yildirim C. (2006), Cost and profit efficiencies in transition banking: the case of new EU members, in *Applied Economics*, 38:9, pp. 1079-1090.
- Lozano-Vivas A., Pastor J.T., Pastor J.M. (2002), An Efficiency Comparison of European Banking Systems Operating under Different Environmental Conditions, in *Journal of Productivity Analysis*, 18, pp. 59-77.
- Maudosa J., Pastor J.M., Pérez F., Quesada J. (2002), Cost and profit efficiency in European banks, in *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 12, Issue 1, February, pp. 33-58.
- Pastor J.M., Serrano L. (2005), Efficiency, endogenous and exogenous credit risk in the banking systems of the Euro area, in *Applied Financial Economics*, 15:9, pp. 631-649.
- Sealey C., Lindley J.T. (1977), Inputs, Outputs and a Theory of Production and Cost at Depository Financial Institutions, in *Journal of Finance*, Vol. 32, No. 4, pp. 1251-1266.
- Shephard R.W. (1970), *Theory of Cost and Production Functions*, Princeton University Press, Princeton, NJ.
- Varian H.R. (1990), Goodness-of-fit in optimizing models, in *Journal of Econometrics*, Volume 46, Issues 1-2, October-November 1990, Pages 125-140.
- Weill L. (2004), Measuring Cost Efficiency in European Banking: A Comparison of Frontier Techniques, in *Journal of Productivity Analysis*, No. 21, pp. 133-152.



3. BREXIT: MA QUALE BREXIT? SCELTE MULTIPLE PER IL GOVERNO INGLESE ♦

Introduzione

Il Regno Unito ha da sempre un rapporto conflittuale con l'Unione Europea (UE) e le istituzioni comunitarie, ma nessuno, tantomeno i sostenitori del Brexit, si sarebbe mai aspettato un risultato, sebbene con un margine limitato, favorevole all'uscita dalla UE. Paradossalmente nei prossimi anni Londra e Bruxelles saranno legate a doppio filo, entrambe impegnate a districare rapporti istituzionali, commerciali e finanziari, e un impianto legislativo costruito negli anni per promuovere l'integrazione economica europea e il mercato unico. A questa impresa di grande complessità, per la quale non esiste alcuna guida o formato, dovrà fare seguito la definizione di nuovi rapporti commerciali.

Questo contributo esplora le opzioni che il governo inglese dovrà considerare una volta deciso quale approccio seguire, se *hard Brexit* o *soft Brexit*. Al momento non è ancora chiaro come il governo intenda muoversi e se occorrerà l'approvazione del parlamento per procedere con Brexit. Ma prima di entrare nel vivo della questione è opportuno considerare la profonda antipatia che il Regno Unito da sempre nutre nei confronti della UE. Brexit non si è materializzato dal nulla, ma è il risultato di quarant'anni di screzi e incomprensioni.

1. La Gran Bretagna e l'Europa: da sempre un rapporto difficile

Nel gennaio del 1973, dopo essere stato respinto due volte a seguito del voto contrario di Charles de Gaulle,¹ il Regno Unito entra nel gruppo di

paesi che formano la Comunità economica europea (CEE). L'ammissione viene formalizzata nel gennaio del 1973 e successivamente ratificata attraverso un referendum che il primo ministro laburista Harold Wilson indice nel giugno del 1975. Il 67 per cento dei votanti è favorevole alla CEE.²

Sin dall'inizio i rapporti tra Londra e le istituzioni comunitarie sono improntati su tensioni e diffidenza reciproca. Negli anni '80 Il governo conservatore di Margaret Thatcher entra in rotta di collisione con Bruxelles su questioni che vanno dalle politiche agricole a quelle sociali. Dopo avere ottenuto una serie di concessioni, incluso una significativa riduzione (nel 1984) del contributo inglese al bilancio comunitario,³ Margaret Thatcher non riesce a placare le ansie dei parlamentari conservatori euroscettici e nel novembre 1990 è costretta alle dimissioni. È importante ricordare questo episodio nel contesto del dibattito attuale su Brexit e sottolineare che l'euroscetticismo è da quasi trent'anni un elemento caratterizzante del partito conservatore inglese.

Nel frattempo il progetto di integrazione europea continua. Tra il 1986 e il 1992, con l'Atto Unico Europeo, i dodici paesi membri della CEE pongono le fondamenta per il varo, nel 1993, del mercato unico.⁴ Nello stesso anno la CEE viene

<https://www.theguardian.com/politics/2016/jun/25/a-timeline-of-britains-eu-membership-in-guardian-reporting>.

² The Telegraph (2016), 'Britain's 40 year relationship with the EU', 16 giugno, <http://www.telegraph.co.uk/news/2016/06/16/britains-40-year-relationship-with-the-eu/>.

³ Menon, A. e Salter, J.-P. (2016), 'Brexit: initial reflections', *International Affairs*, 92(6) p.1299.

⁴ Tra il 1986 e il 1992, in preparazione per il mercato unico, i dodici paesi membri della CEE, incluso il Regno Unito, approvano una complessa architettura legislativa composta di 280 regolamentazioni. Commissione Europea (2012), *20 years of the*

♦ A cura di Paola Subacchi.

¹ The Guardian (2016), 'A timeline of Britain's EU membership in Guardian reporting', 25 giugno,

trasformata nell'Unione Europea (UE) creando così un'area all'interno della quale beni, servizi, capitali e individui possono muoversi liberamente. A partire dal 1993 quest'area viene allargata, includendo dal 2004 molti dei paesi dell'Europa centrale e orientale che fino alla caduta del muro di Berlino nel 1989 facevano parte del blocco sovietico.

La libera circolazione degli individui trova fondamento nel Trattato di Schengen che abolisce i controlli alle frontiere consentendo ai cittadini dei paesi aderenti al trattato di muoversi liberamente senza passaporto. L'accordo viene firmato nel 1985 su iniziativa di alcune stati membri e viene esteso a tutta la UE, eccetto Regno Unito e Irlanda, nel 1997.⁵ Schengen è uno dei pilastri su cui si fonda il mercato unico anche se non è formalmente parte della legislazione relativa al mercato unico.⁵ Il Trattato sull'Unione Europea - o Trattato di Maastricht - firmato nel febbraio del 1992 pone invece le fondamenta dell'Unione economica e monetaria, e quindi della moneta unica e della Banca Centrale Europea (BCE), dando così una dimensione monetaria al mercato unico.⁶

Il primo ministro inglese John Major, che nel frattempo è subentrato a Margaret Thatcher, ratifica il Trattato di Maastricht e ottiene per il Regno Unito di essere permanentemente escluso dall'obbligo di entrare nell'unione monetaria (*opt-out clause*). Allo stesso tempo Major ottiene di

rimuovere dai documenti ufficiali il termine 'federale' in riferimento alle istituzioni comunitarie. Nonostante queste concessioni Major si trova ad affrontare la ribellione dei parlamentari conservatori euroscettici che sono contrari al conferimento di ulteriori poteri a Bruxelles. Tra tensioni e dissidi interni che minano l'unità del partito conservatore il parlamento inglese ratifica il Trattato di Maastricht alla fine del 1993.

La questione della partecipazione del Regno Unito all'unione monetaria si ripresenta nel 2001, due anni dopo l'introduzione dell'euro negli undici paesi fondatori. Tony Blair, il primo ministro laburista eletto con una larga maggioranza nel 1997, sostiene l'ingresso del Regno Unito nell'unione monetaria, ma trova forte resistenza nel cancelliere dello scacchiere Gordon Brown (tra i due c'è una strisciante rivalità che in seguito diventerà aperta inimicizia). Brown chiede a un gruppo di esperti un parere sui costi e benefici di un'eventuale adesione all'euro. Il parere negativo mette a tacere la questione mentre la crisi dell'euro dieci anni dopo chiuderà per sempre il capitolo euro - nonostante nel frattempo l'unione monetaria si sia estesa a diciannove paesi.

2. David Cameron tra euroscettici e Europa

La questione europea, rimasta sopita durante i tredici anni di governo laburista, torna alla ribalta quando il conservatore moderato David Cameron diventa primo ministro, nel 2010, in un governo di coalizione con i Liberal-democratici - l'unico partito inglese senza alcuna deriva euroscettica. Le elezioni evidenziano l'ascesa del partito indipendentista UKIP che fa dell'uscita del Regno Unito dalla UE il punto unico del suo programma. L'opposizione degli euroscettici conservatori nei confronti di Cameron e delle sue politiche

European Single Market: Together for new growth, Main achievements, Luxembourg: Publications Office of the European Union, http://ec.europa.eu/internal_market/publications/docs/20years/achievements-web_en.pdf, p.7.

⁵ Commissione Europea (2012), *20 years of the European Single Market*, cit., p.9.

⁶ Commissione Europea (2014), *The European Union Explained: Economic and monetary union and the euro*, Luxembourg: Publications Office of the European Union, p.4.

considerate troppo accondiscendenti nei confronti di Bruxelles diventa presto palpabile.

All'inizio del 2013 Cameron promette di indire un referendum, nel caso di rielezione nel 2015, nel quale chiedere se il Regno Unito debba continuare a rimanere nella UE. Nelle intenzioni di Cameron la domanda referendaria dovrebbe essere formulata su una serie di riforme - o concessioni - che il premier prevede di ottenere dalla UE. L'obiettivo è quello di rinegoziare un nuovo rapporto con una UE 'riformata' e poi andare al voto referendario entro il 2017.⁷

Quella che sarebbe dovuta essere una mossa strategica per ricompattare il partito e isolare le frange euroscettiche si rivela da subito una bomba a orologeria. Innanzitutto la prospettiva di un referendum sull'Europa crea una frattura insanabile all'interno della coalizione di governo - i liberal-democratici pagheranno duramente l'alleanza con i conservatori alle elezioni del 2015. Inoltre, la data del referendum diventa oggetto di continue speculazioni con gli euroscettici che premono per blindarla, con o senza i conservatori al governo, nei mesi immediatamente successivi alle elezioni. Infine già nel 2013, ben prima che si concretizzi la possibilità del referendum, comincia la campagna elettorale che fa perno sul diffuso e radicato euroscetticismo inglese, e il dibattito politico comincia a essere dominato dal referendum.⁸

Insularità, interesse nazionale, liberismo economico e mercati meno regolamentati, preponderanza del settore finanziario, sono alcuni

dei motivi che spiegano in parte la diffidenza, e per alcuni l'avversione, degli Inglesi nei confronti della UE. Nella primavera del 2013, secondo una rilevazione di YouGov il 43 per cento del campione intervistato avrebbe votato per lasciare la UE, mentre il 35 per cento avrebbe mantenuto lo status quo - il 17 per cento si era detto incerto.⁹ Nel frattempo nel 2014 UKIP ottiene il 27,5 per cento dei voti e 24 seggi nelle elezioni del parlamento europeo. Nell'anno successivo si conferma come terzo partito in termini di voti (12,6 per cento) nelle elezioni politiche inglesi.¹⁰ La pressione da parte dei conservatori euroscettici diventa più forte e il rischio di deriva verso UKIP più tangibile. A Cameron, dunque, non rimane altra scelta che quella di indire il referendum.

3. Verso il referendum

L'approccio di Cameron è chiaro sin dall'inizio: negoziare un nuovo accordo con la UE che tenga in maggior considerazione l' 'eccezionalismo' inglese - l'idea che esistano condizioni storiche, istituzionali e culturali che fanno del Regno Unito un paese a sé stante rispetto ai paesi della cosiddetta Europa continentale. Una volta raggiunto tale accordo agli elettori sarebbe chiesto di esprimersi se continuare a fare parte della UE. Come abbiamo già discusso non è la prima volta che un primo ministro inglese si impunta per ottenere concessioni uniche in nome

⁷ The Guardian (2016), 'A timeline of Britain's EU membership in Guardian reporting', cit.

⁸ Goodwin, M. and Milazzo, C. (2015), *Britain, the European Union and the Referendum: What Drives Euro-scepticism?*, Briefing, London: Royal Institute of International Affairs, <https://www.chathamhouse.org/sites/files/chathamhouse/publications/research/20151209Euro-scepticismGoodwinMilazzo.pdf>, pp.2-3.

⁹ YouGov, Europe Referendum Tracker, http://d25d2506sfb94s.cloudfront.net/cumulus_uploads/document/aids5fozozs/YG-Archives-Pol-Trackers-Europe-250413.pdf.

¹⁰ BBC News (2015), 'Election 2015', <http://www.bbc.co.uk/news/election/2015/results> e BBC News (2010), 'Election 2010', <http://news.bbc.co.uk/1/shared/election2010/results/>. Il sistema elettorale inglese 'first past the post' che assegna il seggio a chi ottiene il maggior numero di voti di fatto riduce la presenza di UKIP alla Camera dei Comuni a un solo deputato.

dell'eccezionalismo inglese - ricordiamo gli *opt-out* dai trattati di Maastricht e di Schengen, e in anni più recenti la riduzione in termini reali dei contributi inglesi al bilancio comunitario ottenuta nel 2010.¹¹ Tuttavia è la prima volta che il Regno Unito avanza una serie di richieste per riforme in quattro aree fondamentali della UE: sovranità nazionale, immigrazione, *governance* economica e regolamentazioni.¹²

Il pacchetto di riforme che David Cameron riesce faticosamente a strappare ai colleghi europei, nel febbraio del 2016, è per certi versi eccezionale, ma divide il governo e il paese. A salvaguardia dell'autonomia inglese all'interno della UE viene concesso al Regno Unito di dissociarsi dall'impegno verso una maggiore integrazione economica e politica "*an ever-closer union*". (Per gli stati membri dell'Unione Monetaria maggiore integrazione, per esempio attraverso l'unione fiscale, è ritenuta necessaria per il buon funzionamento, o addirittura la sopravvivenza dell'euro.) Il Regno Unito ottiene inoltre di non essere coinvolto negli eventuali salvataggi condotti all'interno dell'Eurozona.

Dove Cameron fallisce agli occhi della stampa euroscettica e di parte dell'opinione pubblica è nella modifica del principio della mobilità individuale all'interno della UE e il ripristino di alcune delle prerogative dei parlamenti nazionali - nonostante alcune concessioni ottenute anche in queste aree.¹³ I sostenitori della campagna per

l'uscita dalla UE - 'Leave' - impugnano i risultati dei negoziati tra Cameron e la UE per sostenere che la UE non possa essere riformata dall'interno: l'uscita è quindi la migliore opzione per il Regno Unito.

La campagna referendaria è serrata e si gioca soprattutto sul tema dell'immigrazione che molti ritengono essere fuori controllo. Il numero degli immigrati al netto degli emigrati è infatti cresciuto significativamente soprattutto a seguito dell'allargamento della UE nel 2004. Nel 2014, per esempio, 313,000 persone sono immigrate contro 78,000 del 1994.¹⁴

L'esito del referendum segna la vittoria del Leave con circa il 52 per cento dei voti e rimanda l'immagine di un paese profondamente diviso. Da una parte la Scozia e l'Irlanda del Nord che hanno votato per restare nella UE - 62 e 56 per cento rispettivamente¹⁵ - dall'altra l'Inghilterra e il Galles che hanno votato per uscire. È un voto che anche divide i grandi centri urbani - Manchester, Bristol, Sheffield, Brighton - dai piccoli centri, le città universitarie - Oxford, Cambridge, Bath - dai paesi della campagna inglese, Londra dalle zone rurali, i giovani - in proporzione massiccia per l'Europa - dagli ultra cinquantenni. Un campione di 12,369 votanti mostra che il 73 per cento dei giovani tra i 18 e i 24 anni ha votato per rimanere contro il 40 per cento degli ultra sessantacinquenni.¹⁶ Il 57 per cento dei laureati ha

¹¹ HM Treasury (2016), *HM Treasury analysis: the long-term economic impact of EU membership and the alternatives*, London: HM Government, https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/517415/treasury_analysis_economic_impact_of_eu_membership_web.pdf, p.10.

¹² BBC News (2016), 'EU reform deal: What Cameron wanted and what he got', 20 febbraio, <http://www.bbc.co.uk/news/uk-politics-eu-referendum-35622105>.

¹³ Ibid.

¹⁴ Office for National Statistics (2016), 'Migration Statistics Quarterly Report: August 2016', 25 agosto, <http://www.ons.gov.uk/peoplepopulationandcommunity/populationandmigration/internationalmigration/bulletins/migrationstatisticsquarterlyreport/august2016>.

¹⁵ BBC News (2016), 'EU Referendum, Results', 24 giugno, http://www.bbc.co.uk/news/politics/eu_referendum/results

¹⁶ Lord Ashcroft Polls (2016), 'How the United Kingdom voted on Thursday...and why', 24 giugno, <http://lordashcroftpolls.com/2016/06/how-the-united-kingdom-voted-and-why/>

votato 'Remain' mentre il 64 per cento di persone con un basso livello di istruzione ha votato 'Leave'.¹⁷

Quali sono le motivazioni principali che hanno spinto molti a votare 'Leave'? Il 49 per cento indica la necessità di restaurare la sovranità nazionale, vale a dire che "le decisioni che riguardano il Regno Unito devono essere prese dal Regno Unito." Per circa il 34 per cento il voto scaturisce dal desiderio di controllare l'immigrazione e le frontiere.¹⁸ Per meno del 20 per cento è un voto di protesta. È quindi difficile identificare una ragione che unifichi tutti coloro che hanno votato per l'uscita e questo complica enormemente il già complesso processo negoziale che attende il governo inglese. Quali sono gli interessi a cui dare priorità? Una nuova politica migratoria che ponga fine alla libera circolazione degli individui? Oppure è l'accesso al mercato unico?

4. "Brexit vuole dire Brexit"

Nelle intenzioni di Theresa May¹⁹ la direzione del governo è chiara: negoziare la separazione dalla UE in modo conforme alla volontà popolare emersa dal referendum del 23 giugno. Quello che non è chiaro, invece, è se la separazione debba procedere in parallelo alla negoziazione di un nuovo rapporto con la UE che mantenga l'accesso al mercato unico e la maggior parte delle prerogative dell'unione doganale. La City, la Confederation of British Industry e le grandi imprese spingono perché prevalga questo

approccio – il cosiddetto *soft Brexit*²⁰ – in cambio di alcune concessioni in aree come l'immigrazione. La parte euroscettica del partito conservatore invece punta a una *hard Brexit* dove la sovranità del parlamento e delle istituzioni nazionali non viene diluita da concessioni fatte per garantire l'accesso, anche parziale, al mercato unico e all'unione doganale. *Hard Brexit* significa in sostanza riottenere il completo controllo sulle politiche migratorie, creare una politica commerciale indipendente e rinunciare al diritto di influenzare le politiche UE.

Il governo non ha ancora reso note le priorità e gli obiettivi delle negoziazioni una volta che la procedura Brexit, in base all'articolo 50 del Trattato di Lisbona, verrà avviata. Non solo, ma gli stessi ministri con responsabilità per Brexit – Boris Johnson agli esteri, Liam Fox al commercio internazionale e David Davis al ministero per l'uscita dalla UE – sembrano avere opinioni divergenti. David Davis, per esempio, si è apertamente schierato a favore di *hard Brexit* dichiarando che è improbabile che il Regno Unito rimanga nel mercato unico – commento che ha immediatamente provocato la presa di distanza della May.²¹ Ma la stessa May in un paio di occasioni ha lasciato intendere che il controllo delle frontiere – e quindi dei flussi migratori – rappresenta un punto non negoziabile.²²

²⁰ BBC News (2016), 'Brexit: What are the options?' 10 ottobre, <http://www.bbc.co.uk/news/uk-politics-37507129>.

²¹ Asthana, A. (2016), 'David Davis's single market stance 'not government policy'', *The Guardian*, 6 settembre, <https://www.theguardian.com/politics/2016/sep/06/david-davis-single-market-stance-not-government-policy>.

²² Swinford, S. (2016), 'Theresa May vows Brexit deal will limit migration whatever the impact on EU trade, 31 agosto, <http://www.telegraph.co.uk/news/2016/08/31/theresa-may-vows-to-make-controls-on-eu-migrants-a-red-line-duri/>.

¹⁷ Ibid.

¹⁸ Lord Ashcroft Polls (2016), 'How the United Kingdom voted on Thursday...and why', cit.

¹⁹ Theresa May è subentrata al dimissionario Cameron nel luglio 2016.

Il governo ha indirettamente rivelato un'altra priorità quando, all'inizio di novembre, è stata resa pubblica una lettera inviata da Greg Clark, il ministro per le politiche energetiche e industriali, a Nissan nella quale rassicura la casa automobilistica giapponese – presente con stabilimenti di montaggio a Sunderland, nel nord dell'Inghilterra – promettendo che la nuova relazione commerciale con la UE “sarà priva di impedimenti.”²³ Ulteriori dettagli emersi da questa vicenda evidenziano l'intenzione del governo di negoziare con la UE un accordo che esenti il settore automobilistico da tariffe daziarie.

Nonostante le rassicurazioni della May che la linea del governo è chiara, ma non può essere rivelata per non compromettere la posizione negoziale del Regno Unito, l'impressione è che priorità e obiettivi per Brexit siano tutt'altro che definiti. Nel tentativo di fare chiarezza in ottobre il primo ministro aveva inequivocabilmente fissato a marzo 2017 la data di avvio della procedura di uscita dalla UE come previsto dall'articolo 50.²⁴ Tuttavia, questa data rimane al momento incerta a seguito della sentenza dell'Alta Corte, secondo cui spetta al parlamento ratificare la decisione del governo di avviare tale procedura. Il governo ha presentato ricorso alla Corte Suprema che dovrebbe esprimersi all'inizio di dicembre.²⁵ Se, come ci si aspetta, la sentenza

sarà favorevole al parlamento dove la maggioranza dei parlamentari sostiene il ‘soft Brexit’, i tempi di avvio della procedura dovrebbero allungarsi in misura considerevole.

Una volta avviata la procedura, l'articolo 50 prevede un periodo massimo di due anni durante i quali negoziare l'uscita dalla UE.²⁶ Dal momento che la Gran Bretagna è il primo paese membro della UE ad avviare la procedura di uscita, è difficile prevederne la complessità. È tuttavia ragionevole aspettarsi che le negoziazioni saranno più complesse di quelle necessarie per la maggior parte degli accordi commerciali. Negoziare Brexit equivale a giocare una partita a scacchi su più scacchiere dato il numero, la complessità e diversità delle questioni - come sovranità, ordinamento giuridico, immigrazione, rapporti commerciali. Più di un centinaio di accordi commerciali stipulati dalla UE, oltre a tutta la regolamentazione relativa alla tutela dei consumatori, verrebbero a cessare al momento dell'uscita dalla UE.²⁷

Un esempio delle difficoltà per il Regno Unito implicite nella procedura di uscita riguarda le regole relative agli appalti pubblici contenute nell'Accordo sugli appalti pubblici, un trattato internazionale sotto l'egida dell'Organizzazione mondiale del commercio (OMC) che consente a imprese registrate nella UE di partecipare a bandi e contratti pubblici in qualsiasi stato membro. Il mercato delle commesse pubbliche rappresenta

²³ House of Commons Hansard (2016), ‘Nissan: Sunderland’, Vol. 616, 31 ottobre, <https://hansard.parliament.uk/commons/2016-10-31/debates/3BAC6B0F-E41B-431D-8062-C42D89C9ADA8/NissanSunderland>.

²⁴ BBC News (2016), ‘Brexit: Theresa May to trigger Article 50 by end of March’, 2 ottobre, <http://www.bbc.co.uk/news/uk-politics-37532364>.

²⁵ BBC News (2016), ‘Brexit court defeat for UK government’, 3 novembre <http://www.bbc.co.uk/news/uk-politics-37857785> e BBC News (2016), ‘Brexit court ruling appeal date set for 5 December’, <http://www.bbc.co.uk/news/uk-politics-37913911>.

²⁶ European Union (2008), ‘Article 50’, *The Lisbon Treaty*, <http://www.lisbon-treaty.org/wcm/the-lisbon-treaty/treaty-on-european-union-and-comments/title-6-final-provisions/137-article-50.html>.

²⁷ Lydgate, E., Rollo, J. and Wilkinson, R. (2016), *The UK Trade Landscape After Brexit*, UK Trade Policy Observatory, ottobre, London: Royal Institute of International Affairs, <https://www.chathamhouse.org/sites/files/chathamhouse/publications/research/2016-10-06-uktpo-uk-trade-landscape-lydgate-rollo-wilkinson.pdf>, p.1.

circa il 14 per cento del totale del prodotto interno lordo della UE e il Regno Unito vi partecipa attivamente. Una volta uscito dalla UE senza aver rinegoziato un nuovo trattato le sue imprese non avrebbero più il diritto di partecipare a contratti pubblici banditi da altri stati membri.²⁸

Alla complessità tecnica e alle tensioni tra il governo e il parlamento che rendono l'avvio della procedura di uscita un bersaglio mobile si aggiunge un contesto politico internazionale estremamente difficile. Le elezioni francesi e tedesche, rispettivamente nella primavera e autunno del 2017, presentano numerose incognite – soprattutto dopo la vittoria di Donald Trump negli Stati Uniti. Non si può quindi escludere cambiamenti significativi nelle agende nazionali o addirittura negli interlocutori della May. Infatti a differenza dei negoziati per l'euro che hanno un chiaro obiettivo finale, ogni stato membro della UE potrebbe avere interessi diversi o addirittura divergenti relativamente all'uscita del Regno Unito e alla formulazione di una nuova relazione con la UE.

5. Quale post-Brexit? Le possibili scelte per il governo

I rapporti commerciali tra il Regno Unito e la UE sono cresciuti in maniera significativa dalla creazione del mercato unico, al punto che oggi la UE è il principale partner commerciale del Regno Unito. Nel 2015 il 44 per cento delle esportazioni di beni e servizi inglesi, per un valore totale di 223 miliardi di sterline, è stato assorbito dalla UE, mentre il 14 per cento delle esportazioni - e l'11 per cento delle importazioni - è stato assorbito da paesi con accordi commerciali bilaterali con la UE

²⁸ UK Trade Policy Observatory (2016), *The World Trade Organisation: A Safety Net for a Post-Brexit UK Trade Policy?*, Briefing Paper 1, luglio, <https://www.sussex.ac.uk/webteam/gateway/file.php?name=briefing-paper-1.pdf&site=18> p.3.

come il Vietnam e il Cile.²⁹ Inoltre, tra tutti i paesi UE il Regno Unito è di gran lunga la destinazione preferita per gli investimenti diretti all'estero. Tre quarti delle imprese straniere presenti nel paese cita l'accesso al mercato unico come la ragione principale della loro presenza.³⁰

Pensare di avviare la procedura di uscita senza aver definito, almeno a grandi linee, la configurazione dei nuovi rapporti con la UE sarebbe sicuramente una scelta molto azzardata per il governo - anche se trova appoggio tra i sostenitori dell'*hard Brexit* come Liam Fox e David Davis. È importante ricordare che la procedura avviata dall'articolo 50 del Trattato di Lisbona comporta sia l'uscita dal mercato unico europeo sia dall'unione doganale della UE. Tocca quindi al governo inglese pensare a come riformulare sia i rapporti commerciali intra-UE - il mercato unico - sia quelli tra UE e paesi terzi - unione doganale - in modo da evitare di discostarsi eccessivamente dal rapporto di libero commercio oggi in vigore.

I partner commerciali, soprattutto le aziende straniere con succursali nel paese, hanno chiesto al governo di definire i termini dei futuri rapporti con la UE all'inizio della procedura di uscita per potersi preparare in vista di significative restrizioni al mercato unico.

Quali sono le possibili opzioni? Esistono schemi che regolano le relazioni commerciali della UE con stati non membri come la Norvegia e la Svizzera e offrono elementi che possono essere mutuati per modellare i nuovi rapporti con il Regno Unito. Il governo inglese ha reso nota

²⁹ Ibid.

³⁰ HM Treasury (2016), *HM Treasury analysis: the long-term economic impact of EU membership and the alternatives*, London: HM Government, https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/517415/treasury_analysis_economic_impact_of_eu_membership_web.pdf, p.9.

l'intenzione di non seguire alcun schema esistente e di volere creare un nuovo rapporto con la UE che potrebbe includere – il condizionale qui è di rigore – contributi al bilancio UE in cambio dell'accesso al mercato unico.³¹ È tuttavia impossibile prescindere da questi schemi già collaudati anche se non possono essere completamente replicati e applicati al caso inglese.³²

6. Il modello norvegese e l'Area economica europea

Tra le opzioni per un *soft Brexit* l'accesso al mercato unico europeo attraverso l'appartenenza all'Area economica europea (*European Economic Area*, EEA) - il modello norvegese - è quella che comporterebbe il minor impatto economico; in compenso presenta i maggiori ostacoli politici. Aderendo alla EEA il Regno Unito, come del resto la Norvegia, dovrebbe contribuire al bilancio comunitario e adottare legislazione, regolamentazione e standard decisi e imposti dalla UE, ma avrebbe autonomia nel campo della giustizia, degli affari interni, dell'agricoltura e della pesca. L'ingresso nella EEA, inoltre, eviterebbe al Regno Unito di negoziare nuovi rapporti commerciali con la UE.³³ La Norvegia, per esempio, pur essendo fuori dalla UE, mantiene una stretta relazione commerciale grazie all'appartenenza alla EEA; 80 per cento delle

esportazioni sono verso la UE e 60 per cento delle importazioni provengono dalla UE.³⁴

Sembrirebbe la soluzione ideale, perlomeno per gli anni di transizione tra l'uscita dalla UE e la definizione di nuovi rapporti commerciali. È la soluzione auspicata, dietro le quinte, da molti addetti ai lavori. Si tratterebbe comunque di una posizione inferiore a quella di cui il Regno Unito beneficia come membro a tutti gli effetti dell'unione doganale della UE e del mercato unico.³⁵ In sostanza i prodotti importati nel Regno Unito da paesi extra-UE e poi esportati nel resto della UE non avrebbero più un'origine preferenziale e sarebbero soggetti a un diverso trattamento tariffario. Di conseguenza dovrebbero essere introdotti controlli doganali per assicurare che merci prodotte nel Regno Unito con l'impiego di materie prime e semi-lavorati di provenienza extra-UE siano conformi alla normativa relativa alle regole di origine.³⁶ Per esempio, per i veicoli a motore, i materiali di provenienza extra-UE non possono eccedere il 40 per cento del valore del prodotto finito.³⁷

³¹ Sky News (2016), 'Philip Hammond ditches gloomy Treasury forecasts on Brexit', 19 ottobre, <http://news.sky.com/story/philip-hammond-ditches-gloomy-treasury-forecasts-on-brex-10623669>

³² Menon, A. and Salter, J.-P. (2016), 'Brexit: initial reflections', cit., p. 1316.

³³ Lydgate, E., Rollo, J. and Wilkinson, R. (2016), *The UK Trade Landscape After Brexit*, cit., p.2.

³⁴ Royal Norwegian Embassy (2016), 'Norway and the EU Single Market', 11 luglio, <http://www.norway.org.uk/norwayandcountry/Current-Affairs/Norwegian-Politics/NORWAY-EU-AND-EEA/>.

³⁵ Holmes, P. (2016), 'RoOS and Rules: Why the EEA is not the same as Membership of the Single Market', Briefing Paper 3, 5 ottobre, Sussex: University of Sussex, UK Trade Policy Observatory, <https://www.sussex.ac.uk/webteam/gateway/file.php?name=briefing-paper-3.pdf&site=18>, p.4.

³⁶ Holmes, P. (2016), 'RoOS and Rules', cit., p.2.

³⁷ European Free Trade Association (1994), 'Appendix 2 to the Protocol on Rules of Origin', Geneva: European Free Trade Association, <http://www.efta.int/sites/default/files/documents/legal-texts/eea/the-eea-agreement/Protocols%20to%20the%20Agreement/protocol4.pdf;%20http://www.efta.int/media/documents/legal-texts/free-trade-relations/ukraine/annexes-and->

In sostanza, con l'uscita dalla UE, ma mantenendo l'accesso al mercato unico, il Regno Unito aumenterebbe il fardello burocratico e i costi di transazione - esattamente l'opposto di quello che intendono ottenere coloro che hanno votato 'Leave'. Tutto questo andrebbe inoltre a svantaggio di molte imprese che localizzano la fase finale di assemblaggio di prodotti finiti nel Regno Unito. Sarebbe infatti meno conveniente importare materie prime e semi-manufatti da paesi non-EU.

L'uscita dalla UE e l'ingresso nell'EEA sarebbe un *second best* per il Regno Unito anche per quanto riguarda la formulazione della politica estera comune e delle strategie UE per la difesa e sicurezza, da cui Londra sarebbe esclusa.³⁸ Infine, l'appartenenza all'EEA comporta obblighi come l'adesione al trattato di Schengen e quindi l'accettazione del principio della circolazione degli individui all'interno della UE che, come abbiamo visto, è una questione spinosa per il governo inglese.

In sostanza il Regno Unito si troverebbe nella situazione di dover applicare regole e decisioni formulate e prese a Bruxelles senza avere ufficialmente voce in capitolo - una situazione politicamente difficile per un paese abituato a contare in Europa. (Nel 2015 il PIL inglese ammontava a nove volte quello norvegese - 2700 miliardi di dollari contro 318.³⁹) Soprattutto nell'ambito dei trattati commerciali internazionali

[protocols/Protocol%20RoO%20-%20Appendix%202%20-%20List%20Rules.pdf](#)
p.92.

³⁸ Whitman, R. G. (2016) 'The EEA: A Safe Harbour in the Brexit Storm', Chatham House Expert Comment, 17 giugno, <https://www.chathamhouse.org/expert/comment/eea-safe-harbour-brexit-storm>.

³⁹ OECD.Stat (2016), 'Gross domestic product (GDP): Gross domestic product (annual)', <http://stats.oecd.org/>.

il Regno Unito non potrebbe firmare accordi con paesi non-EU che includano standard e regolamentazioni meno restrittivi rispetto a quelli di norma nei trattati UE.⁴⁰

Non sorprende quindi che la May ritenga che il modello norvegese non sia applicabile al Regno Unito. I negoziati però sono ancora completamente aperti e quindi tutto è negoziabile, incluso un accordo che mantenga l'*opt-out* inglese per Schengen - e per Maastricht - anche all'interno dell'EEA. Allo stato attuale dei fatti sembra improbabile che la UE sia disposta a cedere proprio sulla questione della mobilità individuale e più in generale ad offrire concessioni che potrebbero creare un precedente e indurre altri a seguire l'esempio inglese. Tuttavia il clima elettorale in Francia e Germania potrebbe spingere i governi di altri paesi membri a considerare l'introduzione di controlli sui movimenti di persone favorendo così la linea inglese.

7. I rapporti con l'Organizzazione mondiale del commercio

Se il Regno Unito dovesse lasciare la UE senza aver concluso un accordo specifico potrebbe continuare i rapporti commerciali con il resto dell'Europa sotto l'egida dell'OMC. Ma per questo è essenziale che il Regno Unito ridefinisca la propria posizione all'interno dell'OMC in maniera indipendente rispetto alla UE e stabilisca nuovi rapporti con stati membri dell'OMC che non appartengono alla UE. Idealmente, se il governo dovesse optare per *hard Brexit* prima dell'uscita dalla UE dovrebbe definire in modo chiaro e non ambiguo i nuovi termini dell'appartenenza all'OMC in modo da evitare di continuare ad applicare le stesse procedure e le

⁴⁰ Holmes, P. (2016), 'RoOS and Rules', cit., p.1.

stesse tariffe, creando così la possibilità di dispute legali e diplomatiche.⁴¹

Ai partner commerciali che operano sotto l'egida dell'OMC il Regno Unito potrebbe offrire la possibilità di applicare alle esportazioni tariffe daziarie comuni ai paesi esterni alla UE e creare tariffe proprie da applicare a tutte le importazioni, incluse quelle dalla UE. La tariffa daziaria comune è sufficientemente bassa da non avere un impatto negativo sulla competitività delle esportazioni inglesi. Ma costringerebbe il Regno Unito a mantenere tariffe estremamente basse sulle importazioni per evitare rimostranze da paesi terzi membri dell'OMC. In sostanza, il Regno Unito rinunciarebbe a qualsiasi protezione del mercato interno. Molti sostenitori di Brexit, incluso Boris Johnson, ritengono che il mercato interno inglese sia sufficientemente competitivo da non avere bisogno di alcuna protezione, ma trascurano che da un punto di vista negoziale il Regno Unito sarebbe molto indebolito. In sostanza, si troverebbe a dover aprire il proprio mercato interno senza alcuna garanzia di accesso al mercato unico europeo.

Infine, un'altra soluzione potrebbe essere quella di esulare dall'applicazione delle tariffe daziarie comuni ai paesi esterni alla UE e fare conto solo sugli accordi multilaterali offerti dall'OMC. Questa soluzione, tuttavia, potrebbe risultare in una significativa riduzione dell'apertura dell'economia inglese verso il resto del mondo. Secondo un rapporto pubblicato dal Tesoro prima del referendum,⁴² le esportazioni inglesi sarebbero gravate in media di tariffe intorno al 5,3 per cento - intorno al 9,8 per cento per settori come quello

automobilistico.⁴³ Si avrebbe inoltre un impatto negativo sul settore dei servizi dove la bilancia commerciale ha un surplus pari a circa il 4,7 per cento del PIL - la bilancia commerciale del settore manifatturiero è invece in deficit - e la maggior parte dei servizi sono forniti a aziende e organizzazioni europee.⁴⁴

Il settore finanziario sarebbe particolarmente penalizzato. I servizi finanziari rappresentano un terzo del totale delle esportazioni di servizi. All'interno della UE i cosiddetti diritti di passaporto permettono a banche e istituzioni finanziarie di operare in tutti i paesi UE. Questo sistema verrebbe meno nel momento in cui il Regno Unito rinunciasse al mercato unico e adottasse il sistema l'OMC.⁴⁵

8. Rafforzare i rapporti bilaterali

Se c'è una certezza nel complicato quadro emerso dal voto referendario è che l'uscita dall'unione doganale della UE pone fine a una serie di trattati e accordi commerciali bilaterali che la UE ha avviato con paesi terzi - dalla Corea del Sud alla

⁴³ Tyrie, A. (2016), 'Giving meaning to Brexit', *Briefing*, settembre, Berlin: Open Europe, http://openeurope.org.uk/wp-content/uploads/2016/09/Giving_meaning_to_Brexit_Andrew_Tyrie.pdf, p.3.

⁴⁴ Office for National Statistics (2016), *UK Balance of Payments, The Pink Book: 2016*, <https://www.ons.gov.uk/economy/nationalaccounts/balanceofpayments/bulletins/unitedkingdombalanceofpayments/2016#trade>.

⁴⁵ I diritti di passaporto sono spiegati in una lettera del presidente del comitato parlamentare Treasury Select Committee al presidente del Financial Conduct Authority, Bailey, A. (2016), 'Letter from Andrew Bailey, Chief Executive, Financial Conduct Authority to Andrew Tyrie', 28 ottobre, <http://www.parliament.uk/documents/commons-committees/treasury/Correspondence/FCA-letter-on-passporting-28-10-16.pdf>. Per un approfondimento del problema relativo alla Perdita del passaporto finanziario si rinvia al capitolo successivo.

⁴¹ Lydgate, E., Rollo, J. and Wilkinson, R. (2016), *The UK Trade Landscape After Brexit*, cit., p. 3.

⁴² HM Treasury (2016), *HM Treasury analysis*, cit., p.12.

Turchia e di recente il Canada - alcuni dei quali, come il trattato transatlantico, ancora in fase di negoziazione. In questo modo, come molti fautori dell'*hard Brexit* sostengono, il Regno Unito riprenderebbe il controllo delle politiche commerciali, oltre, naturalmente, alle politiche migratorie. Ma ne vale veramente la pena?

Il governo inglese ritiene che sia possibile rescindere tutti gli accordi esistenti in tempi relativamente brevi e negoziare un nuovo accordo commerciale senza alcuna pregiudiziale, vincolo o condizioni pre-esistenti. Alternativamente pensano che sia possibile persuadere la UE a prolungare *ad interim* la libertà di commercio. In entrambi i casi il governo sembra eccessivamente ottimista. Infatti la complessità di tali accordi e il fatto che molti paesi - per esempio la Cina⁴⁶ - tendano a dare la precedenza alle negoziazioni con la UE, essendo quest'ultima un partner più importante del Regno Unito, sottolineano la difficoltà di arrivare alla firma di tali accordi in tempi relativamente brevi. Quanto alla possibilità di operare bilateralmente all'interno dei trattati esistenti della UE, da un punto di vista negoziale non si capisce perché quest'ultima dovrebbe concedere al Regno Unito di applicare le stesse tariffe daziarie sulle esportazioni extra-UE che vengono applicati dai paesi membri.

I trattati bilaterali che già esistono tra la EU e stati non membri indicano che questi accordi sono strutturati sulla base della relazione esistente tra il paese firmatario e la UE. La Svizzera, per esempio, non ha mai aderito alla EEA - in seguito al voto referendario contrario nel 1992 - e le sue relazioni commerciali con la UE sono regolate da una serie di trattati bilaterali. Tuttavia, proprio a

causa di questi trattati, la Svizzera è meno integrata con la UE rispetto al Regno Unito. Per esempio, le sue esportazioni sono meno diversificate - oro, gioielli e orologi contro manufatti e prodotti di ingegneria avanzata del Regno Unito (i motori per automobili e quelli per aereo rappresentano rispettivamente il 9 e il 4 per cento delle esportazioni del Regno Unito verso la UE).⁴⁷ Dunque per ottenere lo stesso livello di integrazione il Regno Unito dovrebbe negoziare trattati bilaterali per le principali industrie.

Dal momento che le dimensioni dell'economia inglese sono maggiori di quella svizzera, e che il Regno Unito è maggiormente integrato nella UE di quanto non lo siano, per esempio, il Canada o la Turchia, è difficile prevedere come potrebbe essere strutturati tali rapporti bilaterali tra Regno Unito e UE. Abbiamo tuttavia alcune indicazioni. Innanzitutto è probabile che occorranza più dei due anni previsti dall'articolo 50 per arrivare a tali accordi. Non è da escludere quindi la possibilità che il Regno Unito aderisca temporaneamente alla EEA in attesa di avviare e concludere le negoziazioni per una relazione 'su misura'. Questa soluzione a interim sarebbe di beneficio per entrambi le controparti in quanto aiuterebbe sia le imprese che molti cittadini di paesi UE che risiedono nel Regno Unito a fare chiarezza su quanto aspettarsi in futuro. Inoltre consentirebbe a coloro che devono negoziare gli accordi commerciali di definire le proprie priorità prima di comunicarle alle controparti.

Un'altra indicazione riguarda la possibilità di stringere rapporti bilaterali con la UE, perlomeno in una fase iniziale, solamente per le industrie strategiche che contribuiscono in maniera significativa all'economia inglese e per le quali il

⁴⁶ Herrero, A. G. and Xu, J. (2016), 'What consequences would a post-Brexit China-UK trade deal have for the EU?' *Policy Contribution* No.18, 7 ottobre, Brussels: Bruegel, http://bruegel.org/wp-content/uploads/2016/10/PC_18_16-1.pdf.

⁴⁷ WTO Statistics Database (2016), 'United Kingdom', *Trade Profiles*, <http://stat.wto.org/Home/WSDBHome.aspx?Language>.

governo inglese intende mantenere l'accesso al mercato unico.⁴⁸ In questo caso si porrebbe la questione di quali settori privilegiare. Abbiamo già accennato alla lettera del ministro Clark a Nissan e alla possibilità di mantenere l'accesso al mercato unico per l'industria automobilistica. Allo stesso modo, il governo potrebbe dare la precedenza ai servizi finanziari. In questo caso, però, il Regno Unito dovrebbe accettare le regolamentazioni UE senza possibilità di negoziazione. I servizi bancari e finanziari sono infatti regolati da una architettura di norme sovranazionale e non semplicemente da una serie di regole decise a livello bilaterale.⁴⁹

Occorre aggiungere che attualmente la determinazione del governo inglese a limitare la mobilità della forza lavoro proveniente dal resto della UE potrebbe complicare la negoziazione di accordi bilaterali. Il governo deve infatti rispondere alle aspettative degli elettori arrivando a imporre controlli sul numero di immigranti che sono cittadini di stati membri della UE. Tuttavia è ragionevole aspettarsi che questi controlli saranno temperati dalla necessità di non limitare il turismo, la mobilità di forza lavoro qualificata e il commercio internazionale. Allo stato attuale dei fatti è possibile prevedere che qualsiasi restrizione ai cittadini di stati UE di risiedere e lavorare nel Regno Unito possa scatenare l'imposizione di simili restrizioni nei confronti dei cittadini inglesi residenti nei paesi UE.

⁴⁸ Alan Winters (2016), 'Negotiating the UK's post-Brexit trade arrangements', National Institute of Economic and Social Research, 7 November, <http://www.niesr.ac.uk/blog/negotiating-uk%E2%80%99s-post-brexit-trade-arrangements>.

⁴⁹ Schoemaker, D and Véron, N. (2016), 'European banking supervision: the first eighteen months', 8 giugno, *Blueprint*, <http://bruegel.org/2016/06/blueprint-european-banking-supervision-the-first-eighteen-months/>.

Un'altra complicazione potrebbe sorgere se prendesse forma l'idea che il Regno Unito debba continuare a contribuire al bilancio comunitario soprattutto in relazione alla sicurezza e alle politiche di sviluppo.⁵⁰ Il peso economico del Regno Unito all'interno della UE e l'importanza delle politiche di sicurezza e di sviluppo comunitarie potrebbe giustificare l'assunto che un accordo commerciale tra la UE e il Regno Unito debba fondarsi sull'assunto che quest'ultimo continui a contribuire finanziariamente alle istituzioni comunitarie. Non si può quindi escludere che al Regno Unito venga chiesto di continuare a contribuire al bilancio comunitario.

9. Conclusion: Brexitomics

A meno di un cambiamento radicale dell'attuale quadro politico che comporterebbe la caduta del governo, elezioni anticipate e uno scenario ancor più incerto di quello attuale - a detrimento dell'attività economiche - la strada dell'uscita del Regno Unito dalla UE è segnata. Rimane da decidere come strutturare questa uscita e da questa decisione - *hard Brexit* o *soft Brexit* - dipende la prosperità futura del paese e per molti versi anche della UE.

Molto è stato scritto, anche a sproposito, durante la campagna elettorale sul costo economico dell'uscita dalla UE. Un rapporto del Tesoro inglese, pubblicato alcune settimane prima del referendum, stimava una riduzione di lungo periodo del PIL del 6,2 per cento e un disavanzo di bilancio di 36 miliardi di sterline all'anno nel caso il Regno Unito lasci la UE senza entrare nell'EEA.⁵¹

⁵⁰ BBC News (2016), 'UK 'may still have to pay into EU even after Brexit'', 12 ottobre, <http://www.bbc.co.uk/news/uk-37627308>.

⁵¹ HM Treasury (2016), *HM Treasury analysis*, cit., p.6.

Indubbiamente l'economia inglese si trova in una posizione di maggior forza rispetto a quella dell'area euro. Tra il 2010 e il 2015 il PIL in termini reali è cresciuto in media del 2 per cento annuo rispetto allo 0,9 per cento dell'area euro.

FIG.1 - Andamento PIL (1999=100)

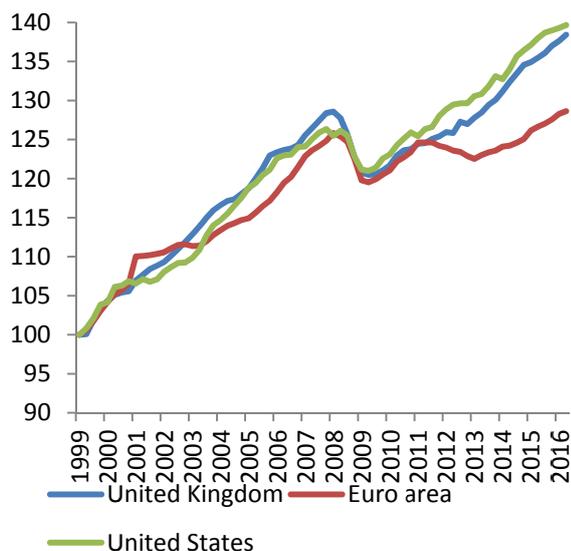
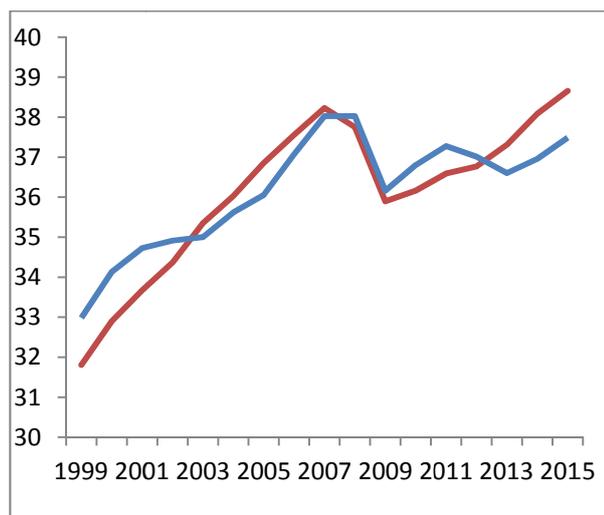


FIG. 2 - PIL pro-capite (migliaia Dollari)



L'economia inglese ha tratto beneficio da un più rapido processo di risoluzione della crisi bancaria

e di politiche fiscali e monetarie più aggressive nei mesi immediatamente successivi alla crisi, che hanno permesso alla domanda interna, e soprattutto ai consumi delle famiglie, di tornare a crescere come prima della crisi. Di conseguenza il mercato del lavoro si è mantenuto dinamico, con bassi tassi di disoccupazione.

FIG. 3 - Disoccupazione in Regno Unito

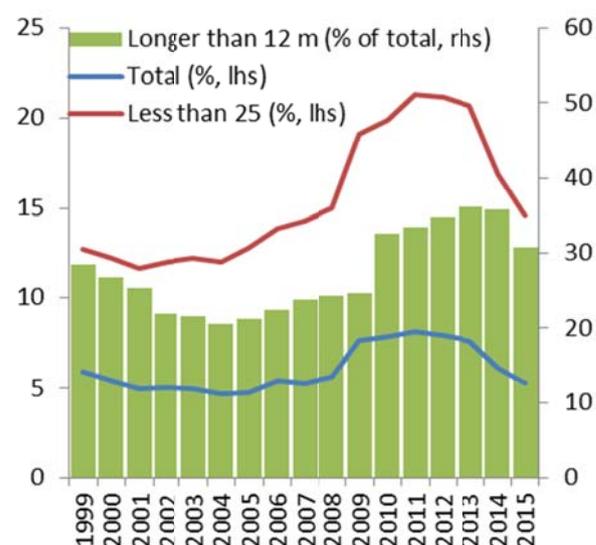
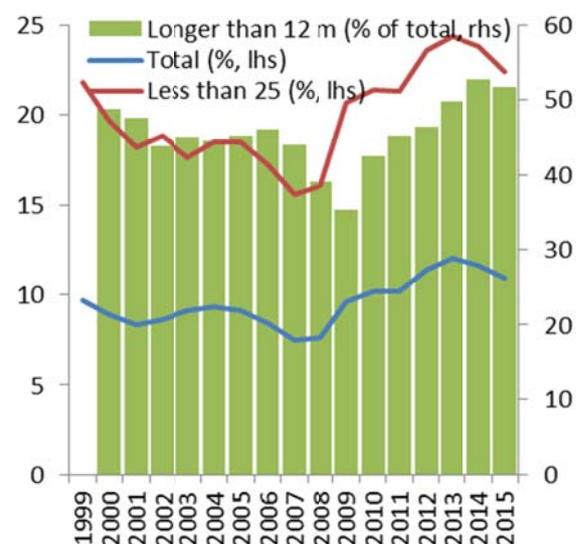


FIG. 4 - Disoccupazione in Eurozona



L'economia inglese ha continuato ad attirare gli investimenti diretti stranieri - nel 2015 il flusso in entrata - al netto delle uscite - è stato pari al 4 per cento del PIL. L'immigrazione netta - vale la pena ricordarlo - è quadruplicata nei vent'anni tra il 1994 e il 2014. Il numero degli immigrati dalla UE è oggi quasi alla pari con quello degli immigrati extra UE.⁵² Il 10 per cento dei residenti nel Regno Unito è nato in uno stato membro della UE.⁵³

È importante tenere presente le caratteristiche del modello di crescita dell'economia inglese nel contesto di Brexit. Si tratta di un modello fondato sulla domanda interna con abbondanti capitali, basso costo del lavoro, contratti di impiego flessibili e un'abbondante offerta di lavoro. Il successo di tale modello, soprattutto negli anni successivi alla crisi finanziaria, riflette l'apertura del mercato inglese sia a capitali che a forza lavoro stranieri. Il Regno Unito è un mercato attraente per entrambi e riesce ad assorbire agevolmente i flussi in entrata. Infatti i tassi di impiego degli immigrati da paesi UE sono superiori a quelli della popolazione locale; inoltre la maggior parte degli immigrati ha un tasso di istruzione medio-elevato e tende a essere concentrata nelle fasce di età giovanili.⁵⁴

⁵² Office for National Statistics (2016), 'Migration Statistics Quarterly Report: August 2016', 25 August, <http://www.ons.gov.uk/peoplepopulationandcommunity/populationandmigration/internationalmigration/bulletins/migrationstatisticsquarterlyreport/august2016>.

⁵³ Financial Times (2016), 'What has the EU done for the UK?', 24 febbraio, <https://www.ft.com/content/202a60c0-cfd8-11e5-831d-09f7778e7377>.

⁵⁴ Migration Advisory Committee (2014), *Migrants in low-skilled work: The growth of EU and non-EU labour in low-skilled jobs and its impact on the UK*, London: Home Office, p. 73,

Movimenti di capitali e flussi migratori permettono di fare fronte ad alcune disfunzioni del modello di crescita inglese, vale a dire l'eccessivo indebitamento sia privato che pubblico e la limitata crescita della produttività, che altrimenti minerebbero la sostenibilità della crescita. Tale sostenibilità rischia ora di venire meno. Tutto dipende da che tipo di relazione con la UE verrà negoziata a seguito del voto referendario.⁵⁵ Anche nell'ipotesi che prevalga l'appoggio *soft Brexit* ci si attende comunque una minore apertura commerciale e una minore integrazione economica.

In conclusione, Brexit avrà un impatto ramificato e diffuso i cui effetti di lungo periodo dipenderanno da quale approccio il governo inglese privilegerà. La posta è alta e i giochi sono ancora aperti. Molto dipenderà dal contesto politico internazionale, soprattutto se la May troverà una sponda transatlantica nella nuova amministrazione americana - una sponda negata da Obama apertamente schierato contro Brexit. La *Brexitnomics* è chiara: qualsiasi soluzione è un *second best* rispetto all'attuale posizione del Regno Unito all'interno della UE. Sarà quindi la politica a determinare l'esito di questa complessa partita a scacchi su scacchiere multiple. C'è da sperare che prevalga il senso del bene comune rispetto agli interessi particolari - riconducibili ai benefici politici di breve periodo derivanti dal controllo dell'immigrazione e dalla rimozione di molte regolamentazioni di marca UE - ma finora le indicazioni non sono state particolarmente positive.

https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/333083/MAC-Migrants_in_low-skilled_work_Full_report_2014.pdf.

⁵⁵ Subacchi, P. and van den Noord, Paul (2016), *Increasingly Apart: Post-Crisis Growth Trajectories in the UK and Eurozone*, Research Paper, London: Royal Institute of International Affairs, 7 novembre.



4. BREXIT E PASSAPORTO FINANZIARIO: QUALI SCENARI?♦

Introduzione

Il referendum sulla uscita del Regno Unito dalla Unione Europea (Brexit), ha generato un clima di incertezza, dovuto agli interrogativi relativi al processo politico e istituzionale che seguirà al voto popolare. La sentenza della Alta Corte del 3 Novembre ha reso il quadro ancora più incerto, rendendo necessario un delicato passaggio parlamentare prima che il governo inglese possa dare inizio al negoziato per realizzare il *leave* (a meno di un ribaltamento della sentenza stessa da parte della Corte Suprema).

All'interno di questo quadro, uno degli interrogativi ricorrenti è quello relativo alla sorte della piazza finanziaria di Londra. Essa dipenderà in modo cruciale dall'esito del negoziato tra il governo inglese e i partner europei. Nel caso di una *hard Brexit*, in cui il Regno Unito venisse in futuro a trovarsi fuori dalla *European Economic Area* (EEA), le banche (inglesi e internazionali) con sede a Londra perderebbero il "passaporto finanziario", cioè la possibilità di prestare servizi negli altri paesi europei grazie alla autorizzazione ottenuta nel Regno Unito. Ciò potrebbe comportare un trasferimento di attività da Londra ad altre piazze finanziarie appartenenti alla UE, al fine di continuare ad usufruire del passaporto finanziario grazie alla presenza, con una propria sede legale, in un paese della UE. In mancanza di una sede legale nella UE, infatti, la possibilità di fornire servizi negli altri paesi europei sarebbe condizionata ad una serie di autorizzazioni da parte delle autorità dei singoli paesi. A questo fine, sarebbe cruciale che la regolamentazione vigente nel Regno Unito sia considerata equivalente a quella contenuta nelle Direttive UE. La materia è resa complessa dal fatto che, come

vedremo nel prossimo paragrafo, non esiste un solo passaporto finanziario: ne esistono diversi, a seconda della attività di intermediazione e della direttiva europea che si applica nei singoli casi. In questo capitolo cercheremo anche di illustrare le problematiche specifiche che si pongono per alcuni settori della industria finanziaria, nell'ipotesi che il Regno Unito si collochi, alla fine del processo di negoziazione, al di fuori della EEA.

Il pronunciamento della Alta Corte ha reso più probabile una *soft Brexit*: uno scenario nel quale il Regno Unito mantenga l'appartenenza alla EEA. In questo caso gli intermediari con sede a Londra continuerebbero a usufruire del passaporto finanziario. Tuttavia, per accedere al mercato unico il Regno Unito dovrà accettare le regolamentazioni di settore stabilite dagli organi di governo della UE, senza la possibilità di contribuire alla definizione di quelle stesse regole. Anche nel caso in cui si verificasse una *hard Brexit*, la spinta verso una "fuga dalla City" non va sopravvalutata. Due elementi potrebbe frenare l'esodo massiccio degli intermediari: il costo del trasferimento e l'effetto di rete, cioè il vantaggio che ogni intermediario riceve dalla presenza nella stessa piazza finanziaria di un elevato numero di altri intermediari. In presenza di un effetto di rete, l'*incumbent* – in questo caso la City – gode di un vantaggio competitivo, derivante dal fatto di essere già la piazza finanziaria dominante. Lo scenario più probabile sembra essere quello in cui le istituzioni finanziarie formulino piani per aprire succursali in un paese della Europa continentale, ma rinviino l'attuazione di tali piani fino a quando lo scenario politico si sia chiarito, cercando allo stesso tempo di prevedere il comportamento degli altri partecipanti al mercato.

♦ A cura di Angelo Baglioni.



1. Il passaporto finanziario nella Unione Europea

Il cosiddetto “passaporto finanziario” è il meccanismo attraverso il quale le imprese finanziarie (banche, assicurazioni, fondi di investimento) che risiedono in uno stato della UE possono offrire servizi in altri stati della UE, sia in remoto (ad esempio tramite internet o contatti telefonici) sia stabilendo una propria filiale o un proprio agente in un altro paese (diritto di stabilimento). Grazie al passaporto, la autorizzazione avuta da un intermediario nel suo paese di origine, relativa alla prestazione di un determinato tipo di servizi finanziari, vale anche negli altri paesi della UE. Quindi il passaporto evita a un intermediario la necessità di richiedere la autorizzazione ad operare negli altri paesi della UE. Nel caso delle imprese finanziarie del Regno Unito, le autorità competenti a rilasciare la autorizzazione, valida per il passaporto europeo, sono la *Financial Conduct Authority* (FCA) e la *Prudential Regulation Authority* (PRA), a seconda della attività interessata dalla richiesta.

Non esiste un solo passaporto: ne esistono diversi, a seconda della attività di intermediazione e della direttiva europea che si applica nei singoli casi. Di conseguenza, può facilmente accadere che una singola istituzione finanziaria detenga diversi passaporti. Le direttive che si applicano sono le seguenti:

- Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD)
- Insurance Mediation Directive (IMD)
- Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)
- Mortgage Credit Directive (MCD)
- Payment Services Directive (PSD)

- UCITS Directive (UCITS)¹
- Electronic Money Directive (EMD)
- Capital Requirement Directive (CRD)
- Solvency II Directive (Solvency II)

L'utilizzo del passaporto finanziario è un fenomeno rilevante in entrambe le direzioni: sia per gli intermediari residenti in UK che lo richiedono per fornire servizi in altri paesi della UE (*Outbound*) sia per istituzioni di altri paesi UE che vogliono fornire servizi in UK (*Inbound*). La TAB. 1 illustra la dimensione del fenomeno. Nella prima riga, essa riporta il numero dei passaporti in essere, in entrambe le direzioni. Si noti che il numero degli outbound è un po' “gonfiato” dal fatto che, se ad esempio una impresa inglese esercita la sua attività in venti paesi della UE, nella TAB. 1 compaiono venti passaporti in uscita. Di conseguenza, è più interessante confrontare il numero delle imprese con passaporto, sebbene molte di esse detengano più di un passaporto (come risulta evidente dai numeri della TAB. 1). Si può così notare che le imprese europee che usufruiscono del passaporto per prestare servizi in UK (sia in remoto sia stabilendo propri uffici a Londra) sono oltre 8.000, mentre quelle residenti in UK che utilizzano il passaporto per accedere al mercato di altri paesi UE sono poco meno di 5.500. Le conseguenze di una eventuale perdita del passaporto finanziario per la piazza di Londra, come effetto della Brexit, vanno quindi valutate tenendo presente che si tratta di un problema a due direzioni: gli effetti negativi possono esserci per gli intermediari che hanno sede a Londra ma anche per quelli che hanno sede negli altri paesi europei.

¹ UCITS: *Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities* (Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari).

**TAB. 1- UK: utilizzo del passaporto finanziario**

	Outbound	Inbound	Totale
Numero di passaporti finanziari	336.421	23.532	359.953
Numero di imprese con passaporto	5.476	8.008	13.484

Fonte: FCA (agosto 2016)

La TAB. 2 fornisce una informazione più dettagliata, relativa al numero di passaporti in essere per ciascuna Direttiva UE, e consente così di apprezzare l'importanza del fenomeno per i diversi settori di attività.² Guardando al totale dei passaporti, si può vedere come il settore più interessato sia quello assicurativo, con 9.431 passaporti (sommando IMD e Solvency II). Segue quello della gestione e distribuzione di prodotti di investimento, con 3.621 passaporti (MiFID, AIMFD e UCITS). Infine viene il settore bancario, con 1.158 passaporti (CRD, PSD, EMD e MCD). Nel settore assicurativo il numero di passaporti inbound prevale nettamente su quello degli outbound: quindi per le imprese assicurative continentali Brexit potrebbe rivelarsi un problema molto rilevante. Al contrario, nel settore della gestione e distribuzione di prodotti di investimento prevale il numero dei passaporti outbound. Nel settore bancario il bilancio tra le due direzioni è misto: prevale la direzione inbound in relazione ai permessi ottenuti sotto la CRD, che riguarda le attività di raccolta di depositi e di erogazione di prestiti; nei servizi di pagamento (PSD e EMD) prevale invece la direzione outbound.

² Nella TAB. 2 (al contrario che nella TAB. 1), se una impresa residente in UK detiene diversi passaporti, relativi alla stessa attività ma per diversi paesi UE, essi vengono contati come uno solo.

TAB. 2 -Utilizzo del passaporto finanziario per singola Direttiva

Direttiva	Outbound	Inbound	Totale
IMD	2.758	5.727	8.485
MiFID	2.250	988	3.238
SOLVENCY II	220	726	946
CRD	102	552	654
PSD	284	115	399
AIMFD	212	45	257
UCITS	32	94	126
EMD	66	27	93
MCD	12	0	12

Fonte: FCA (agosto 2016)

2. Brexit: gli scenari

Il ruolo di Londra come centro finanziario mondiale è ben noto. Esso deriva in buona parte dalla localizzazione di istituzioni finanziarie internazionali, che scelgono di stabilire una loro sede a Londra, sfruttando questa sede non solo per accedere al mercato del Regno Unito, ma per accedere anche al mercato degli altri paesi europei, grazie al passaporto finanziario che un gruppo non-europeo ottiene stabilendo una propria società partecipata (*subsidiary*) in uno stato membro della UE. In questo modo Londra è divenuta nel tempo un centro (*hub*) finanziario, dove avvengono scambi per volumi che non hanno pari nelle altre capitali europee. Grazie a questa posizione primaria di Londra, il Regno Unito ha finora giocato un ruolo importante nella definizione della regolamentazione e degli standard relativi alla intermediazione finanziaria. Sotto questo profilo, non va dimenticato che Londra è anche la sede della *European Banking Authority* (EBA), la autorità di livello europeo che svolge una fondamentale funzione di definizione degli standard europei, a valle delle Direttive comunitarie.



Tutto ciò rischia di essere messo in gioco dalla Brexit. I risultati della negoziazione, che avrà ufficialmente inizio solo dopo che il governo inglese avrà attivato la procedura prevista dall'articolo 50 del Trattato della Unione Europea, sono tuttora molto incerti. Tra i diversi esiti possibili, l'unico che consentirebbe al Regno Unito di fare parte del mercato unico europeo, e di continuare così a usufruire del passaporto finanziario, sarebbe quello in cui il Regno Unito facesse parte della *European Economic Area* (EEA), al pari di Norvegia e Islanda. Per avere questo status il governo inglese dovrebbe accettare di continuare a contribuire in misura consistente al bilancio della UE e di garantire la libera circolazione delle persone, che costituisce un elemento essenziale del mercato unico europeo. Entrambe le condizioni sono molto costose sul piano politico, viste le motivazioni che hanno spinto i promotori del referendum e coloro che hanno votato a favore della Brexit.

Tuttavia, il pronunciamento della Alta Corte del 3 Novembre ha reso più probabile una *soft Brexit*: uno scenario nel quale il Regno Unito mantenga l'appartenenza alla EEA. A meno che la Corte Suprema emetta una sentenza di segno opposto a quella emessa dalla Alta Corte, la procedura di uscita potrebbe cominciare solo dopo un pronunciamento favorevole del Parlamento britannico. Da un lato, nel Parlamento sembrano prevalere coloro che optano per il *remain*; dall'altro è probabile che i parlamentari non vogliano ribaltare il verdetto popolare nel quale ha prevalso il *leave*. Una soluzione di compromesso potrebbe essere quella di consentire al governo britannico di avviare la procedura per l'uscita, ma anche di imporre al governo stesso una linea negoziale più morbida di quella che sembra prevalere tra gli esponenti governativi, a cominciare dal primo ministro May. Si noti però che, perfino nell'ipotesi che il Regno Unito

continui a fare parte della EEA, si troverà in una posizione di svantaggio rispetto alla situazione attuale, poiché per accedere al mercato unico dovrà accettare delle regole, quelle stabilite dagli organi di governo della UE, senza la possibilità di contribuire alla definizione di quelle stesse regole. Nella ipotesi che il Regno Unito si collochi fuori dalla EEA (*hard Brexit*), il meccanismo del passaporto unico non funzionerebbe più. La prima conseguenza sarebbe che le istituzioni finanziarie internazionali potrebbero decidere di delocalizzare la loro presenza in Europa, trasferendo la loro (principale) sede europea da Londra a un'altra capitale dell'Europa continentale, ad esempio Parigi o Francoforte. In questo modo si garantirebbero la possibilità di continuare ad accedere all'intero mercato europeo, grazie alla autorizzazione ottenuta in un solo paese della UE. Questa è al momento la principale minaccia allo status di centro finanziario internazionale di cui gode tuttora la piazza di Londra. I commenti e le analisi, formulate da banchieri e istituzioni internazionali all'indomani del referendum, lasciano prevedere che numerosi intermediari stiano cominciando a formulare piani di delocalizzazione, anche prima che il negoziato tra governo inglese e UE abbia inizio, e sicuramente prima che esso si concluda (la previsione è che le trattative durino due anni). Essi infatti preferiscono essere pronti a reagire a uno scenario pessimistico, sebbene al momento solo possibile, di una *hard Brexit*, che vedrebbe il Regno Unito uscire dal mercato unico europeo. In secondo luogo, i principali intermediari inglesi potrebbero decidere di aprire una *subsidiary* in un paese della UE, per potere usufruire del passaporto finanziario sfruttando la loro sede continentale. Nel complesso, la reazione degli intermediari internazionali e di quelli inglesi potrebbe determinare un trasferimento di attività e di personale, che lavora nel settore finanziario, da



Londra verso una o più piazze europee. Allo stesso tempo, anche la EBA dovrebbe essere trasferita in una sede che faccia parte della UE. Su questo fronte, Milano ha tempestivamente posto sul tappeto la sua candidatura a diventare la sede della EBA; tuttavia al momento è molto difficile valutare quali siano le reali possibilità di successo di questa candidatura.

La spinta verso una “fuga dalla City” dell’industria finanziaria non va sopravvalutata. Un elemento che potrebbe frenare l’esodo massiccio degli intermediari è naturalmente il costo del trasferimento di risorse fisiche e umane. Un altro elemento, che sembra trascurato nel dibattito corrente, è l’effetto di rete. Il vantaggio che ogni intermediario riceve dalla presenza nella piazza londinese deriva anche dalla presenza di un elevato numero di altre imprese finanziarie. Questo è un tipico effetto di rete: l’utilità di ciascuno dipende dal comportamento di tutti gli altri. A sua volta, l’effetto di rete pone un problema di coordinamento: per il singolo intermediario è conveniente spostarsi da Londra verso un’altra piazza finanziaria solo se lo fanno anche gli altri. In presenza di un effetto di rete, l’*incumbent* – in questo caso la City – gode di un vantaggio competitivo su qualsiasi altro centro che si candidi a raccoglierne l’eredità: il vantaggio deriva semplicemente dal fatto di essere già la piazza finanziaria dominante. E’ prevedibile quindi che vi sia una certa resistenza a lasciare Londra, al di là delle dichiarazioni di qualche banchiere. Lo scenario più probabile sembra essere quello in cui le istituzioni finanziarie internazionali e le maggiori banche inglesi formulino piani per aprire succursali in un paese della Europa continentale, ma rinviino l’attuazione di tali piani fino a quando lo scenario politico si sia chiarito, e nel frattempo cerchino di prevedere il comportamento degli altri partecipanti al mercato finanziario.

Come abbiamo visto prima, il passaporto finanziario europeo non è unico: esistono una molteplicità di passaporti, a seconda della attività di intermediazione esercitata da ogni singola istituzione e della Direttiva UE che regola quella attività. Nel seguito, prendiamo in esame le problematiche specifiche che si pongono per alcuni settori della industria finanziaria, nell’ipotesi che il Regno Unito si collochi, alla fine del processo di negoziazione, al di fuori della EEA. In questa ipotesi il Regno Unito si troverebbe nella condizione di essere un “paese terzo”, secondo quanto previsto dalle regole europee.

3. UK fuori dalla EEA: le prospettive per i singoli settori

Servizi di investimento (MiFID)

Attualmente il settore del risparmio gestito è regolato dalla Direttiva MiFID. In base a questa, un intermediario finanziario di un paese terzo, che voglia prestare servizi di gestione e distribuzione di prodotti di investimento in un paese della UE, ha due possibilità: i) stabilire una propria sede in quel paese, previa autorizzazione delle autorità di quel paese; ii) aprire una propria *subsidiary* in un altro stato della UE e usufruire del passaporto finanziario grazie a questa presenza in un paese membro.

Tuttavia, dati i tempi previsti per la negoziazione tra governo britannico e partners europei, è molto probabile che la Brexit diventi operativa solo dopo che sarà entrata in vigore la nuova Direttiva MiFID II (2018). Questa presenta importanti novità rispetto alla Direttiva attualmente in vigore. In particolare, la MiFID II prevede, per quanto riguarda il trattamento dei paesi terzi, una distinzione tra i servizi forniti alla clientela al dettaglio e quelli forniti agli investitori professionali.



Per essere autorizzato a fornire servizi di investimento al dettaglio in un paese della UE, un intermediario di un paese terzo dovrà aprire una sua filiale (*branch*) in quel paese; la autorizzazione potrà essere concessa a condizione che il paese terzo soddisfi determinati requisiti in termini di regolamentazione e in presenza di accordi di cooperazione (anche di carattere fiscale) tra il paese terzo di origine (*home country*) e quello UE di destinazione (*host country*). Il governo britannico dovrebbe quindi negoziare una serie di accordi bilaterali con i diversi paesi europei. E' prevedibile che il processo per stipulare questi accordi sarà lungo e difficile.

La prestazione di servizi di investimento per clienti professionali, al contrario, non richiede l'apertura di una filiale nella *host country*. Essa richiede però che un intermediario sia registrato in un apposito albo tenuto dalla *European Securities and Markets Authority* (ESMA). La registrazione presso la ESMA è subordinata al fatto che la Commissione UE ritenga che la regolamentazione di settore in vigore nel Regno Unito sia equivalente a quella europea. Le autorità britanniche avvieranno una trattativa con la Commissione per ottenere lo status di equivalenza della regolamentazione UK con quella UE, ma tale trattativa si presenta complessa sul piano tecnico e politico. Sotto questo profilo, alcuni paesi europei potrebbero avere un interesse a protrarre la trattativa: in mancanza dello status di equivalenza e del passaporto MiFID, gli intermediari con sede nel Regno Unito sarebbero costretti ad aprire una società apposita (*subsidiary*) in un paese della UE, determinando così un processo di delocalizzazione a favore di altre piazze finanziarie europee.

Servizi bancari (CRD)

La prestazione di servizi bancari e il relativo passaporto europeo sono regolati dalla Diretiva CRD: in particolare, i servizi di raccolta di

depositi e di erogazione di prestiti. Anche in questo caso, l'autorizzazione alla attività bancaria (*bank license*) ottenuta nel paese d'origine consente l'esercizio della attività stessa negli altri paesi della UE. In particolare, una banca con sede nell'area euro, e quindi che ricade sotto la supervisione del *Single Supervisory Mechanism* (SSM), deve richiedere l'autorizzazione ad aprire una sua filiale in un altro paese dell'area facendone richiesta alla autorità nazionale (*National Competent Authority - NCA*) del suo paese di origine. La NCA notifica la BCE della richiesta: in assenza di un pronunciamento contrario della BCE entro due mesi, la banca si intende autorizzata alla apertura della nuova filiale. La prestazione di servizi bancari *cross-border* non richiede neanche la autorizzazione, ma semplicemente la notifica alla NCA competente, che la trasmette alla BCE.

Attualmente, le banche con sede nel Regno Unito possono aprire filiali e prestare servizi bancari negli altri paesi europei grazie al "CRD passport". Nel momento in cui il Regno Unito non facesse più parte della EEA, una banca con sede a Londra dovrebbe richiedere e ottenere la licenza bancaria in tutti i paesi europei nei quali intenda aprire filiali o fornire servizi bancari. L'ottenimento della licenza sarebbe condizionale al fatto che il regime di regolamentazione bancaria britannica abbia ottenuto lo status di equivalenza con la UE, sotto il profilo CRD. Anche in questo caso, come per la MiFID, l'esito della trattativa per ottenere lo status di equivalenza non è affatto scontato, tenendo conto di alcuni ostacoli tecnici e politici. Ad esempio, è noto che le autorità britanniche sono ostili ai limiti alle retribuzioni variabili dei manager bancari (*bonus cap*), introdotti dalla CRD; nel caso in cui questi limiti fossero disapplicati nel Regno Unito, difficilmente questo potrebbe ottenere lo status di equivalenza.



La materia è resa ancora più complicata, e quindi l'esito meno prevedibile, dal fatto che la CRD interagisce con le regole interne del SSM. Queste prevedono che la concessione della licenza bancaria sia una *common procedure*: la decisione è frutto di una cooperazione tra NCA e BCE (indipendentemente dal fatto che una banca sia di dimensioni significative oppure no). La richiesta di licenza bancaria va presentata alla NCA del paese interessato, che la valuta: se essa non la ritiene compatibile con la legge nazionale, può respingerla direttamente; se la ritiene compatibile, sottopone alla Bce una *draft decision* volta a concedere la licenza. A sua volta, la Bce valuta la richiesta sulla base delle rilevanti regole comunitarie, e decide se concedere o negare la licenza bancaria.

Emissione di strumenti finanziari (Direttiva Prospetti)

Attualmente, la Direttiva Prospetti agevola l'accesso di una società, che intenda emettere un nuovo strumento finanziario come una azione o una obbligazione, al mercato dei capitali in Europa. Un intermediario può formulare un solo prospetto, che ottenga l'approvazione nel suo paese di origine, e con questo offrire strumenti finanziari in una pluralità di giurisdizioni all'interno della UE. Se in futuro il Regno Unito uscisse dalla EEA, esso perderebbe questa agevolazione. Per offrire uno strumento finanziario al di fuori del Regno Unito, e per ottenere l'ammissione di quello strumento alla negoziazione in un mercato di borsa in un altro paese europeo, la società emittente dovrebbe accompagnare l'emissione con un prospetto che riceva l'approvazione delle autorità di ciascun paese interessato. Naturalmente varrebbe anche il vincolo simmetrico: un emittente italiano, ad esempio, dovrebbe presentare un prospetto che ottenga l'approvazione delle autorità inglesi per

potere offrire uno strumento finanziario sulla piazza di Londra.

Servizi di pagamento (PSD)

La Direttiva PSD consente a un intermediario, autorizzato a fornire servizi di pagamento (ad esempio: carte di credito, *money transfer*) in un paese della UE, di fornire gli stessi servizi negli altri paesi membri, purché lo standard del servizio offerto soddisfi i requisiti richiesti dalla PSD. Ciò è particolarmente rilevante dopo la creazione della *Single European Payment Area* (SEPA), di cui il Regno Unito fa parte, volta a creare standard comuni nei servizi di pagamento, in modo tale che i pagamenti cross-border possano avvenire con gli stessi tempi e alle stesse condizioni dei pagamenti domestici. Una eventuale *hard Brexit* potrebbe mettere in discussione l'appartenenza del Regno Unito alla SEPA e farebbe perdere agli intermediari inglesi il passaporto finanziario anche in questo settore (come negli altri esaminati sopra). Un fornitore di servizi di pagamento con sede nel Regno Unito dovrebbe stabilire sue succursali, con propria personalità giuridica, in ogni stato membro in cui volesse prestare servizi, e dovrebbe ottenere l'autorizzazione dalle autorità di quello stato, dimostrando di essere *compliant* rispetto alla Direttiva PSD.



5. BREXIT ED IL RISCHIO DI DEFAULT SOVRANO♦

Introduzione

Il 23 giugno il Regno Unito ha votato per uscire dalla Unione Europea. A detta della quasi totalità dei commentatori, la Brexit sarà evento spartiacque che avrà effetti considerevoli non solo sulle principali grandezze economiche, sulla politica e la coesione interna del Regno Unito, ma anche sull'economia e le istituzioni dell'Unione Europea. L'uscita del Regno Unito richiederà che vengano rinegoziati i trattati tra Regno Unito e Unione Europea (UE), nonché gli accordi tra gli stessi membri dell'UE, e tra la UE e altre istituzioni internazionali come il WTO. Andranno riscritti capitoli delicati che riguardano il commercio dei beni e dei servizi, tra cui quelli finanziari, l'immigrazione, la politica agraria, la politica di cooperazione nella ricerca, le politiche regionali e di coesione. La maggior parte degli studi economici sulle conseguenze della Brexit si sono concentrati sul tentativo di stimare gli effetti su reddito e mercato del lavoro del ventaglio dei possibili accordi commerciali tra Regno Unito e UE (l'opzione Norvegia, l'opzione Canada, l'opzione WTO¹)², sui possibili effetti finanziari sulla City ed in particolare sulla questione della possibilità delle banche britanniche di accedere al mercato europeo (i cosiddetti "diritti di passaporto")³.

Tutti questi effetti dipenderanno dal quadro dettagliato che emergerà nei rapporti tra Regno Unito e EU, quadro che oggi – quando non è stata neppure invocata la clausola 50 del Trattato di Lisbona che regola l'uscita di un paese membro – è impossibile delineare. Il nuovo

regime dipenderà dall'esito di un negoziato lungo e difficile in cui gli incentivi economici – quali il vantaggio del regime di libero scambio – e quelli politici – l'esigenza di mantenere il legame in Europa tra circolazione delle persone e quella di beni e capitali – saranno in conflitto. Inoltre il potere negoziale delle parti potrà subire cambiamenti, altrettanto difficili da prevedere: ad esempio, il recente risultato delle elezioni americane potrebbe favorire un accesso privilegiato del Regno Unito al mercato USA, rafforzando il potere negoziale britannico.

Nel breve termine invece i mercati finanziari hanno reagito in maniera apparentemente contraddittoria. Prima dell'esito del voto, essi hanno mostrato un'elevata volatilità; ex-post, il cambio nominale della sterlina ha subito una pesante caduta, intorno al 15 per cento rispetto all'Euro, mentre la maggior parte degli altri mercati, in particolare quello dei titoli di stato, sembrano essersi scrollati di dosso in breve tempo gli effetti della Brexit.

E' bene ricordarsi che, prima dell'esito del voto, molti commentatori avevano previsto che un eventuale vittoria del Leave avrebbe provocato un'ondata di incertezza, un "volo verso la qualità" verso titoli "rifugio" e una fuga dal debito sovrano degli stati considerati "più fragili". Tanto che, alla vigilia del voto, Mario Draghi aveva sentito l'urgenza di rassicurare i mercati dichiarando che la BCE era pronta a prendere tutte le misure necessarie per stabilizzare i mercati, nel caso non fossero bastati gli acquisti mensili di debito europeo sul mercato secondario. Questi timori si sono rivelati in larga parte infondati, perché, come detto, lo shock della Brexit (almeno per ora) non sembra aver destabilizzato i mercati finanziari in maniera duratura. Ciò non toglie che i movimenti registrati all'indomani del voto si prestino ad una interessante chiave di lettura che riguarda in generale le conseguenze (possibili) di

♦ A cura di Paolo Manasse e Giulio Trigilia

¹ Si veda ad esempio CEPR (2016), LSE (2016).

² A questo tema è dedicato il Cap.3.

³ A questo tema è dedicato il Cap.4.



shock politici (le elezioni americane, il Referendum in Italia) sulla percezione di solvibilità degli stati sovrani.

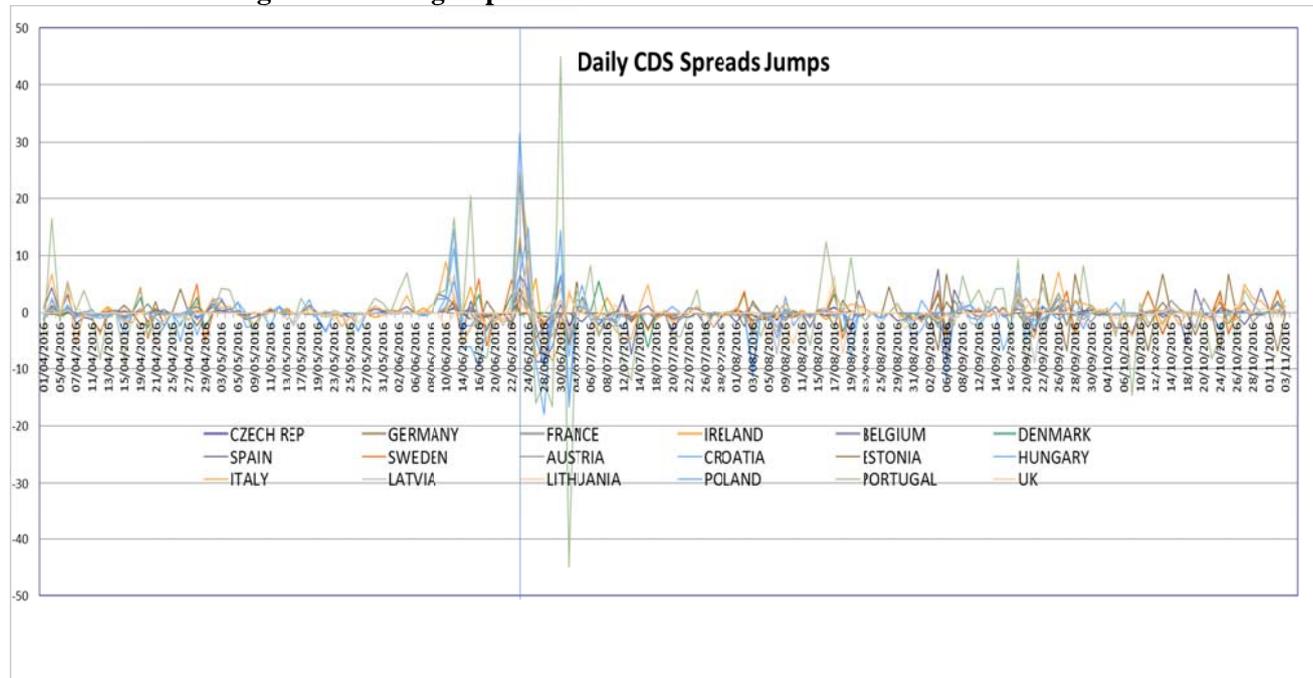
Proprio perché è difficile avventurarsi in valutazioni di lungo termine sugli effetti reali e finanziari della Brexit, in questo lavoro ci concentriamo sul breve periodo. Ci proponiamo di ricavare informazioni dall'andamento dei prezzi dei contratti Sovereign CDS (contratti di assicurazione contro l'insolvenza degli Stati) in prossimità della data del Referendum britannico. Il nostro obiettivo è rispondere a queste due domande.

1. Cosa possiamo inferire dall'andamento degli spread dei Sovereign CDS *prima del risultato* del Referendum, circa le aspettative del mercato sulle conseguenze per la solvibilità degli Stati sovrani? In altri termini, quali paesi erano considerati più fragili rispetto ad una possibile vittoria del Leave?
2. In che misura queste aspettative sono state confermate dall'andamento di questi premi assicurativi *ex-post*, cioè *dopo l'esito* del voto? I mercati hanno peccato di ottimismo o pessimismo a seconda dei diversi paesi?

1. Salti e volatilità

La FIG.1 mostra le differenze prime giornaliere nei premi pagati sui CDS dei principali Stati europei espresse in punti base, a partire dal 1 aprile 2016 fino al 3 novembre 2016. La data del referendum (22 giugno 2016) è indicata da una linea verticale blu. Il grafico mostra alcuni andamenti interessanti.

- Queste variazioni vengono però corrette in nel giro di pochi giorni. Verosimilmente i mercati realizzano che i tempi della Brexit saranno lunghi ed incerti e che le possibili conseguenze sui mercati internazionali si vedranno solo in un futuro non prossimo.
 - Non tutti i paesi sono soggetti a questi salti nella stessa misura. I “Pi(g)s” sono quelli su cui il mercato mostra maggiore “preoccupazione”. Le maggiori variazioni giornaliere si registrano per il Portogallo (+/- 45 punti base (pb) in un giorno), l’Italia (+25, -9), la Spagna (+24,-9), e per i paesi dell’Est Europa caratterizzati da mercati poco liquidi (Ungheria (+32,-18), Bulgaria Polonia, Croazia). Al contrario, la Germania mostra variazioni molto contenute (+/- 5 pb) e così lo stesso Regno Unito (+10,-5) .
- A partire da giugno si assiste ad un aumento di volatilità che manifesta in “salti” dei premi. Com’era lecito aspettarsi, il salto maggiore avviene nel giorno in cui si conosce l’esito del Referendum .


FIG. 1 - Variazioni giornaliere degli Spread dei CDS


2. Vulnerabilità e aspettative ex-ante

Queste tendenze sono confermate dall'analisi dell'andamento dei premi dei CDS *nei mesi che precedono* il Referendum. L'andamento degli spread dei CDS prima dell'esito del Referendum permette di capire quali sono i paesi che il mercato considerava più esposti al rischio insolvenza rispetto ad una possibile vittoria del Leave. E' possibile cioè inferire dall'andamento dei prezzi dei CDS (che precede l'esito del voto) le aspettative che il mercato nutre sulle implicazioni del Referendum in merito alla solvibilità degli stati sovrani.

2.1 Metodologia⁴

Indichiamo con p e p' i prezzi di una generica attività finanziaria, osservati prima e dopo che l'esito del voto sia noto. Questi prezzi riflettono le attese del mercato sui rendimenti futuri. In

prossimità di un possibile cambiamento istituzionale come quello indotto dalla Brexit, il prezzo prima del voto rifletterà queste attese nei due scenari possibili dopo il voto: quello in cui vince Leave (L) o quello in cui vince Remain (R). Indichiamo con π_L la probabilità che il mercato assegna alla vittoria di Leave, e $1 - \pi_L$ la probabilità che vinca Stay. Sotto l'ipotesi che gli agenti abbiano aspettative razionali e siano neutrali rispetto al rischio, il mercato dovrebbe prezzare le attività finanziarie in modo da escludere la possibilità di realizzare profitti positivi in valore atteso scambiando i titoli intorno alla data del referendum. Dunque il prezzo prima che il risultato del voto sia noto, p , deve essere uguale al valore atteso del prezzo che prevarrà dopo il voto, p' , calcolato come media ponderata tra il prezzo *caso di vittoria di Leave* e quello *nel caso di vittoria di Remain*, con pesi pari alle probabilità π_L e $1 - \pi_L$ dei due eventi:

$$(1) \quad p = E(p'|L)\pi_L + E(p'|R)(1 - \pi_L)$$

⁴ Questa sezione fa parte di un lavoro attualmente in corso di svolgimento su "Brexit, Trump and the Italian Referendum: Political Uncertainty and Default Risk".



Dunque è plausibile pensare che all'avvicinarsi del voto il prezzo sia influenzato dall'evolvere delle aspettative di vittoria dei due fronti. Ad esempio, se il mercato ritiene che l'asset generi maggiori dividendi nel caso di maggioranza favorevole a Remain, il prezzo tenderà a calare se aumentano le probabilità di vittoria di Leave. Il nostro scopo in questa sede è inferire dal prezzo dell'attività finanziaria, p , quello che il mercato pensa rispetto a $E(p'|L)$ e $E(p'|R)$, ovvero le aspettative riguardanti il prezzo del CDS, e dunque sulla solvibilità di ciascuno stato sovrano, nel caso di vittoria di L o di R.

Si noti che in questo caso disponiamo di una misura oggettiva, benchè imperfetta, delle probabilità di vittoria dei due campi, π_L e $(1 - \pi_L)$: i sondaggi elettorali che sono osservati dal mercato. Per ottenere i valori delle due aspettative descritte nella espressione (1) abbiamo bisogno di una seconda equazione. Questa ci è fornita dal modello empirico di regressione, che assume una relazione lineare tra prezzo dell'attività finanziaria e probabilità di vittoria di L:

$$(2) \quad p = a + b\pi_L + u$$

dove assumiamo che u sia un disturbo casuale, con media e correlazione seriale pari a zero e con varianza costante. Combinando le due espressioni è facile dimostrare che – se le stime dei parametri \hat{a} e \hat{b} sono non distorte – allora vale che

$$(3) \quad \hat{a} = E(p'|R), \quad \hat{a} + \hat{b} = E(p'|L)$$

In altri termini, sarà sufficiente stimare il modello dell'equazione (2) per ottenere una stima delle aspettative di mercato che sono implicite nel prezzo dell'attività. In questa applicazione, per facilità di esposizione, non utilizzeremo i prezzi di mercato dei CDS, ma bensì le probabilità di default implicite nelle quotazioni giornaliere dei

CDS a 5 anni osservate tra 1 Aprile e 21 Giugno 2016 per i principali paesi dell'UE. Questa probabilità di default è una funzione crescente del premio assicurativo e assume un "tasso di recupero" (*Recovery Rate*) pari al 40 per cento del principale in caso di default sovrano. Come stima della probabilità π_L di vittoria di Leave abbiamo utilizzato la media dei sondaggi pubblicata dal Financial Times nello stesso periodo.

La FIG. 2 mostra il risultato di queste stime. Per ciascun paese, identificato da un punto, riportiamo sull'asse orizzontale la stima della probabilità di default attesa dal mercato in caso di vittoria di Remain, e su quello verticale la probabilità di default attesa nel caso di Leave. I paesi in cui l'esito del referendum britannico non è atteso influenzare la probabilità di default si trovano sulla retta a 45 gradi. I paesi che sono al di sopra della linea di 45 gradi sono quelli in cui il rischio di default sovrano atteso in caso di Brexit sono più grandi di quelle in caso Remain. Al contrario, i paesi sotto la linea a 45 gradi sono quelli in cui il rischio di default atteso in caso di Brexit è inferiore a quello in caso di Remain.

La figura mette in evidenza alcuni risultati interessanti.

- Gli effetti attesi del Brexit sulle probabilità di default sovrani sono limitati per tutti i paesi, e la distanza massima tra le probabilità attese di default nei due scenari non supera i 20 punti base ;
- In analogia alla bassa volatilità mostrata intorno alla data del voto, per Germania e Regno Unito il mercato non si attende che il rischio sovrano venga significativamente influenzato dal risultato della consultazione;
- I paesi in cui l'evento Brexit è associato di più ad un aumento della probabilità di default, rispetto al caso di vittoria di Stay

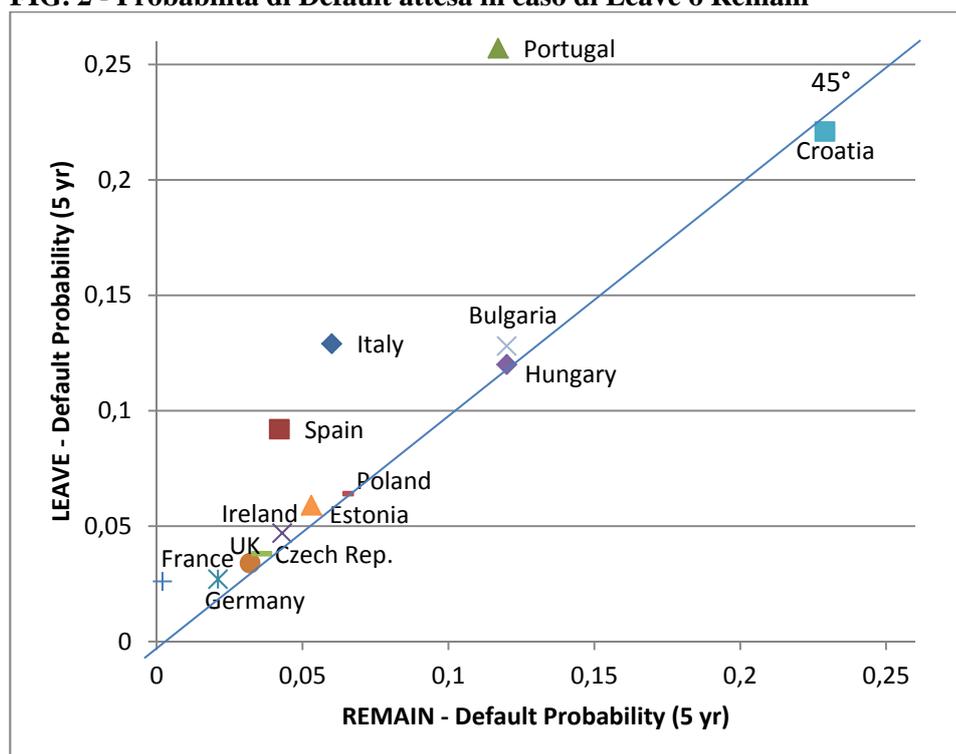


sono, i $P_i(g)$ sordine decrescente : Portogallo (+14) Italia (+7), Spagna (+5).

Dunque i movimenti che anticipano l'esito del voto mostrano come, seppur in maniera limitata, il mercato veda nei paesi dell'Europa

meridionale quelli maggiormente vulnerabili alla vittoria del Leave.

FIG. 2 - Probabilità di Default attesa in caso di Leave o Remain



3. Ottimismo e pessimismo Ex-Post

Abbiamo visto nella FIG.1 che il mercato dei CDS mostra dei “salti” elevati in coincidenza dell'esito del voto, quando l'incertezza viene risolta. Questo è da attendersi poiché se il mercato ritiene che una vittoria del Leave peggiorerà la solvibilità di uno stato facendone aumentare il premio assicurativo, il premio deve fare un salto verso l'alto nel momento in cui il mercato apprende l'esito del voto (per verificare la bontà del ragionamento si ponga $\pi_L = 1$ nella espressione (1)). Poiché disponiamo di una stima delle aspettative sulle quotazioni dei CDS,

possiamo chiederci, ex-post, se il mercato abbia “peccato di pessimismo / ottimismo”, prevedendo aumenti dello spread maggiori / inferiori di quelli verificatisi nell'immediato dopo-voto. Questo confronto – tra spread anticipati (ottenuti dalla stima dell'equazione (2) rispetto a quelli osservati il giorno successivo al voto – viene riportato nella FIG.3. In questa figura si nota il salto di prezzo di ciascun CDS sovrano tra la data precedente e quella successiva all'esito del voto (il “salto”, colonna blu). La colonna in arancione mostra invece una stima dell'errore di previsione dei CDS, definito precisamente come la differenza tra



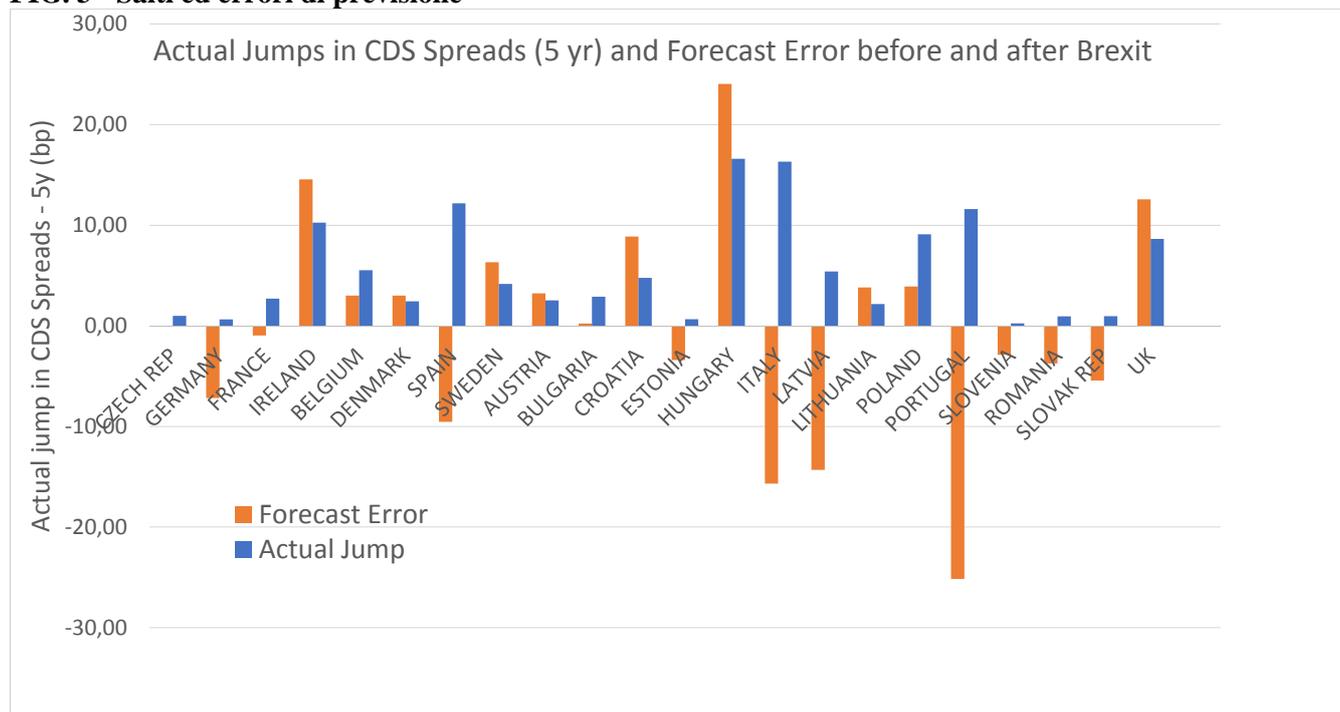
il prezzo osservato *immediatamente dopo* l'esito del referendum, e quello che si poteva stimare *immediatamente prima* sulla base del nostro modello di regressione (equazioni (2) e (3)). Quando questo errore è negativo, ciò significa che lo spread osservato dopo l'esito del voto, anche quando è superiore a quello della vigilia, è comunque inferiore a quello previsto sulla base dei prezzi di mercato. In altri termini, l'errore di previsione è negativo quando il mercato prevedeva aumenti dello spread maggiori di quelli realizzati. Nella figura si può osservare che

- gli spread dei CDS sono aumentati dopo l'esito del Referendum in diversi paesi dell'Europa meridionale, quali Italia, Spagna, Portogallo, ma anche in Irlanda, Regno Unito e Ungheria;
- solo nei Pi(g)s – Portogallo, Italia e Spagna – e in Lettonia, essi sono *aumentati meno* di quanto prevedibile sulla base dell'andamento dei prezzi di mercato alla vigilia del voto. L'errore di previsione negativo significa che

per questi paesi il mercato prevedeva aumenti degli spread ben maggiori di quelli che si sono verificati. Ad esempio per l'Italia, il salto attuale dello spread a 5 anni è stato di circa 16 punti base (linea blu), ma il mercato "prezzava" un ulteriore aumento di circa 16 punti che non si è poi realizzato. Per il Portogallo, addirittura i prezzi prima del voto lasciavano prevedere un ulteriore aumento degli spread di circa 25 punti oltre al salto di 12 realizzato;

- al contrario, sia nel Regno Unito che in Irlanda, come in Ungheria, benchè lo spread sia cresciuto una volta noto l'esito del voto, l'errore di previsione è stato positivo, e cioè l'aumento di prezzo che si è realizzato tra prima/dopo voto è stato superiore a quello prevedibile sulla base dell'andamento dei prezzi nel periodo precedente il voto.

FIG. 3 - Salti ed errori di previsione





4. Conclusioni

L'esito del Referendum britannico che ha sancito l'uscita del Regno Unito dalla Comunità europea avrà verosimilmente importanti conseguenze di lungo periodo sugli assetti economici e politici del Continente, anche se queste oggi sono difficili da prevedere, poiché dipenderanno dai dettagli dei nuovi assetti istituzionali che emergeranno tra Regno Unito e UE, tra i rimanenti membri della UE e tra quest'ultimi e le parti terze. Forse per questo gli effetti sui mercati finanziari non sembrano avere carattere permanente. L'aumento della volatilità degli spread dei CDS sui debiti sovrani europei – verificatosi nelle settimane precedenti ed in coincidenza del voto – sembrano aver avuto natura transitoria. Ciononostante, essi potrebbero costituire un segnale importante circa le conseguenze di futuri shock politici.

L'analisi dei prezzi di mercato dei CDS (prima e dopo il voto) permette di raggiungere alcune interessanti conclusioni. Innanzitutto, l'aumento di volatilità non ha interessato in egual misura tutti i paesi europei: i CDS dei Pi(g)s, sono stati quelli che più ne hanno risentito. L'analisi sui prezzi antecedenti l'esito referendario mostra che il fatto precedente può essere spiegato con il fatto che il mercato riteneva che questi paesi sarebbero stati proprio quelli che avrebbero più sofferto, in termini di solvibilità, dall'esito della Brexit. Confrontando le previsioni ex-ante con l'andamento dei prezzi immediatamente dopo il voto, possiamo anche concludere che il mercato ha peccato di un eccesso di "pessimismo" rispetto a questi stessi paesi, anticipando un peggioramento degli spread addirittura superiore a quello che poi si è verificato. Al contrario, il mercato ha sbagliato in senso di eccessivo "ottimismo" per Irlanda e Regno Unito stesso, prevedendo aumenti degli spread inferiori a quelli osservati. Questo fatto documenta il permanere di

un senso di diffidenza dei mercati nei confronti dei paesi dell'Europa meridionale che potrebbe esporci a rinnovati rischi di fughe di capitali in seguito a futuri shock di carattere politico (e non).

Bibliografia

- CEPR (2016), Brexit Beckons: Thinking ahead by leading economists, <http://voxeu.org/content/brexit-beckons-thinking-ahead-leading-economists>
- LSE (2016), BREXIT 2016 Policy analysis from the Centre for Economic Performance, http://cep.lse.ac.uk/pubs/download/brexit08_book.pdf
- Manasse, P. e Trigilia, G. (2016), Default sovrani, chi rischia di più con Brexit?, *Il Sole24ore*, <http://www.econopoly.ilsole24ore.com/2016/06/24/default-sovrani-chi-rischia-di-piu-con-brexit/>
- Manasse, P. e Trigilia, G. (2016), Brexit, Trump and the Italian Referendum: Political Uncertainty and Default Risk, mimeo, Università di Bologna.



LA BREXIT TRA POPULISMO E RITARDI DELL'UNIONE EUROPEA ♦

Introduzione

Il 2016, nel vecchio continente, verrà certamente ricordato per l'esito del referendum consultivo con cui il Regno Unito ha votato per lasciare l'Unione Europea, cui aveva aderito, per la verità senza mai troppa convinzione, nel 1974. Cosa ha determinato l'esito, quasi inatteso, di quel referendum? In che misura nel Regno Unito e negli altri paesi europei i germi dell'anti-europeismo sono cresciuti a causa dei difetti intrinseci dell'Unione, dell'insoddisfazione per i risultati che essa è stata capace (o incapace) di produrre per la maggioranza delle persone?

Nelle pagine che seguono esploriamo due ipotesi (non necessariamente alternative). La prima ipotesi è che la Brexit sia stata una delle manifestazioni più evidenti dell'ondata populista che sta travolgendo le democrazie occidentali, l'altra essendo stata, si dice, l'elezione di Donald Trump alla presidenza degli Stati Uniti nel novembre del 2016. La seconda è che l'ondata populista sia stata aiutata dagli errori politici del governo Cameron negli anni precedenti e da una campagna di disinformazione dei media che hanno avallato l'idea che gli immigrati (dalla UE e, attraverso la UE, da gran parte del mondo) fossero largamente responsabili di ogni sorta di guaio che ha colpito negli ultimi anni la società britannica e, specialmente, i ceti meno abbienti: dal terrorismo al peggioramento dell'assistenza sanitaria.

Dall'esplorazione delle due ipotesi emerge che – senza paradossi – la Brexit ha relativamente poco a che fare con i difetti e i ritardi dell'Unione Europea. I rigurgiti nazionalisti e isolazionisti sono stati influenzati relativamente poco

dall'eccesso di regolamentazione dettata da Bruxelles in nome del mercato unico. Il Regno Unito si è inoltre sempre tenuto fuori dall'area euro, quella zona dell'Unione che – dopo il 2008 – ha presentato le maggiori criticità economiche e di *governance*. Tuttavia, non si può escludere che i difetti e i ritardi dell'Europa e dell'euro possano mettere in moto altre *-exit* fino a un progressivo smottamento dell'Unione. I movimenti politici più decisamente anti-europei in Austria, Olanda e Francia sono stati finora arginati nelle urne, ma in Italia sono stati capaci di influenzare anche il discorso politico dei partiti tradizionalmente pro-Europa. È bene, allora, cercare di capire dove più si annida lo scontento dei cittadini (non ci soffermeremo, perciò, sui sofisticati problemi tecnici delle regole fiscali) e come sia forse possibile superarli, ridando un'*anima all'Europa*.

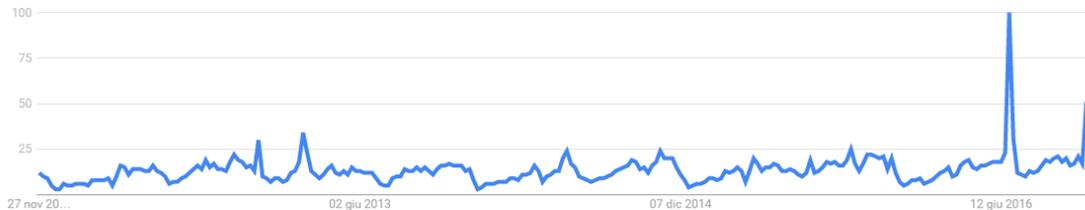
1. Populismo ed Europa

1.1. La rinascita dei populistici nei paesi occidentali e la Brexit

È opinione diffusa che la crescita del populismo abbia giocato un ruolo essenziale nel risultato del referendum inglese dello scorso 23 giugno. A riprova di quanto il concetto di populismo sia stato associato alla Brexit è interessante osservare come nei giorni successivi al referendum il termine populismo abbia conosciuto uno straordinario picco nelle ricerche internet, così come documentato dalle statistiche di Google Trends (GRAF. 1).

♦ A cura di Andrea Boitani e Rony Hamaui

GRAF. 1 - Interessi di ricerca del termine Populista in Internet



(fonte Google Trends)

D'altra parte, la letteratura socio-politica ha spesso osservato come piccole formazioni populiste in termini di rappresentanza parlamentare riescano spesso ad esercitare un'enorme influenza sul dibattito politico e sui programmi degli altri partiti. Da questo punto di vista il caso inglese appare emblematico. Infatti, seppure l'anti-europeismo sia stata una costante nella discussione politica inglese,¹ è indubbio che il Partito per l'Indipendenza del Regno Unito (UKIP) abbia pesantemente influenzato il dibattito nel paese ed in ultima istanza la decisione di Cameron di indire il referendum inglese. Questo nonostante il fatto che UKIP sia finora riuscito a conquistare un solo seggio in parlamento inglese. Il termine populista è uno dei più usati e contestati nel linguaggio politico. Varrà quindi la pena prima di tutto chiarire cosa intendiamo per populismo. Successivamente cercheremo di spiegare cosa possa spiegare la recente ascesa dei movimenti populistici nei paesi occidentali. Infine, analizzeremo i risultati delle elezioni inglesi, al fine di capire come questi possono confortare le diverse ipotesi prima descritte.

¹ Il Regno Unito è entrato nella Comunità economica europea solo nel 1972, oltre venti anni dopo il suo avvio, è rimasto fuori dagli accordi di Schengen, della moneta unica, dall'Euro e ha ottenuto una clausola di esenzione da una serie di direttive attinenti temi sociali.

1.2 Cosa intendiamo per populismo

Idee e leader populistici sono presenti in ogni epoca storica, in ogni regione del globo e sotto numerose ideologie. I *Populares* erano, ad esempio, una fazione nel senato romano, che cercò di governare attraverso la mobilitazione delle masse di romani. Fra i più noti esponenti populistici ricordiamo Tiberio Gracco, Gaio Mario e Cesare Augusto, che, appellandosi direttamente al popolo, utilizzarono il referendum per bypassare il senato romano. Nell'età moderna ritrovano idee populiste durante la riforma protestante, dove gruppi - come gli anabattisti in Germania o i puritani in Inghilterra - basavano il proprio credo politico su un'ideale società teocratica, in cui i contadini sarebbero stati in grado di leggere da soli la Bibbia e di governare². Anche durante la rivoluzione francese, guidata da ricchi intellettuali, molti leader manifestarono sentimenti populistici contro gli eccessivi privilegi dell'élite dell'Ancien Regime.

Tuttavia è in Russia che, a metà del XIX secolo, nasce il primo movimento politico-culturale chiamato esplicitamente "populista". I suoi fautori avevano individuato nei contadini la forza rivoluzionaria capace di sovvertire il sistema

² T. Scott, "The Early Reformation in Germany: Between Secular Impact and Radical Vision", Ashgate, 2013. Christopher Hill, "The World Turned Upside Down: Radical Ideas" in the English Revolution



autoritario zarista, passando direttamente al socialismo senza bisogno di transitare dalla fase capitalista dell'industrializzazione. Anche gli Stati Uniti videro a fine ottocento la nascita di un "Partito del Popolo" (*People's Party*), noto anche come Partito Populista, a supporto dalle classi agrarie meno abbienti del sud e fortemente contrario alle banche, alle ferrovie e alle élite in generale.

Evidenti connotazioni populiste ebbero anche il fascismo in Italia e il nazismo in Germania, oltre a molti leader dell'America Latina quali Aprismo in Perù, Getúlio Vargas in Brazil, Perón in Argentina, Lázaro Cárdenas in Mexico e Hugo Chavez in Venezuela.

Come si comprende, alla base di queste esperienze tanto differenti stanno ideologie altrettanto diverse, non sempre facilmente inquadrabili in un unico schema. Tutto ciò rende molto difficile persino definire il concetto di populismo, termine usato molto frequentemente spesso in maniera discutibile. La definizione più generale di populismo sottolinea come questi movimenti utilizzino un linguaggio molto aggressivo al fine di difendere "l'uomo comune" contro le élite privilegiate. Altri autori, come Dornbusch e Edwards, riferendosi alla realtà sud americana, definiscono populiste quelle formazioni che, in nome di una più equa distribuzione dei redditi, perseguono politiche economiche iper-espansive, che finiscono per danneggiare i ceti più poveri, o meglio mascherano interessi di destra con politiche apparentemente di sinistra (*leftist bias*).³ Noam Gidron e Bart Bonikowski, dell'Università di Harvard hanno poi tentato di costruire una

tassonomia delle politiche populiste basata sulle ideologie, sugli stili e sulle strategie⁴.

A nostro avviso, forse, la miglior definizione del termine populista applicabile alle recenti esperienze dei paesi occidentali è quella coniata da Cas Muddle, secondo il quale le filosofie populiste sono un insieme di idee che contengono tre componenti principali⁵:

1. **Anti-establishment.** Cioè una forte critica alle autorità esistenti, ai politici, ai media, all'élite, agli esperti, alle multinazionali, alle banche..., genericamente considerati corrotti. A questi poteri forti viene contrapposta l'onestà delle persone ordinarie, che sono viste in maniera omogenea e positiva (la maggioranza silenziosa).

2. **Autoritarismo.** Quasi sempre i movimenti sono guidati da un leader carismatico, che favorisce la rappresentanza diretta, i referendum, i plebisciti. Molto criticate sono invece le istituzioni democratiche a rappresentanza indiretta e le strutture burocratiche/amministrative.

3. **Nazionalismo e Xenofobia.** Il monoculturalismo, la difesa degli interessi nazionali rispetto alla cooperazione internazionale, il razzismo, la chiusura dei confini sono ulteriori tratti salienti del moderno populismo.

A questo tipo di concezione si contrappone una cultura cosmopolita liberale, in cui vengono enfatizzati i valori di una nazione dai confini aperti, dove la diversità dei popoli e delle culture sono viste in maniera positiva. In questo ambito si sottolinea l'importanza dei pesi e dei contrappesi tipici di una democrazia rappresentativa, dove fondamentali sono i valori della tolleranza e della

³ R. Dornbusch, and S. Edwards, eds. (1991) "The Macroeconomics of Populism in Latin America". J. Sachs, (1989) "Social Conflict and Populist Policies in Latin America," NBER Working Paper No. 2897. Si veda anche D. Acemoglu, G. Egorov, K. Sonin (2011), "A Political Theory of Populism" NBER Working Paper No. 17306.

⁴ Noam Gidron and Bart Bonikowski (2013), "Varieties of Populism: Literature Review and Research Agenda", Working Paper Series, Weatherhead Center for International Affairs, Harvard University, No.13-0004.

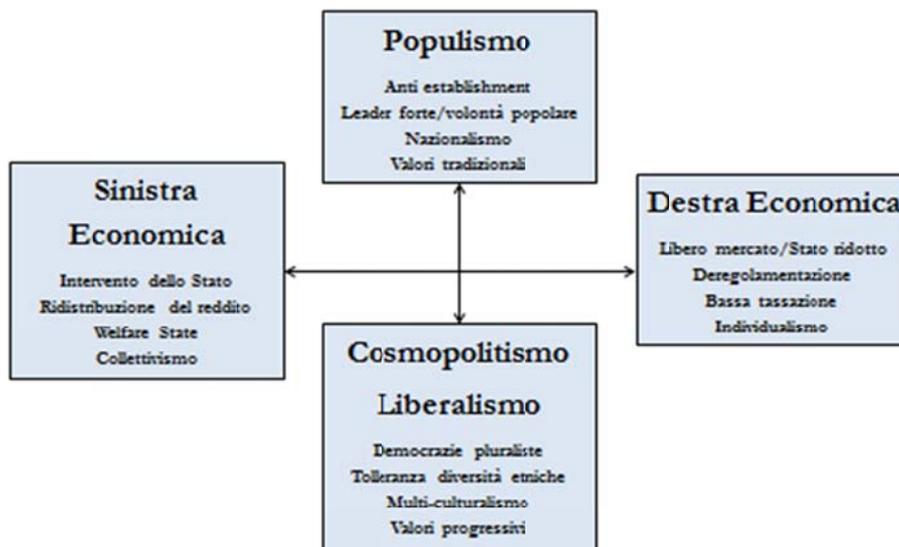
⁵ C. Muddle (2007), *Populist Radical Right Parties in Europe* NY, Cambridge University Press

tutela delle minoranze. Uguali diritti alle minoranze, alle donne e agli omosessuali sono il loro normale complemento.

È evidente che in questo contesto la tradizionale contrapposizione tra partiti di destra e sinistra risulta superata, soprattutto in ambito economico. Anzi molto spesso i partiti populistici dichiarano di voler perseguire politiche di sinistra, che prevedono un significativo intervento dello Stato,

una forte distribuzione del reddito e una lotta senza quartiere ai monopoli (GRAF. 2).

GRAF. 2 – Modello euristico dei partiti nelle società occidentali



Fonte: Inglehart e Norris

Una recente indagine sulla natura dei partiti in una trentina di paesi europei mostra come - seppure in generale le formazioni con una cultura più aperta tendano a perseguire politiche di stampo più keynesiano - i partiti di natura più populista si dividono equamente tra formazioni di destra e di sinistra in termini economici (GRAF. 3)⁶. Anche sul fronte della rappresentanza parlamentare alle elezioni europee, Inglehart e Norris mostrano

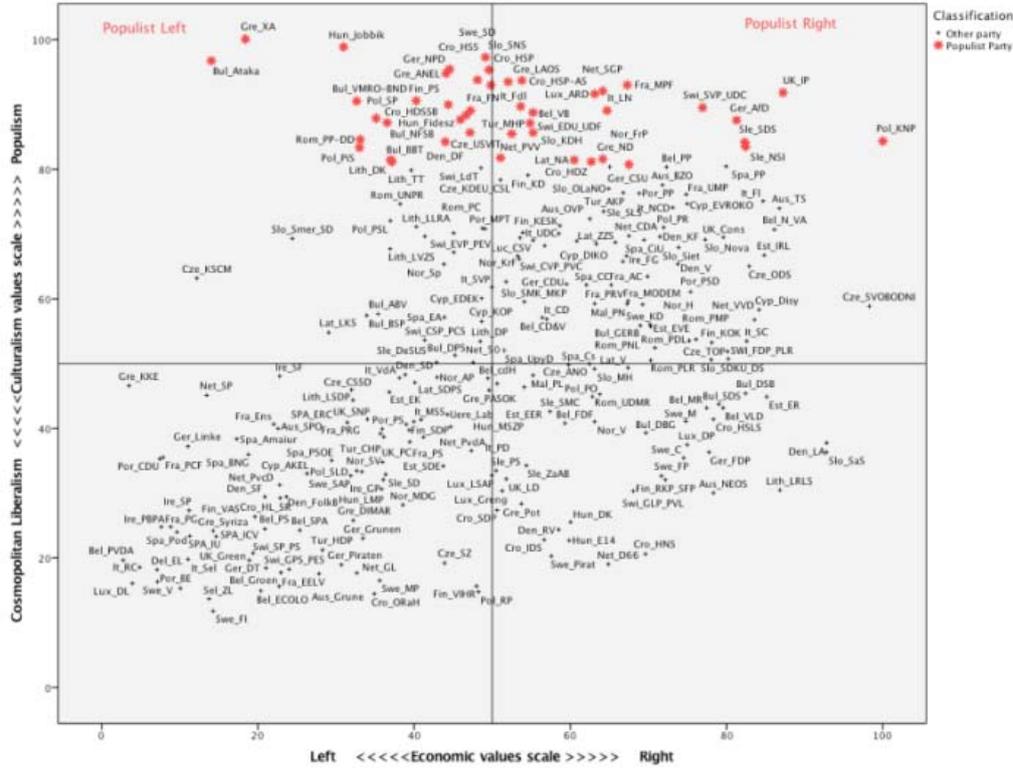
come la forte crescita dei partiti populistici osservata a partire dagli anni '60 si distribuisce in maniera quasi omogenea tra quelli che perseguono politiche economiche di destra e di sinistra (GRAF. 4)⁷.

⁶ Chapel Hill Expert Survey 2014

⁷ R. F. Inglehart and P. Norris, (2016), "Trump, Brexit, and the Rise of Populism: Economic have-Nots and Cultural Backlash", HKS Faculty Research Working Paper Series, No RWP16-026

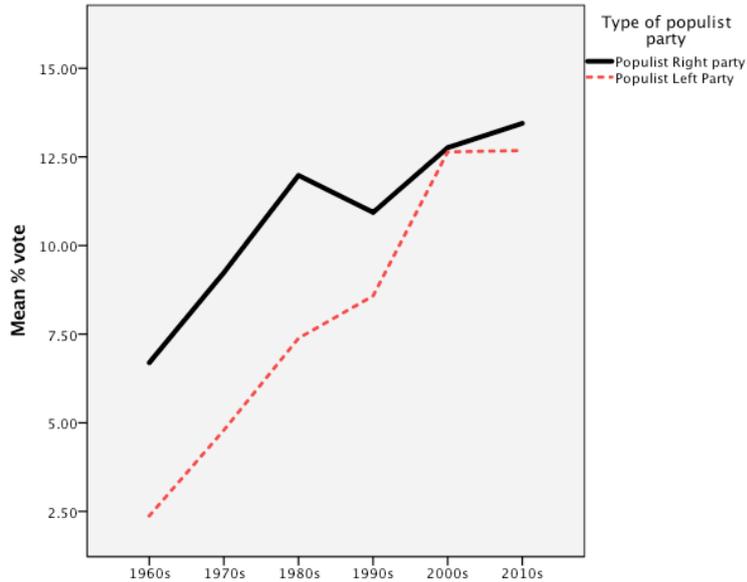


GRAF. 3 - Classificazione dei partiti politici europei



(Fonte: 2014 Chapel Hill Expert Survey)

GRAF. 4 - La crescita dei partiti populisti alle elezioni europee



Fonte Holger Döring and Philip Manow

1.3 Cosa spiega la crescita dei paesi populistici

In termini generali si può affermare che esistono tre differenti scuole di pensiero, non necessariamente escludentesi, circa le ragioni per cui in alcuni momenti storici e paesi i partiti populistici trovano un terreno fertile di crescita. In primo luogo esistono **teorie legate alla struttura e alla qualità delle istituzioni** che regolano il mercato dei partiti, quali la natura della carta costituzionale e le legge elettorale. In particolare sistemi elettorali a base proporzionale, con soglie di sbarramento, che spesso richiedono la necessità di formare ampie coalizioni di governo o sistemi con collegi uninominali, magari con la presenza di ballottaggi, rendono più difficile l'emergere di partiti populistici⁸.

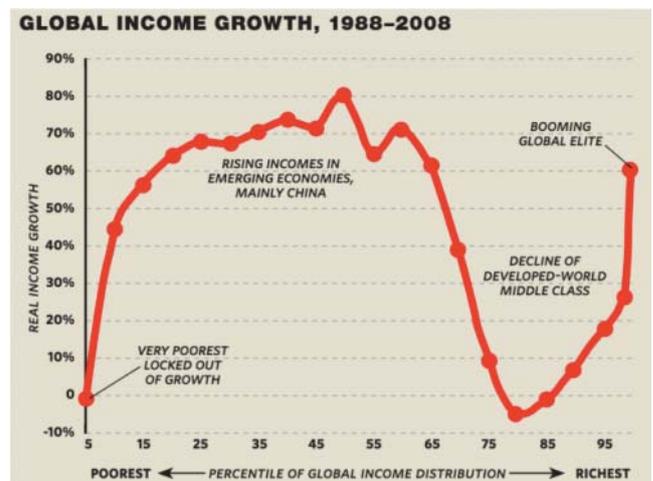
In secondo luogo vi sono **teorie legate all'offerta di leader e partiti** capaci di offrire alternative allettanti in termini proposte politiche. Recentemente, ad esempio, Michael Broning, ha sostenuto che, con la caduta delle ideologie, sia i partiti di sinistra, come il New Labour di Tony Blair, che di destra, come i Cristiani Democratici Angela Merkel, abbiano sempre più assunto connotazioni centriste⁹. Questo ha permesso ai partiti populistici, di raccogliere il malcontento e rappresentare gli interessi degli "sconfitti". Una sorta di darwinismo in grado di cambiare lo scenario politico.

Infine, esistono le **teorie legate alla domanda (o ai bisogni) della gente**. Queste ultime si distinguono tra teorie economiche - che fanno dipendere la crescita dei movimenti populistici dalle crisi economiche, dall'aumento delle disuguaglianze o dalle trasformazioni delle strutture produttive, provocate dalle innovazioni tecnologici o dalla globalizzazione - e teorie dove

i movimenti populistici nascono dai cambiamenti dei valori culturali, che alcuni gruppi sociali non riescono ad accettare.

Molti storici, sociologi ed economisti hanno spiegato così la nascita del fascismo, del nazismo, come conseguenza della crisi economica e lo stato di frustrazione e impoverimento della piccola borghesia seguita alla grande guerra e all'iperinflazione tedesca degli anni venti. Negli anni ottanta Jeffrey Sachs sottolineava come, in America Latina, alla base dei governi populistici sia di destra che di sinistra vi fossero le enormi disuguaglianze e i conseguenti conflitti sociali che caratterizzavano quei paesi. In questa situazione, infatti, le classi urbane più povere credevano di trovare una soluzione ai loro problemi in leader populistici che proponevano forti stimoli all'economia. Tuttavia tali politiche dopo qualche anno in cui sembravano ottenere ottimi risultati, provocavano forti deficit nelle bilance dei pagamenti, ripetute crisi valutarie, iperinflazione e in definitiva una pesante riduzione dei salari reali, che non facevano altro che aumentare il malcontento popolare.

GRAF. 5 - Elephant curve



Fonte Branko Milanovic)

⁸ A. Lijphart (1994), "Electoral Systems and Party Systems", Oxford University Press. P. Norris (2005) "Electoral Engineering" Cambridge University Press.

⁹ M. Broning (2016), "The rise of Populism in Europe", *Foreign Policy*, June.



Più recentemente la forte crescita delle disuguaglianze è stata ben documentata da Thomas Piketty, e Branko Milanovic¹⁰. Quest'ultimo, con la sua famosa curva del elefante, mostra come fra il 1988 e il 2008, mentre molti poveri del terzo mondo riuscivano ad uscire dalla miseria e pochi ricchi dei paesi avanzati mostravano tassi di crescita del proprio reddito vicini al 70%, le classi medie dei paesi occidentali facevano fatica a difendere il proprio potere d'acquisto (GRAF. 5). La globalizzazione, la delocalizzazione, l'outsourcing, la mobilità dei capitali e delle persone uniti ai cambiamenti tecnologici e la conseguente l'automazione dei processi produttivi e lo sviluppo della così detta economia della conoscenza, nonché l'indebolimento dei sindacati e dei partiti che tradizionalmente difendevano la classe operaia spiegano questa dinamica. La successiva lunga e profonda crisi economica e le politiche di austerità che, soprattutto in Europa, sono seguite ai forti deficit pubblici, non hanno fatto altro che impoverire e impaurire ulteriormente una vasta fetta dei ceti medio e bassi. Così alle crescenti disuguaglianze in termini di reddito e ricchezza si sono aggiunte quelle ben più insidiose in termini di opportunità sul futuro.

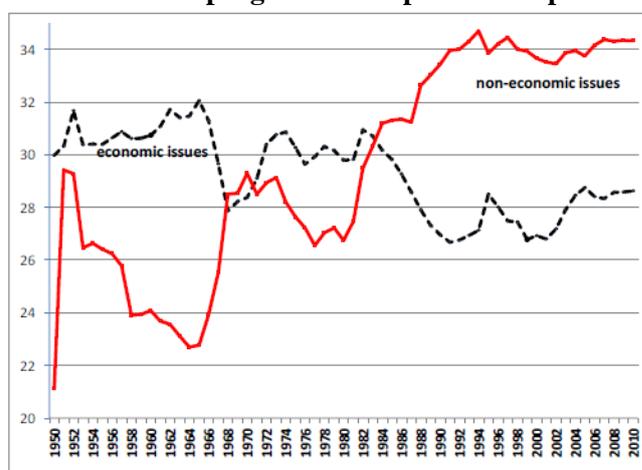
A partire dalla fine degli anni sessanta le opulenti società occidentali hanno tuttavia anche conosciuto un straordinario cambiamento dei valori culturali. L'attenzione verso le differenze di genere e le diverse preferenze sessuali, la tolleranza verso il diverso e le minoranze, la secolarizzazione, il multi-culturismo e l'ambientalismo sono diventati valori premianti di una larga fascia di giovani ben educati. Per la prima volta sono nati movimenti omosessuali,

¹⁰ T. Piketty (2014), *Capital in the Twenty-First Century*, Cambridge, The Belknap Press of Harvard University Press. MA. B. Milanovic (2016), "Global Inequality, A New Approach for the Age of Globalization", Cambridge, Harvard University Press.

ecologisti e a favore dei diritti umani. Col tempo queste tendenze hanno avuto esercitato anche un'importante effetto sui partiti tradizionali. Così temi non economici, tipici di una società post-materialista, hanno finito per assumere un peso molto rilevante nei programmi politici di tutti i principali partiti (GRAF. 6).

La globalizzazione e gli imponenti flussi migratori non hanno fatto altro che ampliare queste tendenze ed aperto un solco intra-culturale e intra-generazionale profondo nelle società dei paesi occidentali. Le generazioni più anziane e meno educate, soprattutto di genere maschile, hanno visto denigrare i valori con i quali erano cresciuti e hanno reagito in maniera più o meno rabbiosa. La piccola borghesia assieme e ai residenti dei centri rurali sono stati i più grossi sostenitori di questa «contro- rivoluzione silenziosa» e dei partiti populistici. La nostalgia dei tempi passati, quando l'Inghilterra era a capo di un impero o quando l'America era grande (*make america great again* è stato lo slogan di Donald Trump), è diventata una costante di molti movimenti populistici.

GRAF. 6 La crescita degli argomenti non economici nei programmi dei partiti europei



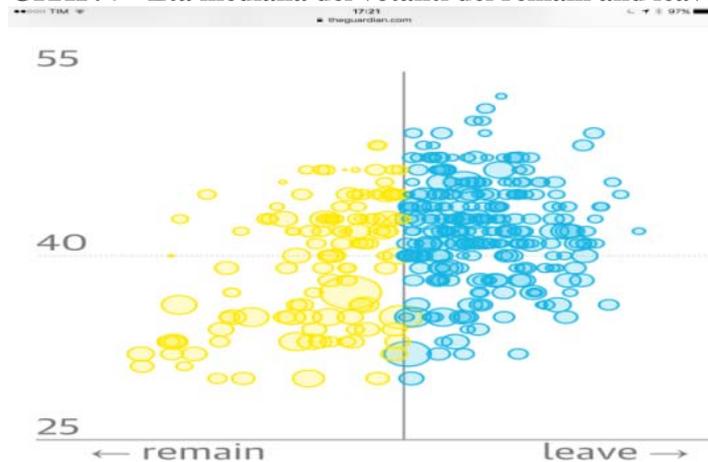
Fonte: Inglehart and Norris

È evidente che entrambe le spiegazioni, quella economica e quella culturale, interagiscono tra di loro rendendole a volte indistinguibili da un punto di vista dell'identificazione empirica. Ad esempio, è chiaro che la crisi economica possa avere aumentato la polarizzazione fra classi/gruppi aventi diversi valori culturali. Così il ceto medio, portatore di valori tradizionali, risulta evidentemente più attratto dai movimenti populistici ove la sua situazione economica peggiorata in termini relativi, mentre è più probabile che un giovane precario o disoccupato poco istruito sia più tentato dai movimenti e partiti populistici nazionalisti. Per certi versi si tratta dell'antica diatriba di marxiana memoria tra struttura e sovrastruttura rivisitata in chiave moderna, dove ovviamente non parliamo più di ideologie o religione, come fece Weber, ma di valori di una società post industriale.

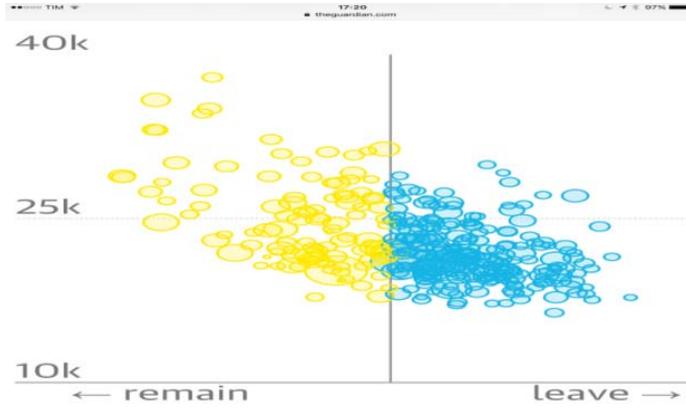
1.4 Cosa ci dicono i risultati del referendum

Tutte le analisi elettorali hanno rilevato che in media i giovani, le persone con redditi, istruzioni e qualifiche più elevate hanno mostrato una marcata preferenza perché il Regno Unito rimanesse nell'Unione Europea, mentre le persone più anziane, con redditi più bassi, minor qualifica e minor istruzione hanno votato a favore della Brexit (GRAFF. 7, 8, 9 e 10). Ora, se il reddito e la qualifica professionale sono tipicamente variabili economiche, l'età e l'istruzione sono variabili che - pur avendo importanti implicazioni di natura economica - sono anche associabili a caratteri valoriali. Le analisi demoscopiche hanno tuttavia anche mostrato come gli elettori che hanno votato per il *remain* siano persone più aperte al multiculturalismo, al femminismo, all'ecologismo, alla globalizzazione, ad internet e al capitalismo, tutte variabile fortemente levate a valori culturali (GRAF. 11).

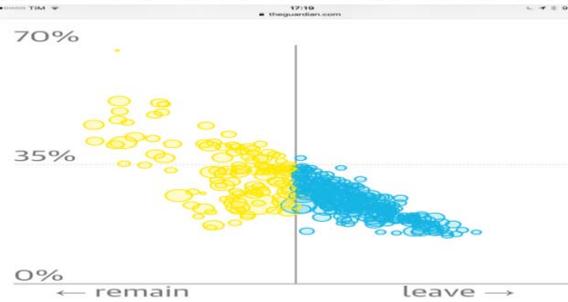
GRAF. 7 - Età mediana dei votanti dei remain and leave



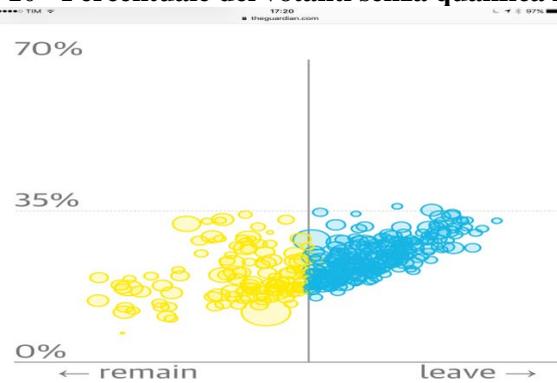
Fonte the Guardian

**GRAF. 8 - Reddito medio dei votanti dei remain and leave**

Fonte the Guardian

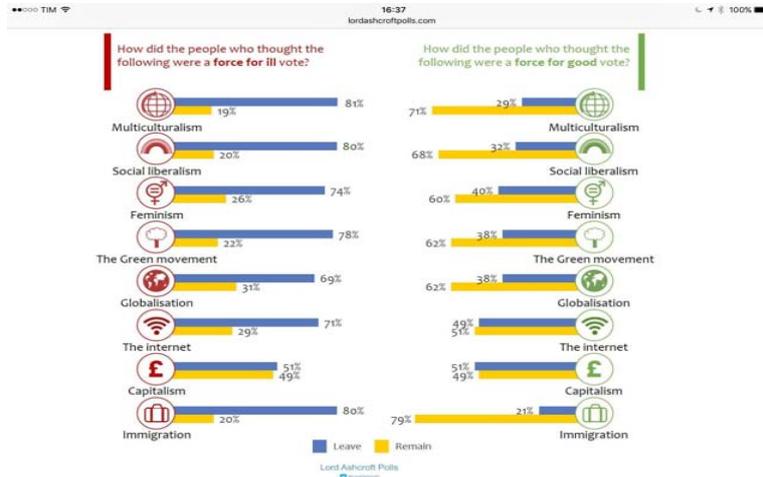
GRAF. 9 - Percentuale dei votanti con una istruzione elevata

Fonte the Guardian

GRAF. 10 - Percentuale dei votanti senza qualifica formale

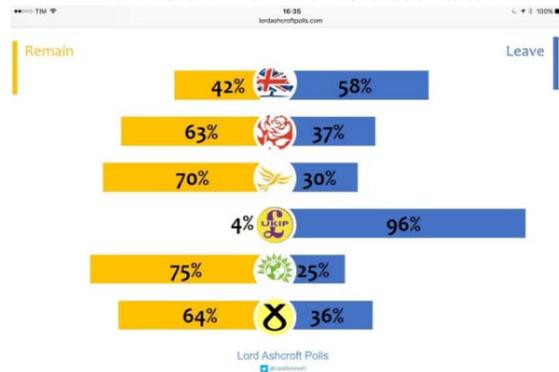
Fonte the Guardian

GRAF. 11 - Valori culturali e scelta al referendum



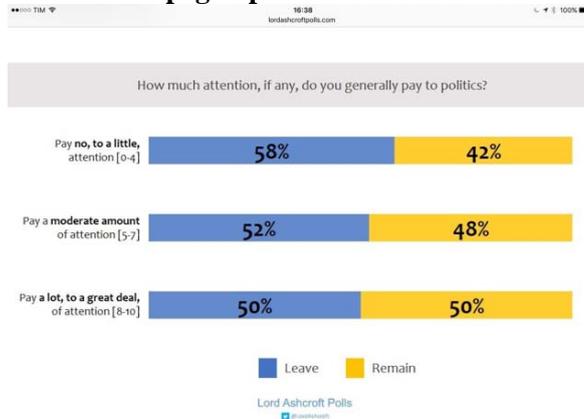
Fonte Lord Ashcroft

GRAF. 12 - Partito di riferimento e scelta al referendum



Fonte Lord Ashcroft

GRAF. 13 - Impegno politico e scelta al referendum



Fonte Lord Ashcroft



Probabilmente, la principale componente (e quella più stabile) nel voto per Brexit è stata la xenofobia, latente o espressa, nella pancia della Gran Bretagna profonda, cioè fuori da Londra, Cambridge, Oxford e (per ragioni forse diverse) minoritaria in Scozia. E' ugualmente interessante osservare come i sostenitori della Brexit in larga maggioranza provengano dal partito conservatore e dal UKIP, anche se non pochi sono i sostenitori del Labour, dei Liberal- Democratici e persino dei verdi che hanno votato a favore dall'uscita dall'Unione Europea (GRAF. 12). Infine può valere la pena osservare come le persone più impegnate politicamente abbiano votato *remain* (GRAF. 13).

2. Caratteri specifici del voto per Brexit

A guardar bene, non è così facile interpretare semplicemente il risultato del referendum su Brexit come esito di un voto di protesta contro le *elites* globalizzate. Quest'interpretazione, infatti, non risponde alla domanda: perché la protesta non si è espressa alle elezioni politiche generali del 2015? In quelle elezioni ha vinto il Partito Conservatore, cioè il partito per antonomasia rappresentante dell'establishment e delle *elites* britanniche. Vero è che quel partito era (ed è) notoriamente diviso tra una minoranza euroscettica - assai vocalmente sostenitrice del *leave* - e una maggioranza, forse più silenziosa, favorevole al *remain*. Nel corso della campagna elettorale del 2015, però il partito si era allineato sulla linea del leader Cameron, favorevole a rimanere nella UE, dopo aver duramente rinegoziato i termini e le condizioni della partecipazione britannica. Proprio la circostanza che nel 2015 il Partito Conservatore abbia vinto senza bisogno del supporto parlamentare dei liberal-democratici, tradizionalmente sostenitori del *remain* ha reso possibile la stessa celebrazione del referendum. Probabilmente, il premier

Cameron non si aspettava di doverlo veramente indire, quando si era impegnato a farlo, nel discorso di Bloomberg del 23 gennaio 2013. Quell'impegno era forse più una concessione tattica alla minoranza euroscettica del proprio partito, per mantenerla fedele al suo governo di coalizione, che una vera promessa da mantenere. Dati i risultati molto ravvicinati del referendum, il voto marginale o *swinging vote* è particolarmente cruciale. Questo è probabilmente un voto determinato a) dalla percezione dell'andamento dell'Europa, b) dai conti in tasca (o presunti tali), c) dall'opportunità politica, d) dalla convinzione di poter gestire un *leave* morbido, che coniughi i vantaggi del *free trade* con quelli della libertà d'azione garantita dal non dover rispettare le infinite regole UE.

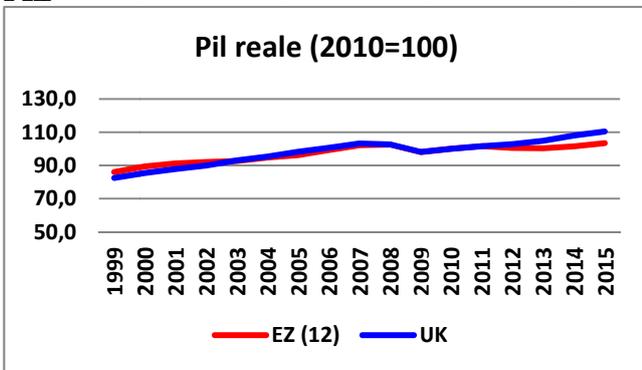
2.1 L'Europa come "palla al piede"

La percezione diffusa (ben oltre la Gran Bretagna, a dire il vero) è che l'Europa si sia ripresa poco e male dalla crisi del 2008-2009, perché vincolata da regole penalizzanti di finanza pubblica. In realtà, come sappiamo, è l'area Euro (soprattutto i 12 paesi fondatori) ad essere andata male e certamente peggio dei paesi UE non appartenenti all'EZ (GRAF. 14). Perché è nell'EZ che le regole vengono sul serio implementate o, almeno, che sul serio se ne minaccia l'implementazione. Certo, la bassa o negativa crescita dell'EZ ha avuto *spillover* negativi sui paesi non-EZ, GB innanzitutto (meno possibilità di "esportare" nei paesi EZ, contagio finanziario, soprattutto bancario). Ma se questo è vero, significa che il mercato EZ e più in generale il mercato UE è importante per la Gran Bretagna. Uscire da UE, dunque, non sembra la soluzione (a meno che non si riesca a realizzare l'uscita "morbida").

Sulla questione torneremo più avanti. Tuttavia è possibile anticipare che molte stime indicano come le maggiori perdite da Brexit (in quota di

Pil) le avrà, nel medio-lungo periodo, proprio la Gran Bretagna (DGIP, 2017). Perdite su cui il Tesoro inglese aveva ammonito il Governo e il Parlamento ben prima che le urne del referendum venissero aperte, ma di cui i destinatari hanno tenuto poco conto, impegnati a rincorrere una propaganda abbastanza fuorviante da parte dei *leavers* più infatuati.

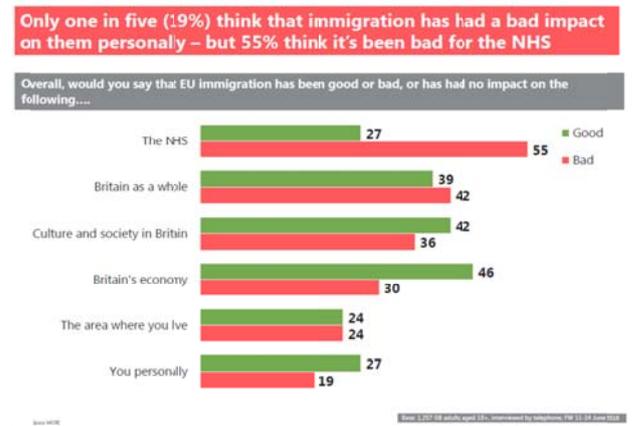
GRAF. 14 - UK vs Eurozona: andamento del PIL



2.2 I conti in tasca

I “conti in tasca” riguardano soprattutto il Servizio Sanitario Nazionale (NHS), un tempo orgoglio e vanto dei cittadini di Sua Maestà britannica. Già da alcuni anni si era diffusa la percezione che il NHS britannico fosse drammaticamente peggiorato in termini di qualità e quantità dei servizi resi alla popolazione. La percezione era del tutto giustificata. Una martellante campagna da parte dei tabloid (la stampa popolare britannica) ha finito per convincere molti che la causa del peggioramento fosse l’eccesso di domanda di servizi da parte del crescente numero di immigrati registrato in Gran Bretagna negli ultimi decenni (GRAF. 15).

GRAF. 15 – Le responsabilità degli Immigrati nel giudizio degli elettori britannici

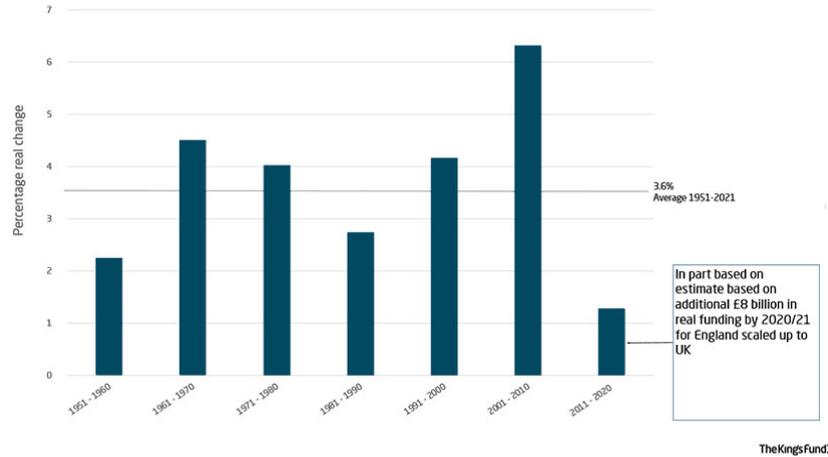


In realtà, la crisi del NHS britannico si è accompagnata alla (è stata causata dalla?) più straordinaria riduzione di spesa pubblica per la sanità degli ultimi anni (GRAF. 16). Mentre dal 1951 al 2010 la spesa sanitaria era cresciuta in media del 3,6% all’anno in termini reali, dal 2011 al 2020 si stima un tasso di crescita annuo di poco superiore al 1%. Inoltre, dal 2010 (da quando cioè sono tornati al governo i Conservatori) si è assistito alla più ampia riduzione della quota della spesa sanitaria sul Pil (circa 0,8 punti, dal 7,8% al 7%) dai tempi del governo Thatcher, quando la spesa passò dal 5% al 4,6% del Pil (GRAF. 17). Sapendo che la spesa per la sanità tende a crescere per le note ragioni demografiche (invecchiamento della popolazione) e tecnologiche (utilizzo di macchinari e tecniche diagnostiche sempre più sofisticati e costosi), e che perciò i costi aggregati sono difficilmente comprimibili, non stupisce che una riduzione di spesa peggiori la qualità del servizio¹¹.

¹¹ <https://www.kingsfund.org.uk/blog/2015/10/nhs-spending-squeezed-never>

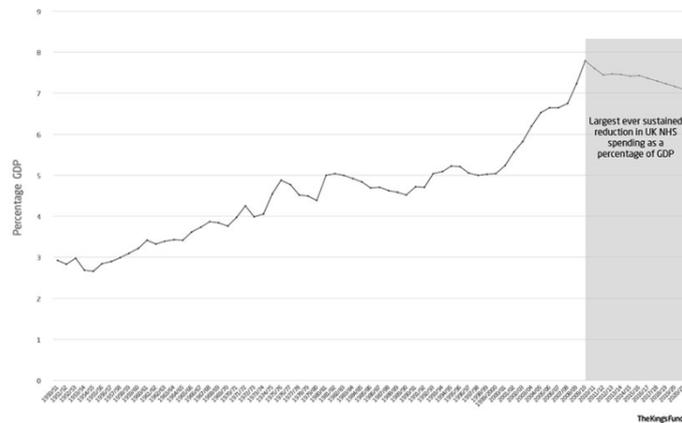
GRAF. 16 - Spesa sanitaria britannica (tassi di crescita)

Figure 2: Real annual average changes in UK NHS spending by decade, 1951-2020



GRAF. 17 - La spesa sanitaria britannica (% del Pil)

Figure 3: UK NHS spending as a percentage of GDP, 1951-2021



La campagna di stampa ha mistificato profondamente i fatti, deviando il malcontento popolare dal governo - responsabile dei tagli alla spesa in omaggio a una malaccorta e peggio orchestrata politica di austerità – agli immigrati, incolpati di aver assorbito risorse sanitarie altrimenti destinate ai nativi britannici. Col risultato di fomentare e alimentare la fiamma della xenofobia.

2.3 Il sogno “neo-liberista”

A quanto detto sin qui, bisogna aggiungere che nel giugno 2016 c'è stato un voto per Brexit da parte dei neo-liberisti (una minoranza, ma vocale e culturalmente attrezzata). L'idea coltivata da questo gruppo di elettori ed *opinion makers* era che Brexit potesse essere trasformata nell'occasione da tempo ricercata per attizzare un falò capace di bruciare tutte le regolamentazioni europee (considerate per definizione eccessive e

assurde) e, allo stesso tempo, per realizzare l'abolizione unilaterale di tutte le tariffe sui commerci internazionali da parte della Gran Bretagna.

Naturalmente questo sogno neo-liberista era ed è incompatibile con il principale obiettivo dei sostenitori di Brexit, cioè la reintroduzione di barriere alla mobilità dei lavoratori (verso la Gran Bretagna, naturalmente). Appare molto difficile, infatti, che la UE possa accettare per la Gran Bretagna una vistosa eccezione al principio che le "quattro libertà" debbano andare insieme. In effetti, nelle linee guida definite dal Consiglio Europeo del 29 aprile 2017 – a seguito della decisione britannica di notificare la decisione di separarsi dall'Unione, ai sensi dell'art. 50 del Trattato - si leggono affermazioni molto chiare, quali: *"Preserving the integrity of the Single Market excludes participation based on a sector by sector approach. A non-member of the Union, that does not live up to the same obligations as a member, cannot have the same rights and enjoy the same benefits as a member"*. Alla Gran Bretagna non verrà consentito, insomma di fare "cherry picking", di scegliersi le parti che le piacciono del mercato unico (leggi libertà di commercio) e abbandonare quelle che non le piacciono, come la libertà di movimento e residenza dei cittadini europei nel Regno Unito e la stessa unione doganale, ovvero l'adozione degli stessi dazi e quote della UE nei confronti dei paesi terzi, come oggi (e che per i sostenitori di Brexit è un distacco "troppo piccolo" dalla UE).

Chiaramente, il punto di caduta, in caso di mancata intesa nel lungo negoziato pre-divorzio che si avvierà, consiste nell'applicazione delle condizioni previste dagli accordi WTO, con i dazi massimi, le quote e tutto ciò che caratterizza le regole del commercio internazionale tra paesi sottoscrittori. E, naturalmente, sia la Gran Bretagna che la UE lo sono. In assenza di

un'unione doganale, le condizioni WTO definiscono un ambiente molto competitivo, con possibilità che si inneschi una spirale di misure reciprocamente restrittive (DGIP, 2017). Una situazione che non gioverebbe certamente alla UE, ma che sarebbe assai più dannosa per la Gran Bretagna. DGIP (2017) stima, nello scenario più pessimistico, una perdita cumulata del 4% del Pil britannico in dieci anni, contro una perdita inferiore all'1% per la UE a 27 nel suo complesso. Certo, alcuni paesi tradizionalmente molto legati economicamente col Regno Unito (come il Belgio, l'Olanda e soprattutto l'Irlanda) pagherebbero un prezzo più alto. Ma è evidente che la minor perdita per la UE nel suo complesso, anche nel caso di fallimento del negoziato, la pone in una posizione di forza negoziale. Posizione che potrebbe essere indebolita dal fatto che i cittadini UE residenti nel Regno Unito sono oltre 3,3 milioni, mentre quelli britannici residenti nella UE sono solo 1,2 milioni. E tuttavia, appare difficilmente concepibile che il governo britannico, per reazione a un fallito negoziato sul commercio, decida di procedere all'espulsione in massa e/o alla privazione dei diritti sociali a milioni di lavoratori che, ragionevolmente, stanno dando un contributo produttivo non marginale all'economia britannica, anche svolgendo molti lavori (tra cui quello accademico) che i sudditi di Sua Maestà sembrano non apprezzare.

Quanto appena sintetizzato era tutto sommato facilmente prevedibile già mesi prima del referendum del 23 giugno 2016. Risulta perciò misterioso il motivo per cui una minoranza colta, come quella del neoliberalismo britannico, si sia convinta che l'asino del libero commercio *à la carte* avrebbe potuto volare indisturbato. Ancora più misterioso come un argomentato e "neutrale"



rapporto del *Treasury* britannico (aprile 2016) sia stato quasi ignorato¹².

3. I “difetti” dell’Europa Unita

Abbiamo visto che la scelta degli elettori britannici a favore di Brexit è spiegabile solo in piccola parte con veri o supposti difetti dell’Unione Europea. E tuttavia questi difetti ci sono e vale la pena guardarli in faccia perché potrebbero innescare altre tensioni e alimentare altri movimenti capaci di portare alla disgregazione del progetto europeo. Nel suo ultimo libro Giacomo Vaciago¹³ si chiede “ha senso un’unione solo economica e monetaria? Oppure ogni unione presuppone sempre che si voglia realizzare un destino comune, e quindi che si intenda valorizzare il bene comune, dato ciò che accumuna: quanto fai *per gli altri* e non solo ciò che fai *con gli altri*?”. In quel che segue proviamo ad articolare qualche risposta alle acute domande di Vaciago.

Per avviare la trasformazione è necessaria una diagnosi di cosa non va e perché nell’Europa (UE) e nell’Unione Economica e Monetaria (UEM) di oggi. In linea generale si può dire che l’Europa si è venuta identificando (per disegno istituzionale) con il prevalere dei mercati (dall’abbattimento delle barriere commerciali e finanziarie al mercato unico dei beni e servizi) e delle regole (soprattutto di carattere fiscale, ma anche ambientale) fino a quelle che arrivano a definire le dimensioni delle mele e delle arance (in nome del mercato unico). Agli stati nazionali rimaneva affidato il Welfare, l’istruzione, la sanità, la difesa e il loro finanziamento, nonché la risposta agli shock

macroeconomici, almeno quelli non neutralizzabili dalla politica monetaria, che nella UEM veniva affidata alla BCE¹⁴.

Il disegno istituzionale ha portato con sé una specializzazione “ideologico-culturale” per cui l’Europa, insieme al FMI, all’OCSE e poi alla BCE, è divenuta il terreno di elezione di uno straordinario mix tra *neoliberalismo* di origine anglosassone e di *ordoliberalismo* di origine tedesca. Per molti anni tutto ciò ha contribuito a spingere il processo di liberalizzazione e deregolamentazione che i singoli stati membri facevano fatica a svolgere per propria autonoma iniziativa politica. “L’Europa ce lo chiede” era divenuto un mantra spesso usato per scaricare le responsabilità di scelte ritenute impopolari dalle spalle dei politici nazionali.

La spinta neo-liberale dell’Europa ha finito per toccare anche l’area tradizionalmente riservata agli stati nazionali, fissando i paletti di una riforma del Welfare che si voleva legare alla prova dei mezzi, al fine di ridurre l’impatto su un bilancio pubblico il cui “pareggio” strutturale era tornato ad essere l’obiettivo, fatto proprio dalla tecnocrazia di Bruxelles ma vissuto come imposizione dai cittadini dei paesi che quella tecnocrazia non hanno mai eletto e che, a ragione, neanche ri-conoscono come lontana parente di una rappresentanza democratica. In Gran Bretagna la spinta neo-liberale ha una tradizione risalente almeno al 1979, quando la signora Thatcher si affermò alle elezioni, per restare poi al potere fino al 1990. Si può addirittura sostenere che l’equilibrio europeo si era inizialmente spostato a favore dell’approccio neo-liberale proprio per il peso attribuito dalla Gran Bretagna a temi come la liberalizzazione dei mercati e la concorrenza. Di recente, la spinta ha ripreso vigore in Gran Bretagna, ma è stata largamente auto-imposta dal governo conservatore-liberale uscito dalle elezioni

¹² *HM Treasury analysis: the long-term economic impact of EU membership and the alternatives*, April, 18, 2016, <https://www.gov.uk/government/publications/hmtreasury-analysis-the-long-term-economic-impact-of-eu-membership-and-the-alternatives>.

¹³ G. Vaciago, *Un’anima per l’Europa*, Il Mulino, 2014

¹⁴ M. Ferrera, *Rotta di collisione*, Laterza, 2016

del maggio 2010. Quindi, gli elettori britannici non possono certo rimproverare l'Unione Europea e tanto meno l'Eurozona (di cui il loro Paese non ha mai fatto parte) per l'austerità e i tagli al welfare praticati nella loro isola.

Tornando all'Europa continentale, la spinta neo-liberale ha cominciato a farsi sentire dai cittadini come vincolo stringente con la crisi del debito sovrano che ha colpito i paesi dell'Eurozona nel 2011-12. La causa di quella crisi è stata individuata nella "festa" che sarebbe stata in corso in Grecia, Italia, Spagna e Portogallo (con l'aggiunta dell'Irlanda) a carico dei bilanci pubblici. Niente di più falso (con l'eccezione della Grecia). Prima del 2008 i deficit pubblici erano molto contenuti in tutti questi paesi e il debito pubblico (in rapporto al Pil) molto basso in Spagna e Irlanda, uguale a quello tedesco in Portogallo e alto (ma in diminuzione) in Italia. A far impennare il rapporto tra debito e Pil sono stati i salvataggi bancari (Spagna, Portogallo e Irlanda) che hanno fatto aumentare il numeratore e il crollo del Pil (in tutti i paesi) che ha fatto ridurre il denominatore.

La reazione - imposta dai mercati e dalla *consensus view* di Bruxelles, Francoforte e Berlino dopo il 2010 - è stata l'austerità, ovvero un consolidamento dei bilanci pubblici tanto più massiccio quanto più il debito era cresciuto nei due anni precedenti (con punte estreme in Grecia). Con l'austerità, il Welfare è stato in parte smantellato in Grecia e in Irlanda e seriamente intaccato o almeno minacciato in Portogallo, Spagna e Italia. Ma in nessuno di questi tre paesi si è andati tanto lontani quanto in Gran Bretagna, dove (come s'è detto) l'austerità era auto-imposta. L'ovvia associazione dell'austerità con l'Europa, la Germania e, soprattutto, l'Euro non ha certo reso popolare questa "triade" nei paesi del Sud Europa, ma anche in Francia. L'austerità si doveva rivelare, in realtà, dannosa (perché ad essa

era associato un consistente aumento della disoccupazione) e addirittura controproducente (il rapporto debito Pil aumentava, invece di diminuire, nei paesi che avevano adottato misure più intense di austerità). Il che ha contribuito ad acuire il senso di inutilità dei sacrifici imposti e l'ostilità nei confronti delle istituzioni che li imponevano e dei governi nazionali che non facevano che subirli. A questo malcontento si è aggiunto quello per il crescente flusso di immigrati dal Nord Africa e dal vicino Oriente, cui si sono volute attribuire colpe per lo più immaginarie.

In particolare, numeri alla mano, non è sostenibile che la riduzione o il peggioramento qualitativo delle prestazioni sanitarie e, più in generale, del Welfare sia da attribuirsi all'immigrazione. Lo abbiamo visto in dettaglio con riferimento al Regno Unito, ma le cose stanno in modo simile negli altri paesi europei, salvo la diversa entità della spesa di partenza e dei "tagli" praticati. Naturalmente, non è neanche vero che i lavoratori autoctoni sono disoccupati per la concorrenza esercitata dagli immigrati. Ma una facile e ben orchestrata propaganda lo fa credere, anche perché basata su argomenti facili da capire e apparentemente solidi.

È evidente come lo scontro tra Europa (Euro) e Welfare, tra Europa e sicurezza sia destinato a produrre rigetto per l'Europa (e l'Euro), visti come responsabili di un percepito peggioramento delle condizioni di vita. Di questo scontro sono molto meno percepiti i costi. Così come poco percepiti sono i costi sociali di una uscita dall'Euro o di un suo dissolvimento. Di tale mancata o debole percezione la politica porta una responsabilità non piccola. Da un lato, chi alimenta il rogo anti-Euro e anti-europeo non ha ovviamente alcun interesse a (e forse alcuna capacità di) analizzare i costi e i benefici di una rottura della moneta unica. Dall'altro chi avrebbe



capacità e interesse a chiarire come stanno veramente le cose tende a girare più al largo possibile dal tema Europa (in senso lato) perché ne avverte l'impopolarità presso gli elettori. Come ha lucidamente osservato Enrico Letta: “L'Europa non piace più e non fa più innamorare? È diventata fredda e incapace di generare emozioni? Usando la parola “Euro” ed “Europa” si perdono le elezioni? È facile trovare il responsabile di tutto questo. È facile dare la colpa anche qui a questa astratta e generica entità che è il populismo, lavando così le coscienze e liberando dalla responsabilità classi dirigenti e leader di oggi e del passato recente”¹⁵.

I governanti si sono sentiti eredi di coloro (e in alcuni casi sono gli stessi) che hanno accettato l'austerità e l'hanno fatta tranquigliare ai propri cittadini in dosi non calibrate. Sono stati o sono tuttora quelli che non hanno saputo costruire alleanze per proporre alternative credibili al “consenso” di Bruxelles, Francoforte e Berlino. Sono stati e sono quelli che hanno proceduto con atteggiamento ondivago tra rivendicazioni velleitarie di sovranità e autonomia e puntuali appiattimenti sulle “regole” a parole criticate. Altre volte (si pensi alla questione del *bail in* per le banche), quelle regole venivano approvate in sede comunitaria con debole opposizione, nonostante i prevedibili danni per alcuni sistemi bancari nazionali (sottolineati da qualche banchiere centrale nazionale dalla vista più lunga), venivano poi fatte passare senza rumore nei parlamenti nazionali, salvo poi annunciare che si trattava di regole sbagliate e da rivedere in fretta non appena entrate in vigore. Un atteggiamento, quest'ultimo, capace di massimizzare l'ostilità sia degli elettori che di Bruxelles, minimizzando al tempo stesso la

credibilità dei governi nazionali di fronte ai partner, alla Commissione, alla BCE.0

4. Conclusioni

Come si è visto, il voto del 23 giugno 2016 per Brexit è spiegabile largamente senza far ricorso ai ritardi e alle imperfezioni dell'Unione europea. L'Europa, tuttavia, oggi sembra essere giunta a uno snodo cruciale: o saprà trasformarsi, cambiare pelle e volto, o appare probabile un suo dissolvimento per volontà degli elettori. E la responsabilità sarà stata dei politici al potere, dell'establishment economico, finanziario, amministrativo di Bruxelles come delle varie capitali europee, incapaci di correggere la rotta e di dare un'*anima all'Europa*. Il populismo è una reazione a tutto questo, quando non prende le forme della semplice xenofobia. Un'anima magari sostenuta da una governance democratica più visibile e politicamente responsabile di quanto non sia quella attuale. È opinione di chi scrive che la rinascita dell'Unione europea non possa che partire dal suo nucleo più coeso, cioè dall'insieme di paesi che vent'anni fa scelsero di condividere la moneta unica. Del resto, proprio l'Unione monetaria richiede, già oggi, una struttura di *governance* ulteriore, ancorché non troppo ben definita, e regole supplementari rispetto a quelle della UE. Mettere in sicurezza economica e democratica l'Eurozona contribuirebbe a stabilizzare e rendere più *appealing* l'intera Unione europea. Altrove abbiamo provato a indicare la possibile *road-map* di questa operazione politica¹⁶; altri hanno tracciato le linee di un possibile trattato tra i paesi dell'Eurozona

¹⁵ E. Letta, *Contro venti e maree*, Bologna, Il Mulino, 2017, p. 10.

¹⁶ A. Boitani, *Sette luoghi comuni sull'economia*, Roma-Bari, Laterza, 2017; A. Boitani, R. Tamborini, “New Institutions for an Effective EU and EMU Governance: A Brief Introduction”, *Politica Economica/Journal of Economic Policy*, 2016 (3) 375-386.

per democratizzarne la *governance*¹⁷. A queste fonti rimandiamo. Qui ricordiamo solo che, il deficit democratico delle istituzioni europee e dell'Eurozona in particolare dovrebbe essere preso sul serio: la politica fiscale non può e non deve essere delegata a commissioni tecniche, incaricate di elaborare nuove regole più o meno fisse. E non solo perché si oppone la Corte costituzionale tedesca, ma perché sarebbe partire col piede politicamente sbagliato, indipendentemente dalla qualità dei tecnici chiamati in causa. In terzo luogo, il processo da avviare dovrebbe essere chiaramente volto a costruire istituzioni capaci di far coesistere paesi che la storia millenaria ha reso diversi, senza la pretesa di eliminare le differenze e forzare l'innaturale convergenza verso un modello di sviluppo unico, che del resto non c'è neanche in una federazione vecchia di oltre duecento anni, come gli USA.

L'obiettivo dei riformatori genuini è costruire, in tempi, brevi, un sistema di protezione e stabilizzazione dai cicli economici e finanziari all'interno dell'Eurozona. In questo senso si può procedere utilizzando le forme disponibili di cooperazione rafforzata tra paesi della UE, lasciando liberi quelli che non usano l'euro di non aderire. Questo sarebbe il nucleo da cui potrebbe col tempo svilupparsi una vera unione fiscale e che potrebbe rimettere in moto il processo federalista europeo e dare progressivamente anche al Welfare un respiro europeo. E questa è la chiave perché l'Europa non sia più percepita dai cittadini come il luogo delle regole astruse e punitive, in base alle quali vengono assegnati "compiti a casa" ai governi nazionali (e, di conseguenza, ai cittadini) da soggetti non eletti e non responsabili di fronte agli elettori.

¹⁷ S. Hennette, T. Piketty, G. Sacriste, A. Vauchez (2017), *Democratizzare l'Europa!*, Milano, La nave di Teseo.